1 LE CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG ET DANS LA ZONE EURO

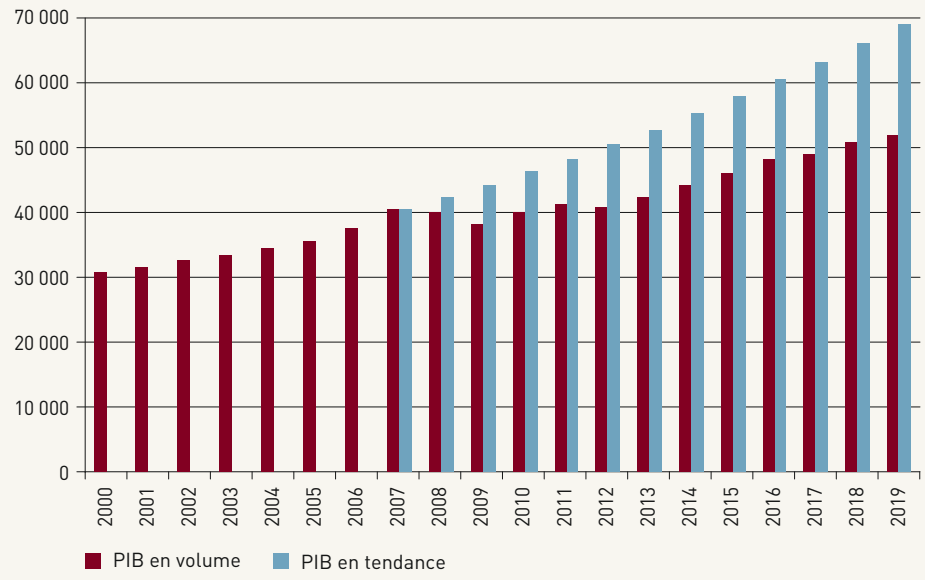
1.1 LE CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE DEPUIS LA CRISE FINANCIÈRE

1.1.1 La croissance économique

Avant la crise financière de 2008-2009, la croissance annuelle du PIB du Luxembourg s'est établie à 4,6 % en moyenne (sur la période 2000-2007). Le rythme de croissance du PIB a ensuite été quasiment nul en moyenne annuelle au cours des cinq années suivantes, avant de rebondir à un rythme de croissance annuel moyen de 3,4 % entre 2013 et 2019[2].

En dépit de ces dernières évolutions en apparence favorables, le niveau du PIB réel en 2019 reste substantiellement inférieur à celui qui aurait été atteint si le dynamisme de la croissance observé avant la crise s'était maintenu après 2008. Le niveau du PIB observé en 2019 reste ainsi inférieur de près de 25 % au niveau du PIB qui aurait été atteint avec la croissance tendancielle d'avant crise. En effet, depuis 2008 le taux de croissance moyen s'est établi à seulement 2,1 % et donc bien en deçà du taux moyen de 4,6 % observé sur la période 2000-2007.

Graphique 1
Évolution du PIB en volume et évolution hypothétique sur la base de la tendance d'avant-crise (2000- 2007) (en millions d'euros)



Sources : STATEC, calculs BCL

2 Les données les plus récentes de la comptabilité nationale concernent l'année 2019 et datent de mars 2020. Contrairement à la coutume, une actualisation des agrégats macroéconomiques n'a pas été publiée en octobre, mais a été repoussée à la fin de l'année 2020. Seules les données de finances publiques ont été actualisées.

Ces données sont aussi susceptibles de changer sous l'effet de la grande révision des comptes nationaux initialement prévue pour cette année-ci, mais qui a été reportée à l'année 2021. Outre les actualisations et corrections d'usage, les grandes révisions intègrent également des révisions méthodologiques. Dans le passé, le STATEC avait relevé que l'estimation des agrégats macroéconomiques au Luxembourg est très sensible à certains choix méthodologiques. À titre d'exemple, il avait noté ceci: « la comptabilisation des « patent boxes » qui pèsent lourdement en termes de chiffre d'affaires mais contribuent modestement à notre PIB, parce que Eurostat permet de ne comptabiliser qu'une marge de revenus comme valeur ajoutée. Un changement des règles, actuellement à l'étude, aurait pour conséquence de faire exploser le PIB luxembourgeois jusqu'à +15 %. » (Extrait de la note STATEC (2018) Note au formateur, octobre 2018). Enfin, il convient de noter que cette grande révision a déjà eu une incidence sur les données de la Balance des paiements (voir le chapitre 1.1.3 La balance courante).

Les barres rouges du graphique 1 affichent la trajectoire observée du PIB réel sur la période s'étalant de 2000 à 2019. Les barres en bleu représentent la trajectoire conditionnée à l'hypothèse selon laquelle l'économie luxembourgeoise aurait maintenu son rythme de croissance d'avant la crise[3]. La « différence » cumulée entre la trajectoire observée et la trajectoire hypothétique est équivalente à un montant de 124 milliards d'euros, ce qui correspond à environ 310 % du PIB en volume de l'année 2008.

Tableau 1 :

Évolution du PIB nominal, du PIB réel et du déflateur du PIB au Luxembourg

(resp. en millions d'euros, en % et en indice (2010=100))

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB nominal	30031	33808	37179	38129	36977	40178	43165	44112	46500	49825	52066	54867	56814	60053	63516
Var. annuelle	7,5	12,6	10,0	2,6	-3,0	8,7	7,4	2,2	5,4	7,2	4,5	5,4	3,5	5,7	5,8
PIB réel	35607	37450	40579	40060	38314	40178	41198	41053	42553	44381	46293	48410	49282	50815	51983
Var. annuelle	3,2	5,2	8,4	-1,3	-4,4	4,9	2,5	-0,4	3,7	4,3	4,3	4,6	1,8	3,1	2,3
Déflateur du PIB	84,3	90,3	91,6	95,2	96,5	100,0	104,8	107,5	109,3	112,3	112,5	113,3	115,3	118,2	122,2
Var. annuelle	4,2	7,0	1,5	3,9	1,4	3,6	4,8	2,6	1,7	2,7	0,2	0,8	1,7	2,5	3,4

Source : STATEC

Tableau 2 :

Évolution du PIB nominal, du PIB réel et du déflateur du PIB dans la zone euro

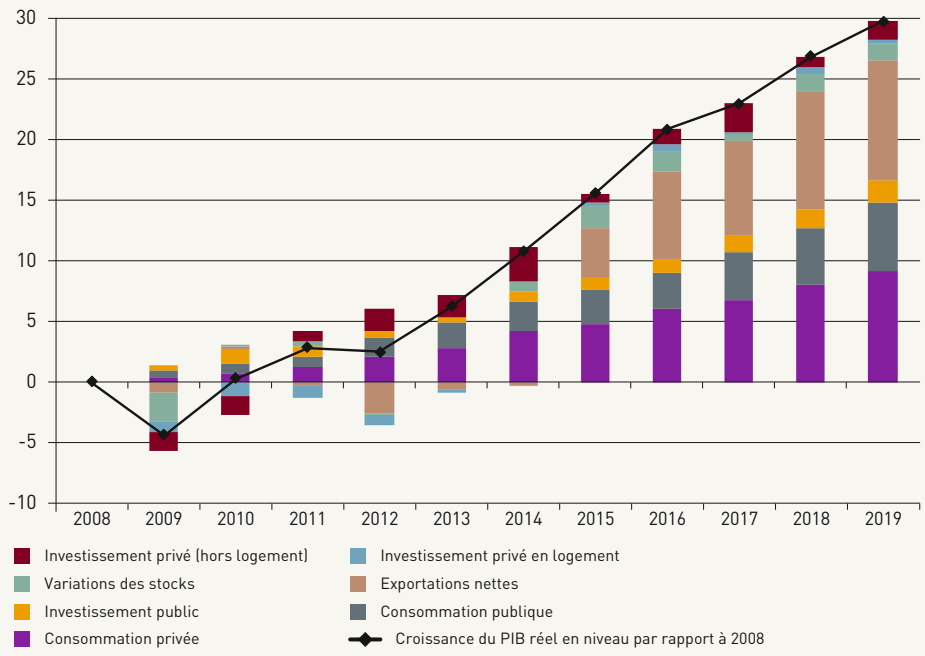
(resp. en milliards d'euros, en % et en indice (2015=100))

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB nominal	8144	8443	8901	9394	9616	9271	9525	9795	9838	9938	10175	10519	10806	11224	11586
Var. annuelle	3,7	5,4	5,5	2,4	-3,6	2,7	2,8	0,4	1,0	2,4	3,4	2,7	3,9	3,2	3,0
PIB réel	9706	10028	10327	10359	9896	10100	10276	10190	10168	10313	10519	10711	11006	11207	11350
Var. annuelle	1,8	3,3	3,0	0,3	-4,5	2,1	1,7	-0,8	-0,2	1,4	2,0	1,8	2,8	1,8	1,3
Déflateur du PIB	87	89	91	93	94	94	95	97	98	99	100	101	102	103	105
Var. annuelle	1,9	2,0	2,5	2,1	0,9	0,7	1,1	1,3	1,2	0,9	1,4	0,9	1,1	1,4	1,7

Source : Eurostat

3 Cette référence est choisie non pas dans une finalité normative mais pour analyser l'évolution.

Graphique 2
Progression du PIB réel en niveau par rapport à 2008 (en %) et contributions (en p.p.) des différentes composantes[4]



Sources : STATEC, calculs BCL

Le graphique 2 représente la croissance du PIB réel du Luxembourg par rapport à son niveau observé en 2008 ainsi que la contribution des différentes composantes de la demande à cette croissance.

4 La progression du PIB réel se calcule par la somme des contributions à la croissance des différentes composantes du PIB. La contribution à la croissance d'une composante se calcule par la multiplication de sa part relative (α) dans le PIB et de son taux de croissance. Tous les taux de croissance sont calculés par rapport à l'année de référence 2008.

$$\frac{PIB_t - PIB_{2008}}{PIB_{2008}} = \sum_{i \in \Sigma} \alpha_0 * \frac{D_t - D_{2008}}{D_{2008}}, \Sigma = \{C, G, Iprivé, Ipub, X\text{-}M, \Delta Stocks\}$$

où C représente la consommation privée, G la consommation publique, Iprivé l'investissement privé (qui résulte de la somme de l'investissement privé hors logement et de l'investissement privé en logement), Ipub l'investissement public, X-M les exportations nettes (X représente les exportations de biens et services et M représente les importations de biens et services) et ΔStocks les variations de stocks.

Dans cette décomposition comptable du PIB, on impute l'entièreté des importations aux exportations. Une alternative serait d'imputer les importations à chaque composante de la demande totale en fonction de leur contenu en importations. Pour ce faire, il faudrait recourir aux données des tableaux entrées-sorties des comptes nationaux, mais qui ne sont souvent disponibles qu'avec des retards importants. Ceci changerait l'image de la croissance et, en général, la contribution des composantes de la demande domestique à la progression du PIB serait réduite en faveur de celle des exportations.

Depuis le début de l'année 2008, les dépenses de consommation publique et les investissements publics ont contribué positivement à l'évolution du PIB réel et leurs niveaux en 2019 sont largement supérieurs à ceux de 2008. Les dépenses de consommation publique[5] ont progressé de 36 % – en raison notamment de la progression de la masse salariale dans le secteur public et des transferts sociaux en nature[6] – et l'investissement public a progressé de 51 % par rapport à son niveau de 2008. La hausse continue de la consommation publique par rapport à l'année 2008 ne permet pas de conclure que cette trajectoire peut se prolonger dans le futur, car la consommation publique ne constitue pas un moteur autonome de croissance et doit respecter la contrainte budgétaire intertemporelle.

La consommation privée (voir graphique 2[7]) est l'une des composantes ayant le plus fortement contribué à la croissance depuis la crise. Elle a connu une progression cumulée de 30 %, soit identique à celle du PIB réel. Or, cette progression s'explique dans une large mesure par la très forte hausse de la population (+27 %) sur cette période. Corrigée pour l'effet démographique, la consommation privée par habitant n'a que modestement progressé (+2 % de progression cumulée depuis la crise).

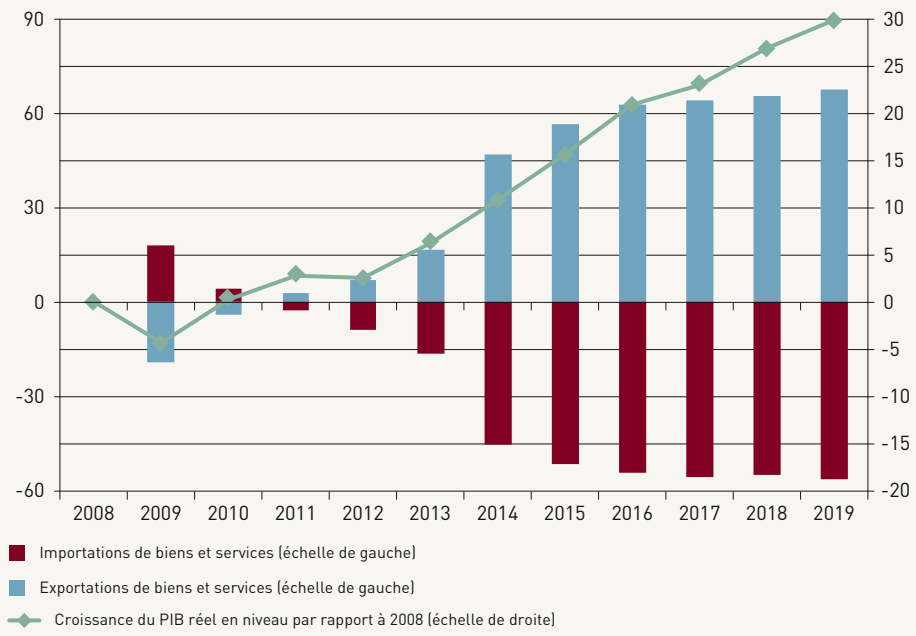
Comme le montre le graphique 2, la consommation privée n'a jamais reculé, y compris lors des années de plus faible croissance économique. En effet, les stabilisateurs automatiques, qui opèrent à travers les transferts nets de l'État (chômage partiel, transferts sociaux) ont permis d'atténuer les effets négatifs que la crise aurait pu avoir sur les dépenses de consommation des ménages. Cette relative bonne tenue de la consommation privée ne doit toutefois pas être considérée comme étant le garant d'une croissance future. Dans une petite économie ouverte, le principal moteur d'une croissance soutenue ne saurait résider dans une évolution autonome de la consommation privée des ménages.

5 La consommation finale des administrations publiques peut être divisée en deux catégories distinctes. La première catégorie regroupe les dépenses de consommation collective (défense, justice, etc.) qui bénéficient à la société dans son ensemble, ou à de larges pans de la société sous la forme de biens et services publics. La seconde comprend les dépenses de consommation (soins de santé, logement, éducation, etc.) engagées par les administrations pour le compte des ménages individuels. Cette catégorie de dépenses est égale aux transferts sociaux en nature des administrations aux ménages et, à ce titre, elle inclut les dépenses engagées par les administrations publiques en produits et services marchands fournis aux ménages.

6 Les transferts sociaux en nature correspondent aux biens et services individuels fournis aux ménages, que ces biens et services aient été achetés sur le marché ou produits (production non marchande) par les administrations publiques ou les ISBLSM (institutions sans but lucratif au service des ménages, regroupant l'ensemble des unités privées dotées de la personnalité juridique qui produisent des biens et services non marchands au profit des ménages). Ils comprennent donc à la fois (i) les prestations sociales en nature qui relèvent du champ de la protection sociale, c'est-à-dire les biens et services fournis directement par les administrations publiques (aide personnalisée au logement par exemple) et ceux que les ménages bénéficiaires achètent eux-mêmes et se font ensuite rembourser (médicaments, soins médicaux) et (ii) les transferts de biens et services individuels non marchands produits par les administrations publiques ou les ISBLSM, en particulier pour l'éducation et la santé.

7 Par exemple, en 2019 le PIB réel du Luxembourg s'est établi à un niveau qui surpasse de 30 % celui qui avait été observé en 2008. Les trois composantes ayant le plus contribué à ce résultat sont – par ordre d'importance : les exportations nettes, la consommation privée et la consommation publique. Entre 2008 et 2019, les exportations nettes du Luxembourg ont enregistré une hausse de 28,2 %. Étant donné que la part des exportations nettes dans le PIB est de 35 %, la contribution des exportations nettes à la progression du PIB par rapport à 2008 s'élève à 10 points de pourcentage (p.p.), comme indiqué par la barre beige sur le graphique 2. Les dépenses de consommation privée ont progressé de 29,6 % entre 2008 et 2019 et, leur poids dans le PIB étant de 31 %, elles ont contribué à hauteur de 9,1 p.p. à la croissance du PIB sur la même période comme indiqué par la barre violette du graphique. Enfin, la contribution de la consommation publique à la croissance s'est établie à 5,7 p.p. (barre grise). Ces trois composantes expliquent au total 24,8 p.p. de la croissance du PIB observée entre 2019 et 2008 (soit 83 %). Enfin, les autres composantes de la demande et les variations de stocks expliquent une infime partie de la croissance du PIB observée entre 2008 et 2019. Les contributions à la croissance de l'investissement privé (hors logement), des variations de stocks et de l'investissement public ont été de respectivement 1,6 p.p. (barre bordeaux), 1,3 p.p. (barre verte) et 1,8 p.p. (barre jaune). L'investissement privé en logement a contribué à hauteur de 0,3 p.p. (du fait d'une hausse de 6,6 % de ces investissements et d'un poids de 4 % dans le PIB).

Graphique 3
Progression du PIB réel en niveau par rapport à 2008 (en %) et contributions (en p.p.) des deux composantes du commerce extérieur (exportations et importations de biens et services)



Sources : STATEC, calculs BCL

Le graphique 3 sépare la contribution à cette croissance provenant des exportations et des importations, en comparant le PIB réel en 2019 à son niveau en 2008[8].

Les exportations de biens et services, tout comme les importations de biens et services n'ont retrouvé leur niveau de l'année 2008 qu'en 2011. Mais, ce n'est que depuis 2015 que leurs dynamiques respectives ont permis aux exportations nettes de fournir à nouveau des contributions positives à la croissance du PIB réel par rapport à leur niveau de 2008 (voir graphique 2). Ces contributions se sont de surcroît inscrites en nette progression depuis 2015, pour atteindre 10 points de pourcentage en 2019.

L'investissement privé hors logement[9], de son côté, est repassé en 2011 au-dessus du niveau atteint en 2008. Ce redressement de l'investissement privé hors logement s'est ensuite poursuivi et a élargi la capacité productive. Sur le graphique 2, il apparaît que c'est seulement en 2014 que l'investissement privé en logement[10] a retrouvé son niveau de 2008. Il convient cependant de garder à l'esprit que les années 2007 et 2008 ont été particulièrement propices en termes de dépenses d'investissement privé en logement.

L'interprétation est moins évidente pour la composante des « variations de stocks ». Premièrement, cette composante comprend aussi les « Acquisitions moins cessions d'objets de valeur » ainsi que la composante résiduelle des calculs. Deuxièmement, étant donné que cette composante est définie en « variation » et non en « niveau », un point de référence naturel n'existe pas pour les « stocks ». On peut uniquement constater une accumulation ou un écoulement de « stocks » par rapport à une période choisie. Par exemple, en 2009 et 2012 un écoulement de stocks a été observé par rapport à l'année 2008.

En conclusion, un rééquilibrage de la croissance économique s'est amorcé à partir de 2015, dans la mesure où toutes les composantes de la demande en 2019 contribuaient positivement à la croissance

8 Entre 2008 et 2019, les exportations et les importations ont progressé de respectivement 40 % et 43 %. Étant donné que les exportations représentent 168 % du PIB, la contribution des exportations à la progression du PIB en 2019 par rapport à 2008 s'élève à 67 points de pourcentage (p.p.), comme indiqué par la barre bleue sur le graphique 3. Les importations représentant 133 % du PIB, la contribution des importations à la progression du PIB en 2019 par rapport à 2008 est négative et s'élève à -57 p.p., comme indiqué par la barre bordeaux. Le graphique 2 montre que les évolutions du commerce extérieur (exportations et importations) ont expliqué une part non négligeable des variations du PIB par rapport à l'année 2008.

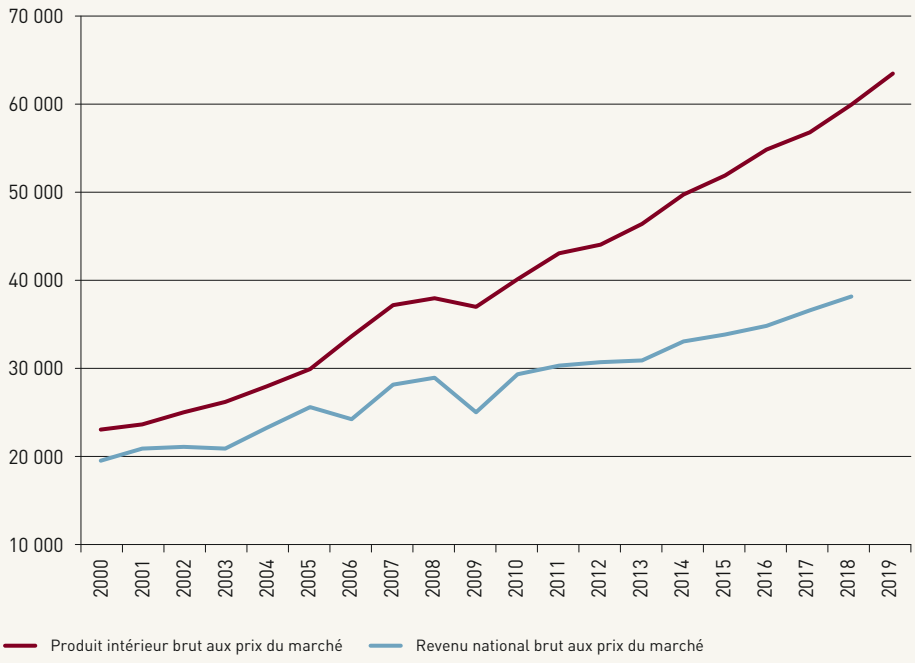
9 Les statistiques relatives à l'investissement privé doivent être considérées avec précaution en raison des fréquentes révisions.

10 L'investissement privé en logement est constitué essentiellement des achats de logements neufs et des travaux d'entretien et d'amélioration portant sur des immeubles existants (y compris transformation en logements).

du PIB par rapport à son niveau de l'année 2008.

Néanmoins, depuis 2010 la reprise économique était majoritairement tirée par la consommation privée et la consommation publique (graphique 2). Cette situation ne peut perdurer trop longtemps. En effet, cela signifie que d'autres composantes de la demande, comme les investissements privés, ont contribué de manière moins conséquente à cette reprise. Or, une trop longue période de croissance dite « faible en investissements » affecte négativement le rapport stock de capital/PIB et réduit de ce fait la productivité et donc la croissance potentielle de l'économie[11].

Graphique 4
Évolution du PIB et du RNB
(en millions d'euros)



Source : STATEC

1.1.2 Le revenu national brut

Le PIB et le RNB

Le graphique 4 compare le PIB nominal au revenu national brut (RNB).

À l'exception de l'année 2009, le PIB en valeur n'a cessé de croître depuis 2000. Le RNB a en revanche enregistré trois baisses sur la même période (2003, 2006 et 2009).

Depuis 2007, la différence entre les deux agrégats s'est notablement accrue. Elle a atteint son maximum en 2018, avec un écart de 21,8 milliards d'euros[12]. Au final, entre 2007 et 2018, le PIB et le RNB ont progressé de respectivement 62 % et 36 %.

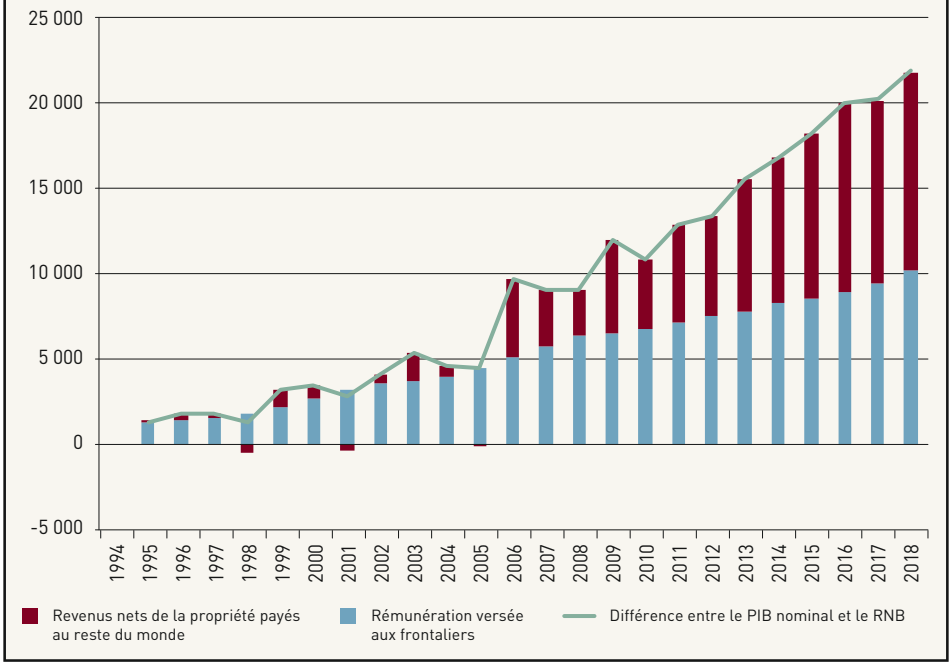
Dernièrement, en 2018, la croissance du RNB a ralenti à 4,4 % (après +4,9 % en 2017), alors que celle du PIB nominal a accéléré à 5,7 % (après +3,5 % en 2017)[13]. Ce ralentissement du RNB l'a conduit à un rythme de croissance très légèrement en-deçà de sa croissance moyenne historique (+4,5 % sur la période 1995-2017). De même, la croissance du PIB nominal est demeurée en dessous de sa moyenne (+6,0 % sur la période 1995-2017) depuis 2015.

11 C'est la raison pour laquelle des mesures de soutien à la consommation, privée et publique, ne permettront pas de stimuler durablement la croissance du PIB au Luxembourg. De plus, dans une petite économie ouverte telle que le Luxembourg, une grande partie de la consommation est importée, dégradant de ce fait les exportations nettes et limitant l'effet positif d'une relance par la consommation. Une croissance élevée et durable nécessite un redressement des investissements privés et un maintien de la croissance des exportations nettes.

12 Le RNB de l'année 2019 n'est pas encore disponible.

13 Le PIB en valeur de l'année 2019 est disponible. Sa croissance s'est établie à 5,8 % en 2019.

Graphique 5
Décomposition de l'écart entre le PIB nominal et le RNB
(en millions d'euros)



Source : STATEC

Le PIB est un indicateur du revenu produit sur le territoire du Luxembourg ou, autrement dit, il mesure le revenu généré par l'ensemble des activités économiques sur le territoire luxembourgeois. Cette production bénéficie aux résidents du Luxembourg, mais aussi aux agents résidant sur un territoire étranger dès lors qu'ils travaillent au Luxembourg (travailleurs frontaliers) ou qu'ils détiennent des actifs sur le territoire luxembourgeois.

Le RNB, quant à lui, mesure le revenu total des agents résidant au Luxembourg. Ainsi, il exclut les revenus versés à des non-résidents et inclut les revenus des résidents provenant du reste du monde. Il est obtenu en déduisant du PIB la rémunération nette des frontaliers, les revenus nets de la propriété[14] versés ou reçus du reste du monde et, de manière plus négligeable, les impôts nets payés au reste du monde[15]. Le RNB est un indicateur conceptuellement plus proche de la notion du « bien-être » de la population résidente que le PIB.

Le graphique 5[16] montre que la rémunération versée aux frontaliers a progressé de manière régulière depuis 2000, parallèlement à l'augmentation de leur nombre (la part des frontaliers dans l'emploi total est passée de 33 % en 2000 à 43 % en 2019). Par contre, la hausse des revenus nets de la propriété versés au reste du monde a été plus erratique et plus marquée, ce qui a fortement contribué à accroître, jusqu'en 2018, l'écart entre le PIB nominal et le RNB.

Ce phénomène s'explique par la présence sur le territoire luxembourgeois de sociétés qui génèrent d'importants revenus mais sont contrôlées depuis l'étranger, bien qu'elles établissent leur bilan financier au Luxembourg. Ainsi, les profits dégagés par ces entreprises entraînent des flux de revenus qui se retrouvent comptabilisés dans le PIB du Luxembourg, tout en n'étant pas comptabilisés dans le RNB.

Les revenus nets de la propriété versés au reste du monde ont progressé de 12 % en 2015 et de 15 % en 2016 avant de chuter en 2017 (-3,0 %). En 2018, ils ont enregistré une hausse de 8 %. L'écart entre le PIB nominal et le RNB s'est de ce fait sensiblement accru en 2018. Il n'en reste pas moins que par

14 Rappelons que les revenus de la propriété correspondent aux revenus que perçoivent les propriétaires d'actifs financiers et d'actifs naturels quand ils les mettent à la disposition de tierces unités institutionnelles. Les revenus à payer pour l'utilisation d'un actif financier sont appelés « revenus d'investissements », alors que ceux à payer pour un actif naturel sont appelés « loyers ». Les revenus de la propriété correspondent à la somme des revenus d'investissements et des loyers.

15 Il s'agit essentiellement des impôts sur la production et les importations payés au reste du monde. En 2018, le solde de ces derniers a atteint 104 millions d'euros, ce qui correspond à 0,2 % du PIB.

16 Le solde net des impôts sur la production et les importations payés au reste du monde n'apparaît pas sur le graphique en raison de son caractère négligeable par rapport aux deux autres composantes.

rapport à l'année 2007, le montant des revenus nets versés par le Luxembourg à l'étranger a enregistré une hausse de 251 %. Par construction, cette hausse a été comptabilisée dans le PIB du Luxembourg, mais pas dans le RNB.

Lorsqu'on remplace le PIB par le RNB dans le dénominateur des principaux ratios macroéconomiques, ces derniers augmentent mécaniquement puisque le niveau du RNB est inférieur au niveau du PIB. À titre d'exemple, en 2018, la dette publique du Luxembourg s'élevait à 21 % du PIB, mais à 33 % du RNB.

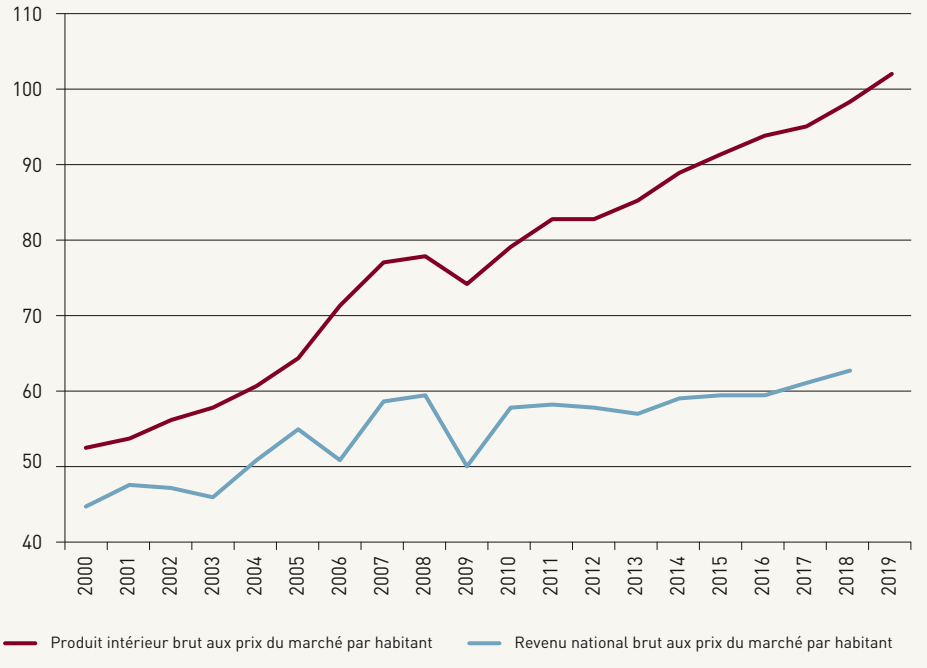
Le PIB par habitant et le RNB par habitant[17]

Afin de compléter l'analyse, le PIB nominal et le RNB sont rapportés à la population pour tenir compte de l'évolution démographique. La population du Luxembourg a crû de 27 % entre 2008 et 2019 notamment sous l'influence de flux migratoires accrus (contre +10 % entre 2000 et 2007). D'autre part, le revenu national brut par habitant (ou, dit autrement, rapporté à la population résidente) s'est considérablement écarté du PIB nominal par habitant (qui est, rappelons-le, favorablement influencé par la croissance du nombre de frontaliers). En effet, le PIB nominal par habitant a progressé de 87 % entre 2000 et 2018 (de 94 % entre 2000 et 2019), tandis que le RNB par habitant n'a augmenté que de 40 % entre 2000 et 2018 (voir graphique ci-dessous).

Les données récentes montrent qu'après deux reculs successifs, de 0,9 % en 2012 et de 1,6 % en 2013, le revenu par habitant a enchaîné cinq années consécutives de hausse. En 2018, la croissance du revenu par habitant a quelque peu décéléré, en affichant un taux de croissance de 2,3 % (après +2,7 % en 2017). Malgré cela, le niveau du RNB par habitant en 2018 dépasse son niveau atteint en 2008 de seulement 5,5 % (voir graphique 6).

Le PIB par habitant, dont la croissance a été de 3,6 % en moyenne en 2018-2019 (après +1,4 % en 2017), a dépassé son niveau de 2008 de 31 % en 2019. Ces évolutions indiqueraient que la situation des secteurs domestiques au Luxembourg ne s'est que modérément améliorée depuis la crise financière de 2008.

Graphique 6
Évolution du PIB et du RNB par habitant
(en milliers d'euros)



Source : STATEC

17 Voir aussi BCL (2013) Décomposition de la croissance du revenu national brut luxembourgeois, Bulletin 2013-3. Cet encadré présente une décomposition comptable de l'évolution du revenu national brut (RNB) par habitant du Luxembourg. La décomposition permet d'isoler chacun des chaînons aboutissant au RNB par habitant, en particulier la population en âge de travailler, le taux d'emploi, le « levier frontalier », la durée de travail moyenne et la productivité horaire du travail.

1.1.3 La balance courante

Cette section vise à analyser d'une part, l'évolution du solde de la balance courante au Luxembourg et, d'autre part, le lien existant entre la balance courante et les agrégats tels que le PIB et le RNB.

a) Méthodologie statistique

La balance des paiements enregistre l'ensemble des transactions économiques et financières du Luxembourg avec le reste du monde.

Les données sont compilées conformément aux recommandations méthodologiques de la 6ème édition du Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure globale (MBP6). Au Luxembourg, tout comme dans le reste de la zone euro, cette méthodologie a été introduite en 2014, parallèlement avec l'introduction du SEC2010 pour la compilation de la comptabilité nationale, qui enregistre également les transactions avec le reste du monde. En théorie, ces deux méthodologies statistiques ont été rapprochées pour assurer un traitement cohérent des opérations extérieures du pays. Dans cette optique, la balance des paiements est un élément parmi d'autres dans le système plus large qu'est la comptabilité nationale. Il s'ensuit qu'à définition identiques ou proches, les données devraient être similaires. Dans les faits, le rapprochement de ces compilations se fait par étapes et le processus de convergence des données n'est pas encore achevé au Luxembourg.

Les données de la balance des paiements publiées en septembre 2020 se sont inscrites dans le cadre d'une grande révision qui aurait dû affecter en même temps la comptabilité nationale. Le STATEC a toutefois reporté la grande révision des comptes nationaux à l'année 2021, ce qui signifie qu'une grande prudence est nécessaire dans l'interprétation du compte courant et ses sous-composantes par rapport au PIB. Les données de la balance des paiements révisées depuis 2002 comportent non seulement de nombreuses mises à jour et corrections, mais également certains changements méthodologiques.

Les révisions ont entraîné une baisse du solde courant, tout en affectant fortement ses sous-composantes. Ces révisions ont été nécessaires, non seulement pour éliminer les ruptures de séries, mais également pour améliorer la cohérence avec la comptabilité nationale et pour une intégration complète de certains phénomènes de globalisation dont notamment le « *toll manufacturing* ». Celui-ci est un processus de production de biens à l'étranger par des entités résidentes qui restent propriétaires des biens tout au long de la chaîne de production et de vente. Ces biens sont désormais intégrés dans la balance courante du Luxembourg sous « marchandises générales » pour la partie achat de matières premières (importations) et vente de produits finis (exportations), et sous « services de fabrication » pour la partie coût de production, y compris la rémunération de la main d'œuvre résidente à l'étranger.

Le compte courant, qui est un élément de la balance des paiements, enregistre les transactions courantes du Luxembourg avec le reste du monde. Il s'agit des opérations de production de biens et services ainsi que des opérations de répartition des revenus. Les opérations de production - les exportations et les importations de biens et services - affectent à la fois le PIB et le RNB. Le solde des exportations de biens et services contribue à la fois aux évolutions du PIB et du RNB. Il s'agit d'ailleurs de la seule composante du compte courant qui a cette caractéristique.

Les opérations de répartition des revenus n'affectent pas directement le PIB. Il existe trois types d'opérations de répartition de revenus. En premier lieu, il s'agit des opérations de répartition des revenus primaires. Ces revenus résultent d'une opération de production sur le territoire et ils sont donc enregistrés préalablement, au stade de la production, dans le PIB (optique du revenu). Puisqu'ils sont versés à l'étranger, au stade de la répartition primaire ils sont déduits du PIB pour calculer le RNB. Il s'agit

de la rémunération des salariés frontaliers (sous forme d'une masse salariale) et de la rémunération des investisseurs étrangers (sous forme de revenus sur leurs capitaux investis au Luxembourg).

En deuxième lieu, il s'agit des opérations de répartition des revenus secondaires (transferts courants). Ces revenus ne résultent pas d'une opération de production et ils ne sont donc pas enregistrés préalablement dans le PIB, ni dans le RNB.

Finalement, le compte courant de la balance des paiements et le RNB enregistrent aussi des revenus qui sont versés par le reste du monde au Luxembourg. Il s'agit de la rémunération des salariés résidents qui travaillent à l'étranger ainsi que les revenus sur les capitaux des résidents luxembourgeois investis à l'étranger. Ces revenus, n'étant pas liés à une production sur le territoire, ne sont pas inclus dans le PIB.

La répartition des revenus secondaires et la masse salariale des résidents qui travaillent à l'étranger ont peu d'importance pour l'analyse du compte courant au Luxembourg, car leurs flux sont relativement faibles.

b) Le solde du compte courant

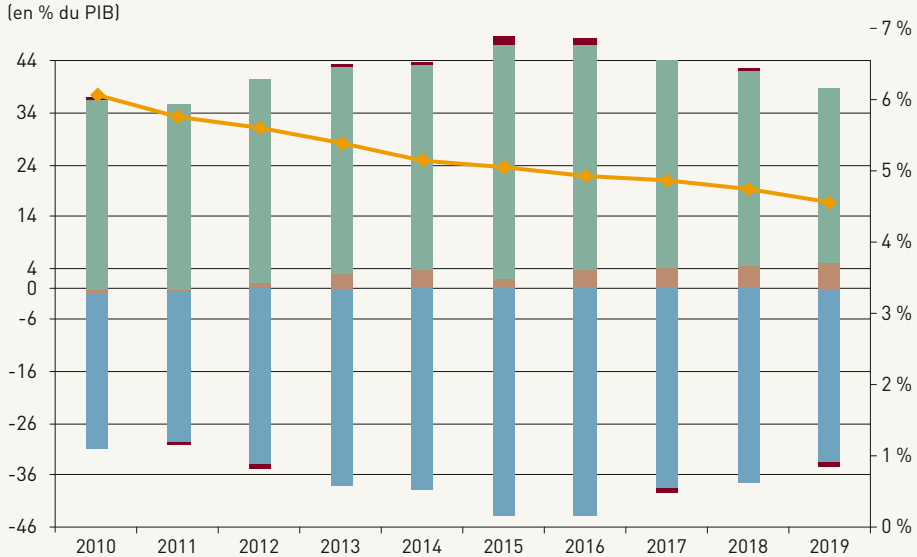
Le graphique 7 présente le solde de la balance courante ainsi que ses principales composantes.

Dans ses échanges courants avec le reste du monde, le Luxembourg a enregistré des excédents récurrents qui ont représenté en moyenne 6 % du PIB sur la période 2002-2019. Au fil du temps, les excédents courants successifs sont passés de 8 % du PIB en 2002 à 6 % en 2008, puis à 5 % en 2015 et finalement à 4,6 % du PIB en 2019.

Selon les données préliminaires, le solde courant s'est davantage détérioré au premier semestre 2020, en s'établissant à 2 % du PIB, subissant l'impact négatif de la pandémie du COVID-19. La crise sanitaire a en effet eu des répercussions sur toutes les balances partielles du compte courant. Le solde des biens et celui des revenus secondaires ont chuté, la détérioration du dernier s'expliquant surtout par les indemnités versées aux frontaliers (chômage partiel, congé extraordinaire pour raisons familiales, etc.).

Au niveau des biens, les exportations et importations ont affiché une baisse d'environ 17% au premier semestre 2020, par rapport au même semestre en 2019. Cette baisse a touché tous les types de produits. Le solde des marchandises s'est, quant à lui, détérioré essentiellement sous l'impact d'une baisse sensible des exportations nettes en négoce international.

Graphique 7
Évolution du solde courant
(en % du PIB)



Sources : STATEC, BCL

Les échanges internationaux de services ont été globalement moins affectés par la crise sanitaire, les exportations (-3 %) et les importations (-4 %) n'ayant reculé que légèrement au premier semestre 2020. Les exportations nettes de services financiers sont restées quasi stables. Après deux mois de baisse consécutive en février et mars 2020, les actifs nets sous gestion des fonds d'investissement (qui représentent la plus grande partie de la contribution aux prestations des services financiers) ont depuis lors renoué avec la croissance. En revanche, les services non financiers ont subi une baisse importante tant pour les exportations (-11 %) que pour les importations (-12 %). Les services les plus affectés ont été les voyages (avec l'effondrement des voyages d'affaires), les autres services aux entreprises, ainsi que les services personnels, culturels et de récréation.

La baisse du solde du compte courant par rapport au PIB résulte des évolutions divergentes de ses composantes. Le tableau suivant illustre les évolutions entre 2010, 2014 et 2019.

Tableau 3 :

Soldes et variations des principales composantes du compte courant (en % du PIB)

	2010	2014	2019	2010-2014	2015-2019	2010-2019
Solde courant	6,1	5,2	4,6	-0,9	-0,6	-1,5
Biens et services	36,0	43,6	38,7	7,6	-4,9	2,7
Rémunération des salariés	-16,7	-16,4	-16,3	0,3	0,1	0,4
Revenu net d'investissements	-13,3	-22,2	-17,1	-8,9	5,1	-3,8
Transferts courants nets	0,2	0,2	-0,7	0,1	-0,9	-0,9

Sources : STATEC, BCL, calculs BCL

Le solde du compte courant, qui s'élevait à 6,1 % du PIB en 2010, s'est contracté à 4,6 % du PIB en 2019. Ce recul de 1,5 point de pourcentage est attribuable à deux facteurs. D'une part, l'excédent des biens et services a augmenté de 2,7 points, passant de 36 % du PIB en 2010 à 38,7 % en 2019. Cette progression a été plus que compensée par un accroissement des revenus nets des investissements dont le déficit a augmenté de 3,8 points de pourcentage, en passant de 13,3 % du PIB en 2010 à 17,1 % en 2019. Les rémunérations des salariés versées à l'étranger ont baissé légèrement en passant de 16,8 % du PIB en 2010 à 16,3 % du PIB en 2019. Bien que négligeables, comme indiqué ci-dessus, les soldes des revenus secondaires (transferts courants) se sont détériorés en contribuant négativement, à concurrence de 0,9 point de PIB, à l'évolution du solde courant.

Le solde des biens et services

L'excédent des biens et services de la balance des paiements a progressé de 36 % du PIB en 2010 à 43,6 % du PIB en 2014 avant de descendre à 38,7 % en 2019. Cet excédent dans la balance des paiements a une contrepartie directe dans la comptabilité nationale sous la forme des exportations nettes dans le PIB nominal. Dans la comptabilité nationale, l'excédent des exportations nettes comptait pour 36 % du PIB en 2019, la demande domestique en comptant pour 64 %. La demande domestique se compose de la consommation privée, la consommation publique et les investissements. Comme le solde des biens et des services est en surplus, les exportations nettes ont contribué positivement au PIB nominal.

La variation de ce solde est à mettre en lien direct avec la contribution des exportations nettes à la variation du PIB nominal[18]. Généralement, et de manière simplifiée, lorsque la part des exportations nettes dans le PIB nominal baisse, la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB nominal diminue et *vice versa*.

L'excédent des biens et services se compose d'un surplus structurel de la balance des services et d'un solde des biens en déficit jusqu'en 2011 et en surplus depuis lors. La balance des biens enregistrait un déficit de 7 % du PIB en moyenne sur la période 2002-2011. Ce solde négatif s'est cependant résorbé après la crise de 2008, puis s'est retourné en devenant positif à partir de 2012 (3 % du PIB en moyenne sur la période 2012-2019), apportant ainsi une contribution positive à la croissance du PIB nominal. Ce retournement du solde des marchandises est en grande partie liée au développement du négoce international et au « toll manufacturing » évoqué ci-dessus. Le négoce regroupe les achats et ventes de biens à l'étranger sans passage sur le territoire national. Il s'agit essentiellement des biens échangés via le commerce électronique. Au Luxembourg, l'activité de négoce demeure cependant volatile, puisqu'elle est concentrée autour d'un faible nombre de sociétés faisant partie de grandes multinationales.

En faisant abstraction du négoce et du « toll manufacturing », deux phénomènes liés à la mondialisation, la balance des marchandises du commerce général reste structurellement déficitaire en raison de la petite taille de l'économie luxembourgeoise et de sa structure même, vu qu'elle s'est spécialisée dans les exportations de services (surtout financiers). Si cette spécialisation dans les services financiers a permis à l'économie de développer un pôle de compétitivité sur les marchés financiers internationaux, la contrepartie en est évidemment le recours aux importations de biens pour satisfaire la demande intérieure. Ainsi beaucoup de marchandises échangées sur le marché intérieur ne sont pas produites localement. C'est le cas des biens de télécommunication, des appareils électroménagers, des appareils audio et vidéo, des produits pétroliers, des produits pharmaceutiques, des automobiles etc.

L'excédent des biens et services dépend surtout du surplus des services, qui atteint 39 % du PIB en moyenne sur la période 2002-2019. Ce surplus s'est toutefois réduit de 40 % du PIB en 2014 à 34 % du PIB en 2019, affectant négativement le PIB sur cette période. Les services regroupent diverses activités dont les services financiers, le transport, les voyages, les services d'assurance, les services informatiques et de communication ainsi que les autres services aux entreprises (conseil/audit, leasing, une partie du commerce électronique, etc.).

Les échanges de services comprennent en grande partie les services financiers, dont le surplus représente presque deux tiers de l'excédent total des services. L'évolution de la balance des services du

18 En comptabilité nationale, les importations et exportations sont aussi présentées à prix constants et il est donc possible de calculer les contributions des exportations nettes à la variation du PIB en volume. Par contre, les données de la balance des paiements sont uniquement disponibles à prix courants.

Luxembourg est donc largement tributaire de l'évolution des services financiers, dont les recettes sont elles-mêmes dépendantes de l'industrie des fonds d'investissements, qui est soumise aux aléas des évolutions des marchés financiers internationaux. Les recettes enregistrées au titre des services financiers sont en effet constituées en très grande partie des commissions perçues par les banques résidentes, en relation avec leurs activités de gestion de fortune et/ou avec leur fonction d'agents administratifs des fonds d'investissement. Ces commissions dépendent de la valeur des actifs gérés et des nouvelles souscriptions aux organismes de placement collectif (OPC).

Le solde des revenus

Le solde des revenus comprend 1) les rémunérations nettes des salariés, 2) les revenus nets des investissements et 3) les transferts courants nets. Le solde des revenus est structurellement déficitaire depuis 2002, tant pour les revenus du travail que pour les revenus du capital. Ce déficit est à l'origine de l'écart entre le PIB et le RNB (voir le chapitre 1.1.2), si on fait abstraction de quelques ajustements mineurs qui sont évoqués dans la partie méthodologique[19].

S'agissant de la balance des revenus du travail, le solde a connu un déficit structurel sous l'effet de la hausse continue de la rémunération des travailleurs frontaliers, dont le nombre est croissant au cours des deux dernières décennies pour répondre aux besoins de main d'œuvre de l'économie luxembourgeoise[20]. Le déficit des revenus du travail s'élevait à 14 % du PIB en 2002, puis s'est accru régulièrement pour atteindre 17 % du PIB en 2010 et s'est par la suite stabilisé à 16,5 % du PIB.

Compte tenu de la stabilisation du déficit de la rémunération des salariés, le creusement du déficit global des revenus primaires émane principalement de la détérioration de la balance des revenus d'investissements, dont le solde est déficitaire depuis 2002. Le déficit du revenu des investissements a atteint 13 % du PIB en 2010, puis 22 % en 2014 avant de descendre à 17 % en 2019.

Outre la baisse du revenu net d'intérêts dans un contexte de faiblesse généralisée des taux de rendement, la détérioration du solde des revenus d'investissements traduit la hausse continue des bénéfices attribués aux investisseurs non-résidents, en relation avec le développement des Organismes de Placements Collectifs (OPC). En effet, les commissions financières encaissées par les gestionnaires résidents des OPC (exportations de services financiers) sont dans une large mesure reversées sous forme de rétrocommissions à des sociétés de commercialisation établies à l'étranger (importations de services financiers). Les montants restants, après déduction des frais et autres coûts (y compris la rémunération des salariés), correspondent à des profits qui génèrent une attribution à l'étranger des bénéfices réinvestis et des dividendes versés aux actionnaires étrangers qui contrôlent ces sociétés de gestion. Dans une large mesure, le déficit des revenus d'investissements représente donc la contrepartie des exportations nettes de services financiers.

Conclusion

Pour conclure, les transactions courantes avec le reste du monde se soldent toujours par un surplus en faveur du Luxembourg. Même si ce surplus tend à baisser par rapport au PIB, sur les cinq dernières années il est resté relativement stable autour de 5 % du PIB. Soulignons que la tendance baissière de l'excédent courant ne reflète pas une baisse de la contribution des échanges de biens et services à la

19 Pour un solde des revenus primaires négatif, le niveau du RNB est inférieur au niveau du PIB.

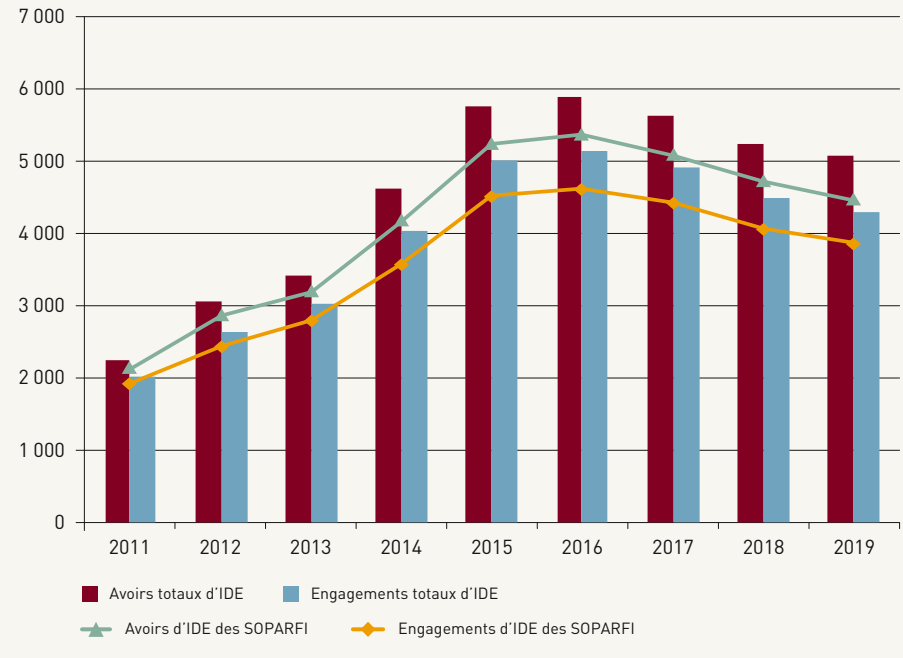
20 Fin 2000, le Luxembourg comptait quelque 92 089 travailleurs non-résidents (36 % de l'emploi salarié total). Fin 2019, le nombre de salariés non-résidents a atteint 204 389, soit 46 % de l'emploi salarié intérieur. Cette progression continue du nombre des frontaliers, ainsi que la hausse du coût salarial moyen, génèrent un creusement du solde négatif pour le revenu des salariés.

croissance économique telle que mesurée par le PIB. Elle implique néanmoins un creusement de l'écart entre le PIB et le RNB.

Cette tendance baissière indique que, par rapport aux décennies précédentes, les revenus qui sont générés au Luxembourg sont davantage attribués aux investisseurs étrangers, en contrepartie de leur apport en capital à l'économie nationale.

c) Baisse des investissements directs étrangers

Graphique 8
Évolution des encours d'investissements directs du Luxembourg
(en milliards d'euros)



Source : BCL

Les revenus d'investissements sont générés par les encours d'avoirs et d'engagements financiers extérieurs. Fin 2019, ceux-ci s'élevaient respectivement à 11 171 milliards d'euros et 11 136 milliards d'euros. Ces encours se composent d'investissements directs, d'investissements de portefeuille, de produits financiers dérivés, et d'autres investissements (dépôts et crédits classiques, crédits commerciaux, autres effets à recevoir ou à payer). Fin 2019, les investissements directs représentaient 45 % de l'encours total d'avoirs financiers extérieurs et 38 % de l'encours total d'engagements. Quant aux investissements de portefeuille, ils représentaient 40 % de l'encours total d'avoirs et 51 % de l'encours total d'engagements.

Les investissements directs sont des investissements transnationaux par lesquels un résident à l'étranger détient le contrôle ou une influence importante sur la gestion d'une entreprise résidente domestique. Outre les participations au capital social qui confèrent le contrôle ou l'influence, les investissements directs incluent aussi les dettes intragroupes et les bénéfices non rapatriés. Le contrôle ou l'influence est présumé établi lorsque l'investisseur direct détient au moins 10 % du capital ou 10 % des droits de vote de l'entreprise investie. Les investissements de portefeuille, quant à eux, correspondent à des détentions de valeurs mobilières uniquement à des fins de placement financier.

Les investissements directs du Luxembourg se concentrent sur les sociétés des participations financières (SOPARFI), qui en représentent près de 90 % tant pour les avoirs (investissements sortants) que pour les engagements (investissements entrants). En ligne avec l'évolution mondiale[21], les encours d'investissements directs au Luxembourg se sont contractés à nouveau en 2019 (-168 milliards d'euros pour les avoirs et -199 milliards d'euros pour les engagements). Cette contraction s'explique par des désinvestissements, qui sont observés depuis le second semestre 2017[22]. Ces

21 Fonds Monétaire International (2019), « The Decline in World Foreign Direct Investment in 2018 », World Economic Outlook d'octobre 2019, pp.38-40.

22 BCL (2020) Bulletin 2020-1, chapitre 1.2.8.2. Le compte financier de la balance des paiements, p.73.

opérations ont concerné quelques SOPARFI qui ont soit restructuré, soit cessé ou délocalisé leurs activités. Des facteurs explicatifs possibles sont la réforme fiscale américaine de 2017 et les changements du contexte international dans le cadre de la lutte contre l'érosion de la base fiscale et les transferts de bénéfices (initiative BEPS de l'OCDE - *Base Erosion and Profit Shifting*).

1.1.4 Le chômage et l'emploi

La pandémie de coronavirus a fortement pesé sur le marché du travail du Luxembourg au cours de l'année 2020.

Le taux de chômage au sens strict[23] a atteint en avril 2020 son plus haut niveau depuis plus de cinq ans (soit 7 % de la population active). Depuis lors, le taux de chômage a graduellement diminué, tout en demeurant nettement au-dessus de son niveau de 2019.

Le taux de chômage au sens strict n'offre toutefois qu'une vue partielle de la situation du chômage. Il convient en effet d'y rajouter les personnes bénéficiant d'une mesure de soutien à l'emploi[24]. D'après les plus récentes données disponibles – qui demeurent provisoires – le taux de chômage au sens large s'est établi à près de 8 % en octobre 2020. Par ailleurs, dans le sillage des mesures de confinement qui ont suivi la propagation du coronavirus, le recours au dispositif de chômage partiel a atteint des niveaux sans précédent au printemps 2020, ce qui a permis (dans un premier temps, en tout cas) de contenir les effets de la crise sur le taux de chômage[25].

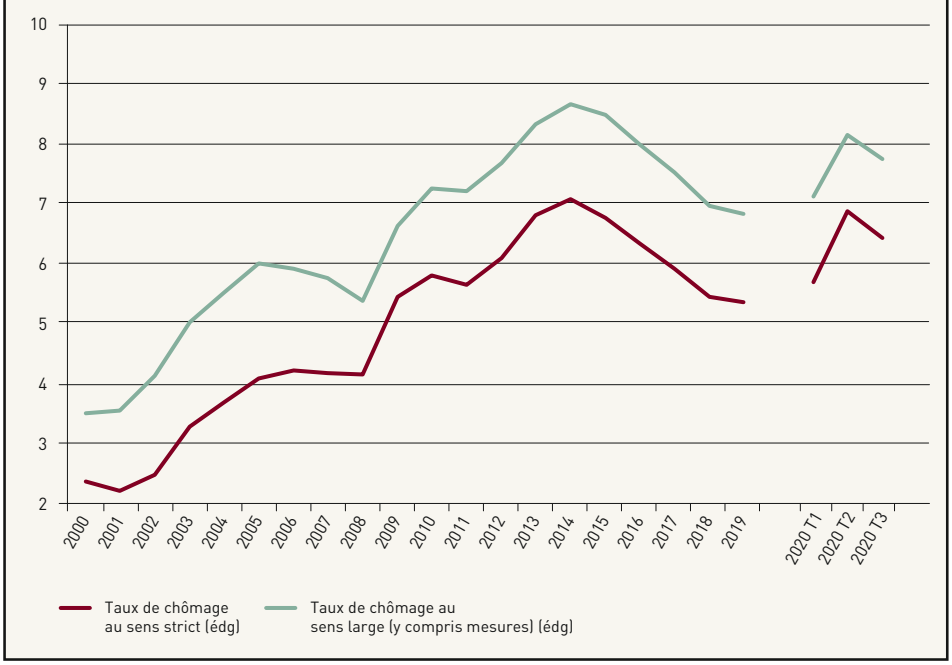
23 Le taux de chômage au sens strict est le rapport entre le nombre de demandeurs d'emploi au sens strict et la population active. La population au chômage inclut les personnes sans emploi, résidant sur le territoire national et inscrites à l'Agence pour le Développement de l'Emploi (ADEM). Sont uniquement considérés les demandeurs d'emploi disponibles, c'est-à-dire ceux qui, à la date du relevé statistique, ne sont ni en congé de maladie depuis plus de sept jours, ni en congé de maternité, ni affectés à une mesure pour l'emploi.

24 L'ADEM propose une panoplie de mesures de soutien destinées aux demandeurs d'emploi et censées améliorer leur employabilité et faciliter leur réinsertion sur le marché du travail. Ces mesures, qui font partie intégrante des politiques « actives » de l'emploi peuvent se décliner sous différentes formes. Sur les dix premiers mois de l'année 2020, 47 % des demandeurs d'emploi concernés étaient affectés à des mesures « spéciales », destinées aux chômeurs non-indemnisés et pris en charge par des associations sans but lucratif (y compris les initiatives syndicales et locales). 21 % des demandeurs d'emploi concernés étaient affectés à des mesures spécialement conçues pour les jeunes chômeurs, suivi des mesures de formation (19 %) et des occupations temporaires indemnisées (8 %). De même, 4 % des mesures étaient destinées aux demandeurs d'emploi âgés de 45 ans ou plus, les salariés à capacité de travail réduite et les salariés handicapés. Il convient de noter que les personnes bénéficiant d'une mesure pour l'emploi ne sont pas considérées comme chômeurs au sens strict et se retrouvent, par conséquent, exclues du champ d'application du taux de chômage officiel. En 2020, la part des demandeurs d'emploi (au sens large) bénéficiant d'une mesure pour l'emploi s'est inscrite à 18 %, soit à un niveau inférieur à la moyenne de long terme (27 %).

25 Le chômage partiel de source conjoncturelle est un dispositif de prévention des licenciements. L'objectif est de permettre aux entreprises de maintenir l'emploi en cas de perte d'activité temporaire et de favoriser un ajustement de la marge intensive du travail, c'est-à-dire des heures travaillées. Or, face à l'ampleur inédite de la crise liée au COVID-19, le dispositif de chômage partiel existant a été temporairement modifié, notamment par une flexibilisation des conditions d'accès. Ces modifications ont renforcé la portée de ce dispositif et, sans doute, son efficacité.

Certaines populations demeurent particulièrement vulnérables face au chômage (voir le graphique 10). La part des chômeurs faiblement qualifiés reste élevée (à 47 %), bien qu'en légère baisse par rapport à 2019. De même, les chômeurs bénéficiant du statut de *salarié handicapé* (SH) ou de *travailleur à capacité de travail réduite* (CTR) représentent encore près de 20 % des demandeurs d'emploi.

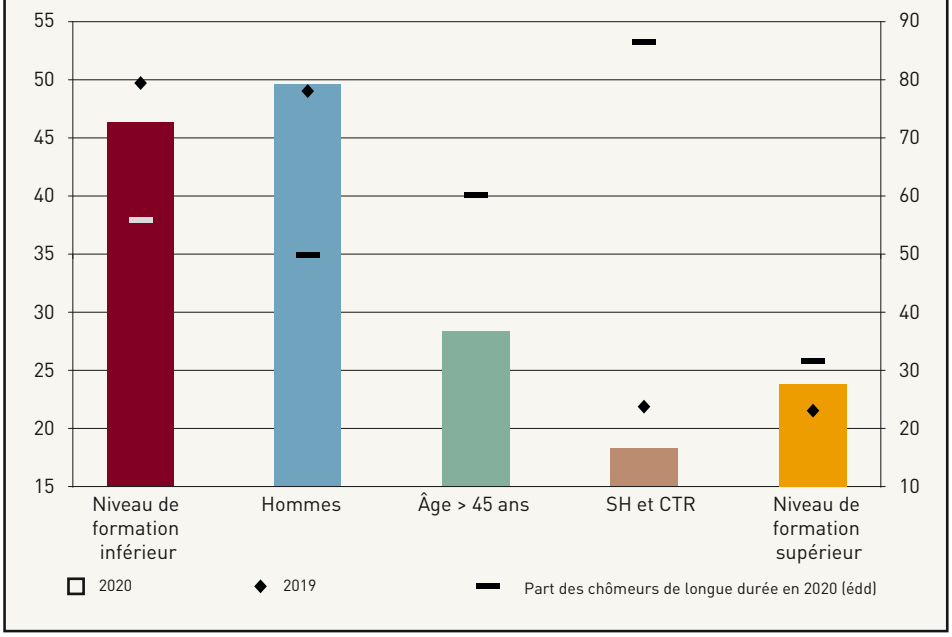
Graphique 9
Taux de chômage
(nombre de chômeurs en % de la population active)



Remarque : En ce qui concerne 2020, les données demeurent provisoires. Le taux de chômage global au sens large (y compris mesures) fait référence aux demandeurs d'emploi au sens strict, auxquels on ajoute ceux qui bénéficient d'une mesure de soutien à l'emploi (voir la note de bas de page n°24 pour plus de détails).

Sources : ADEM, STATEC, calculs BCL

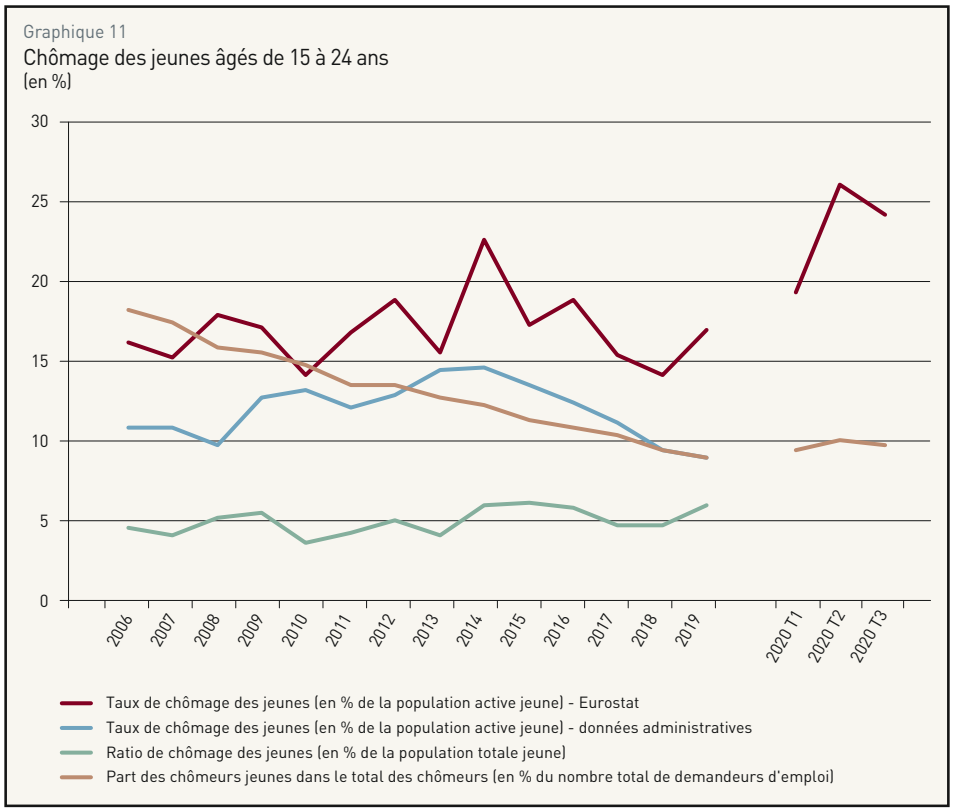
Graphique 10
Décomposition des demandeurs d'emploi selon leurs caractéristiques et part des chômeurs de longue durée (en % du nombre total de chômeurs respectivement en % du nombre de chômeurs dans chaque catégorie)



Remarque: Les données relatives à l'année 2020 demeurent provisoires et ne concernent que les dix premiers mois.

Sources : ADEM, calculs BCL

Graphique 11
Chômage des jeunes âgés de 15 à 24 ans
(en %)



Remarque : Les données relatives à l'année 2020 demeurent provisoires.

Sources : ADEM, EUROSTAT, STATEC, calculs BCL

La crise sanitaire a également eu des répercussions sur la population jeune. Le taux de chômage des jeunes s'est inscrit à 23 % en moyenne au cours des trois premiers trimestres de 2020, après un taux de 17 % l'année précédente. En d'autres termes, près d'un jeune actif sur cinq était à la recherche d'un emploi. Le taux de chômage des jeunes doit cependant être interprété avec prudence dans la mesure où il peut donner une image tronquée de la situation des jeunes sur le marché du travail, en raison de leur faible taux d'activité[26]. Le chômage des jeunes peut dès lors être appréhendé par des indicateurs alternatifs. À mentionner, en premier lieu, le ratio de chômage qui mesure la part de jeunes chômeurs dans la population totale du même âge[27]. Ce ratio s'est établi à 5,9 % en 2019, selon les plus récentes données disponibles. La part de jeunes chômeurs dans le total des chômeurs est un autre indicateur alternatif. Bien qu'en légère hausse par rapport à son niveau de 2019, cette part demeure encore faible d'un point de vue historique (9,7 % en moyenne au cours des trois premiers trimestres de l'année 2020).

En revanche, l'incidence de chômage des jeunes, mesurée par le rapport entre le chômage des jeunes et celui des adultes (âgés de 25 à 54 ans) reste plus importante au Luxembourg que dans la zone euro et s'est même accrue au cours des derniers mois sous l'effet de la crise sanitaire (passant de 3,6 fois en 2019 à 4,4 fois en moyenne sur les neuf premiers mois de 2020).

La sensibilité accrue des jeunes aux aléas conjoncturels s'expliquerait notamment par leur part disproportionnée dans des secteurs davantage exposés au cycle économique ou caractérisés par un fort taux de rotation de l'emploi (comme le secteur de l'HORECA ou le travail intérimaire). En tant que nouveaux entrants sur le marché du travail, les jeunes travailleurs ne bénéficient pas de l'ancienneté qui confère aux travailleurs plus âgés une certaine protection face aux fluctuations du marché. En effet, les coûts de séparation (indemnités de licenciement, coûts indirects liés aux pertes de capital humain, etc.) augmentent en général avec l'ancienneté (et l'âge). Lors de ralentissements de l'activité, les jeunes seraient non seulement pénalisés à la sortie de l'emploi (avec une probabilité de perte d'emploi supérieure à celle de leurs aînés) mais aussi à l'entrée de l'emploi (eu égard à la contraction générale

26 En effet, si une part importante des jeunes participe au système d'éducation et que, simultanément, une grande partie de ceux qui intègrent le marché du travail se retrouve sans emploi, le taux de chômage des jeunes sera très élevé, alors même que ce phénomène ne touche qu'une faible fraction de la population jeune totale. De surcroît, ce taux se base sur des données issues de l'enquête harmonisée sur les forces de travail (telles que publiées par Eurostat) et sont très volatiles (en raison de la taille relativement réduite de l'échantillon national).

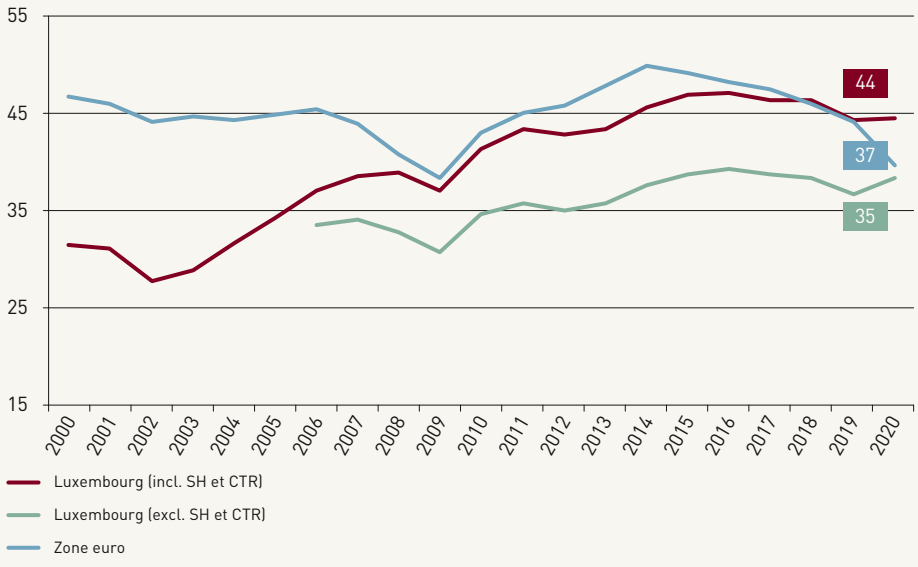
27 Cette définition alternative permet de remédier aux difficultés liées à la taille réduite de la population active jeune.

du nombre de recrutements et à une concurrence accrue provoquée par une population de chômeurs plus importante)[28].

Si à court terme la recherche d'emploi implique inévitablement de courtes périodes de chômage, il convient de s'assurer que cette situation demeure transitoire. Le passage par des périodes de chômage précoce peut en effet peser durablement sur les perspectives d'emploi des jeunes, en particulier lorsque ces périodes sont récurrentes et prolongées.

Le chômage de longue durée reste, pour sa part, élevé. Les populations défavorisées (salariés souffrant d'un handicap ou d'une incapacité de travail partielle, chômeurs âgés et/ou faiblement qualifiés) sont particulièrement exposées à ce fléau.

Graphique 12
Part des chômeurs de longue durée dans le chômage total
(en % du nombre total de chômeurs)

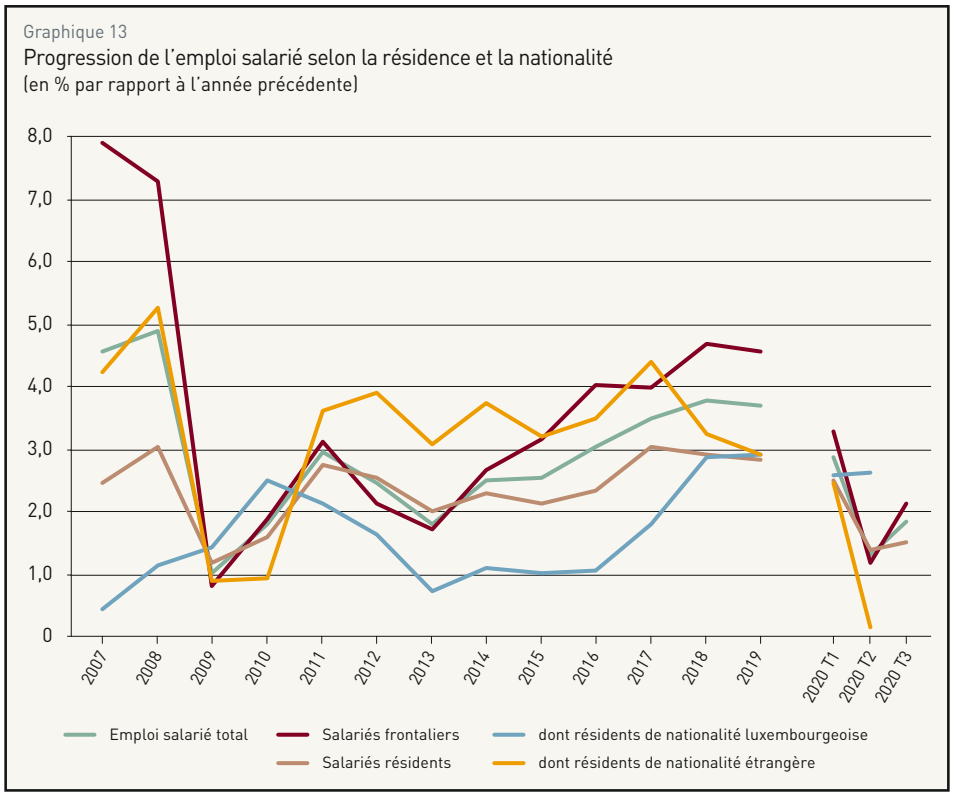


Remarque : En ce qui concerne l'année 2020, les données ne font référence qu'aux deux premiers trimestres pour la zone euro et aux dix premiers mois pour le Luxembourg et demeurent par conséquent provisoires.
SH: salariés handicapés, CTR: salariés à capacité réduite.
Sources : ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

La pandémie de COVID-19 a également eu des répercussions sur l'emploi. La progression annuelle de l'emploi salarié a sensiblement décéléré au deuxième trimestre 2020 (à 1,3 %) avant de se redresser légèrement au trimestre suivant (à 1,9 %). Les salariés frontaliers et les salariés résidents de nationalité étrangère ont particulièrement pâti des effets de la crise en raison de leur surreprésentation dans des secteurs davantage exposés aux fluctuations cycliques ou dans des contrats de travail intérimaires ou temporaires. Selon l'analyse sectorielle, l'évolution annuelle de l'emploi aurait ralenti dans tous les secteurs à l'exception du secteur public au sens large. Au deuxième trimestre 2020 et en base annuelle, l'emploi se serait même contracté dans les services aux entreprises, la branche « commerce, transports et HORECA » et l'industrie.

28 Pour plus d'informations, voir l'encadré n°2 "Emploi, chômage des jeunes et cycle économique" dans le Bulletin BCL 2013/4, pp. 33-45.

Graphique 13
Progression de l'emploi salarié selon la résidence et la nationalité
(en % par rapport à l'année précédente)



Remarque: Les données relatives au troisième trimestre 2020 demeurent provisoires. Par ailleurs, lors de la rédaction de cette partie, la répartition de l'emploi salarié résident par nationalité n'était pas encore disponible en ce qui concerne le troisième trimestre 2020.

Sources : STATEC, calculs BCL

Les mesures de soutien à l'économie ont été d'une ampleur et d'une portée sans précédent et ont permis de contenir les premiers effets négatifs de la pandémie sur le marché du travail luxembourgeois. Le pronostic à court terme et les conséquences à moyen et long terme n'en demeurent pas moins préoccupantes et appellent plus que jamais à la poursuite d'efforts soutenus. Sur la base de recommandations et d'expériences internationales, la lutte contre le chômage passe par des mesures d'incitation, censées favoriser une (ré-)insertion rapide des demandeurs d'emploi sur le marché du travail, couplées à des actions visant à améliorer leur employabilité (via l'éducation, la formation et/ou la reconversion professionnelle). Cette lutte contre le chômage passe cependant et avant tout par une politique de prévention visant à réduire *ex ante* le risque de perte d'emploi et d'enlisement dans le chômage, via le redéploiement des salariés vers des activités de croissance. À cela s'ajoute la mise en place d'une *gouvernance des compétences* permettant l'identification et l'anticipation des besoins des entreprises afin de pallier aux pénuries de compétences actuelles et futures. Un suivi régulier des compétences et qualifications requises par les entreprises permettrait d'améliorer l'orientation (scolaire) des jeunes dès leur plus jeune âge et d'adapter, le cas échéant, l'offre de formation initiale et l'enseignement universitaire.

Le chômage, en particulier le chômage de longue durée, reste un fléau lourd de conséquences sociales, économiques et financières. Outre les implications directes en termes de revenus pour les personnes à la recherche d'un emploi, le chômage a également des répercussions directes sur les finances publiques. Le coût budgétaire associé à l'ensemble des mesures de soutien à l'emploi a progressé de 379 millions d'euros en 2008 à 712 millions d'euros en 2019. Les dépenses totales du Fonds pour l'emploi sont ainsi passées de 1,0 % du PIB nominal en 2008 à 1,5 % en 2013 avant de diminuer à 1,1 % en 2019[29].

Pour 2020, l'État estime les dépenses du Fonds pour l'emploi à près de 2 milliards d'euros (ou 3,3 % du PIB nominal), ce qui constitue un record absolu[30]. Cette hausse marquée s'explique par les mesures mises en place par le gouvernement afin d'endiguer les effets néfastes de la pandémie de COVID-19 sur

29 À ces coûts de court terme viennent s'ajouter des coûts à plus long terme : des coûts directs liés au vieillissement de la population qui risque de mettre en péril la soutenabilité des finances publiques et des coûts indirects liés à l'éloignement progressif de la vie active de certaines franges de la population, synonyme d'une obsolescence graduelle de leurs compétences et d'un effet négatif sur le potentiel de croissance de l'économie.

30 Ces dépenses ont été financées par une dotation extraordinaire de 900 millions d'euros qui est venue s'ajouter à l'alimentation normale du Fonds pour l'emploi, telle que prévue dans le budget 2020 pour l'année 2020.

le marché du travail et en particulier, la flexibilisation du dispositif de chômage partiel.

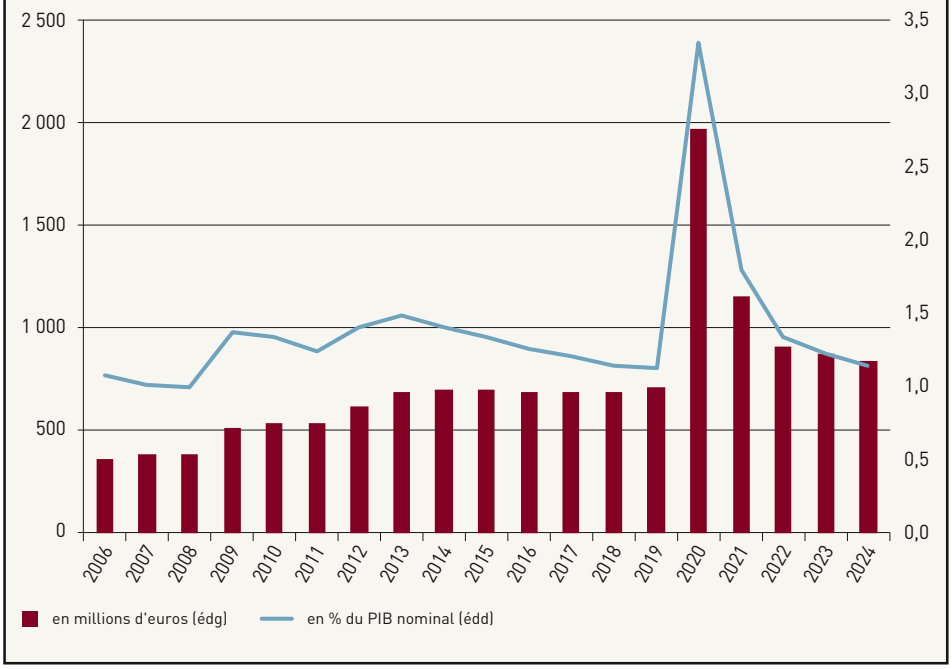
Pour 2021, l'État prévoit une participation aux dépenses courantes du Fonds pour l'emploi qui se réduirait à 1,8 % du PIB[31] (avant de s'établir à 1,2 % en moyenne au cours des trois années suivantes).

1.1.5 Les coûts salariaux unitaires et le coût salarial moyen

L'évolution des coûts salariaux unitaires[32] au Luxembourg par rapport aux autres pays de la zone euro est un élément important de la compétitivité-coût.

Le graphique ci-après compare l'évolution des coûts salariaux unitaires du Luxembourg et de plusieurs autres pays européens par rapport à l'évolution de ces coûts en Allemagne[33] [34]. Sous la pression de la crise financière de

Graphique 14
Évolution des dépenses du Fonds pour l'emploi
(en millions d'euros et en % du PIB nominal)



Remarque: Les données relatives aux années 2020 à 2024 font référence aux dépenses telles que prévues dans le projet de budget 2021 et la programmation pluriannuelle 2020-2024.

Sources : STATEC, projet de budget 2021, programmation pluriannuelle 2020-2024, calculs BCL

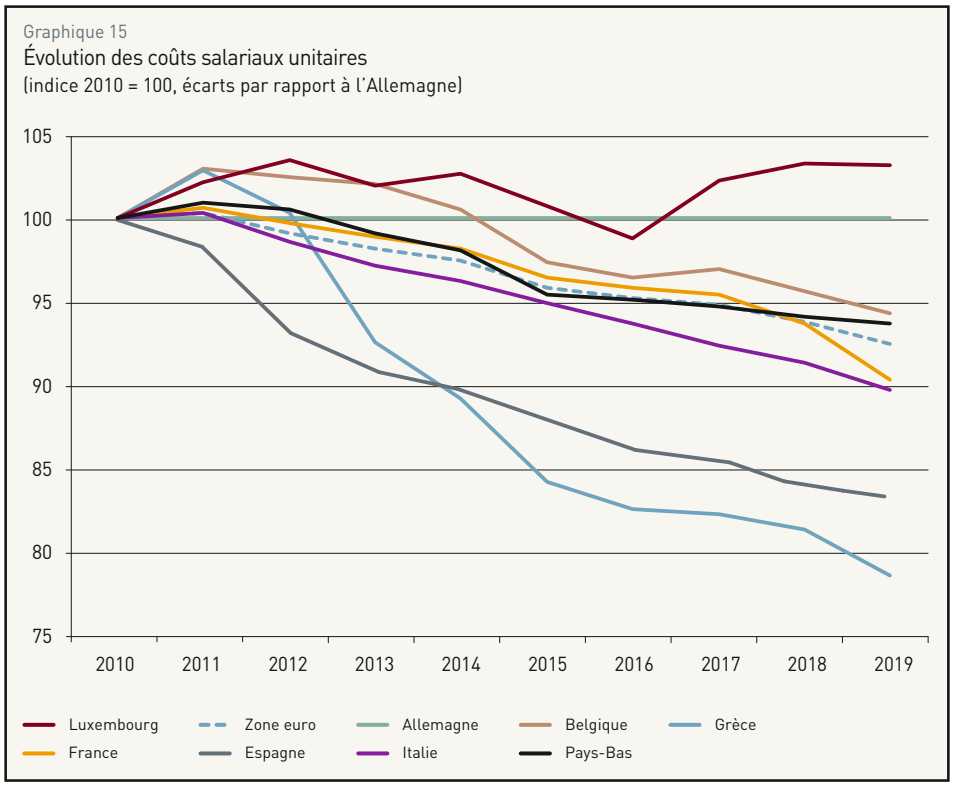
31 Cette participation résulte du produit de l'impôt de solidarité, de la contribution sociale prélevée sur les carburants, du produit de 2,2 % de l'impôt sur la fortune et d'une dotation normale (ou extraordinaire). Plus en détail, le produit de l'impôt de solidarité s'est inscrit en forte hausse au cours des dernières années, passant de 122 millions d'euros en 2008 à 592 millions d'euros en 2019 (avant de diminuer, selon les prévisions du gouvernement, à 542 millions en 2020). De son côté, la contribution sociale prélevée sur les carburants s'est progressivement inscrite en baisse, passant de 142 millions d'euros en 2008 à 135 millions d'euros en 2019 (et 93 millions en 2020). Le produit de 2,2 % de l'impôt sur la fortune (qui concerne uniquement les sociétés) versé au Fonds pour l'emploi devrait passer de 15 millions d'euros en 2018 à 17 millions d'euros en 2019 avant de redescendre à 15 millions l'année suivante. Dans le même temps, la dotation normale de l'État au Fonds pour l'emploi est passée de 50 millions d'euros en 2008 à 10 millions d'euros en 2019 (et 5 millions en 2020), après avoir atteint un pic de 190 millions d'euros en 2012. Pour 2021, le gouvernement prévoit une augmentation de la dotation normale de l'État à 110 millions d'euros.

32 Les coûts salariaux unitaires (nominaux) se calculent en rapportant le coût salarial moyen (rémunération des salariés divisée par le nombre d'heures travaillées ou par le nombre de salariés) à la productivité du travail (PIB en volume divisé par le nombre total d'heures travaillées ou par l'emploi total). Il convient de rappeler que l'indicateur des coûts salariaux unitaires n'est pas une statistique parfaite et que son évolution est conditionnée par divers aspects d'ordre méthodologique. Cependant, il nous semble que les différentes qualifications ne remettent pas en cause les tendances de long terme de cet indicateur, ni les implications qui en découlent.

33 Le choix de l'Allemagne comme point de repère se justifie par son importance économique en Europe. Les difficultés de l'Allemagne à endiguer la montée du chômage l'ont amenée à reformer en profondeur son marché du travail au début des années 2000, ce qui a favorisé une modération salariale. *Ex post*, ce processus d'ajustement a permis à l'Allemagne de relancer sa croissance économique et de réduire sensiblement son taux de chômage, le tout dans un contexte de finances publiques proches de l'équilibre.

34 Il convient de noter que le choix de l'année de départ peut avoir une influence sur les résultats de l'analyse dans la mesure où l'évolution des coûts salariaux est comparée au niveau observé au cours de cette année de référence qui sert en quelque sorte de « point d'équilibre ». Dans le présent avis, nous avons décidé de prendre comme année de référence l'année 2010. Si on analysait l'évolution des coûts salariaux unitaires sur base d'un graphique similaire mais en prenant comme année de référence une année plus lointaine (par exemple l'année 2000), ce changement aurait pour conséquence de modifier l'apparence du graphique, sans pour autant modifier la conclusion générale de l'analyse. Dans ce cas, on observerait un creusement de l'écart des coûts salariaux unitaires par rapport à l'Allemagne ; une évolution qui n'est pas visible sur ce graphique. Ceci s'explique tout simplement par le fait que la réforme du marché du travail allemand, au début des années 2000, lui a permis de connaître aujourd'hui une progression salariale plus forte qu'antérieurement et supérieure à la moyenne de la zone euro.

Graphique 15
Évolution des coûts salariaux unitaires
(indice 2010 = 100, écarts par rapport à l'Allemagne)



Sources : Eurostat, calculs BCL

2008 et de la récession qui s'en est suivie, la majorité des pays repris dans notre analyse ont entamé un processus d'ajustement. Le Luxembourg ne s'est engagé dans cette voie qu'après 2014. Sur la base des informations disponibles à l'heure actuelle, cet ajustement a permis aux coûts salariaux unitaires (relatifs) de s'établir, en 2016, à un niveau inférieur à celui observé en 2008. Selon les plus récentes données disponibles, les coûts salariaux unitaires auraient à nouveau progressé depuis 2017.

Par ailleurs, le recul des coûts salariaux unitaires entre 2014 et 2016, tel qu'observé sur le graphique ci-avant, doit être interprété avec prudence. En effet, ce graphique illustre l'évolution des coûts salariaux unitaires relatifs, c'est-à-dire par rapport à l'Allemagne. Cette diminution reflète une hausse de la productivité plus importante au Luxembourg qu'en Allemagne, couplée à une progression du coût salarial moyen plus faible[35]. Cependant, comme le démontre le graphique ci-après, qui retrace l'évolution propre du Luxembourg et non en comparaison à celle de l'Allemagne, les coûts salariaux unitaires ont connu une quasi-stabilisation (plutôt qu'une baisse) sur cette période[36].

Au Luxembourg, l'augmentation marquée des coûts salariaux unitaires observée depuis 2017 est le reflet d'un léger recul de la productivité apparente du travail[37] et d'une hausse persistante du coût salarial.

35 Au Luxembourg, les coûts salariaux unitaires ont augmenté de 22 % entre les années 2000 et 2007, de 27 % entre 2008 et 2014 et de 11 % depuis 2015. À titre de comparaison, en Allemagne, ces coûts ont diminué de 2 % entre 2000 et 2007 et ont augmenté de respectivement 16 % et 11 % au cours des deux sous-périodes subséquentes.

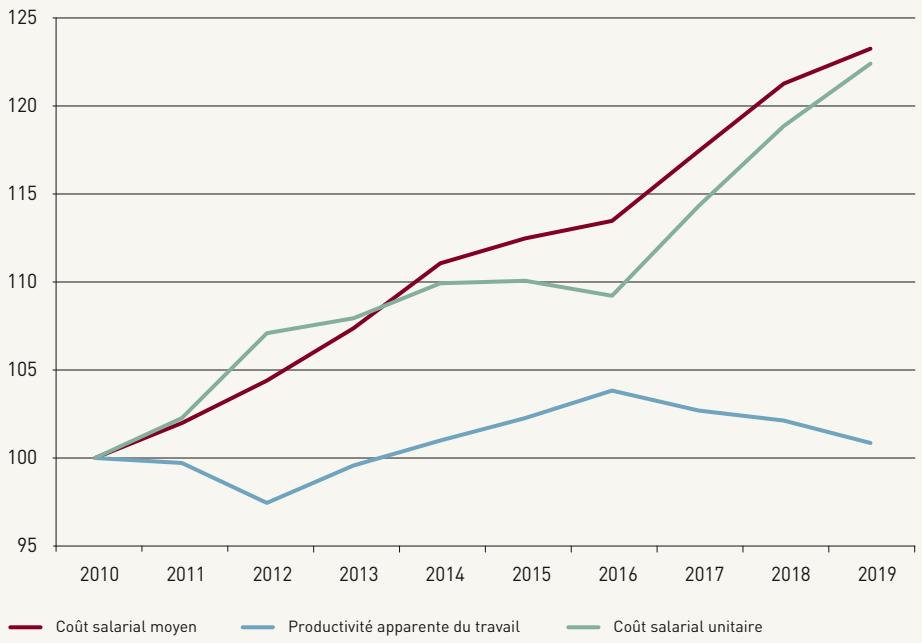
36 Dans le cas présent, le choix de l'année de base n'a pas d'impact sur les résultats et ne modifie pas les conclusions de l'analyse.

37 Rappelons que la productivité apparente du travail est généralement mesurée en rapportant la richesse créée (PIB ou valeur ajoutée en volume) au facteur travail utilisé dans le processus de production (nombre d'heures travaillées ou nombre de personnes en emploi). La productivité apparente du travail « ne tient compte que du seul facteur travail comme ressource mise en œuvre ». Le terme « apparente » rappelle que la productivité dépend de l'ensemble des facteurs de production et de la façon dont ils sont combinés. » (Source : Institut National de la Statistique et des Études Économiques (INSEE) – Définitions, méthodes et qualité).

L'analyse des coûts salariaux unitaires montre que le marché du travail luxembourgeois ne s'est ajusté que de manière partielle à la baisse de la productivité et à la croissance tendanciellement plus faible[38].

Finalement, la pandémie de coronavirus et ses effets sur l'activité économique devraient se traduire par une hausse marquée des coûts salariaux unitaires en 2020, reflétant principalement la diminution de la productivité du travail, elle-même imputable à une contraction du PIB plus forte que le recul de l'emploi (ou des heures travaillées).

Graphique 16
Évolution du coût salarial moyen et de la productivité du travail au Luxembourg
(indice 2010 = 100)



Sources : STATEC, calculs BCL

1.1.6 L'inflation

Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)

Au cours des dix premiers mois de 2020, l'inflation globale s'est établie à 0,1 % en moyenne, en fort recul par rapport à 2019 (1,6 %). Cette hausse des prix atone est principalement due à la décélération des prix de l'énergie qui se sont effondrés au deuxième trimestre. La composante des services a également pesé sur l'inflation globale suite à la mise en place de la gratuité des transports publics en mars 2020. Les prix des biens alimentaires ont en revanche affiché une forte hausse durant le confinement avant de connaître une évolution plus modérée par la suite.

Les effets de la crise sanitaire du COVID-19 sur l'inflation ont été multiples, faisant apparaître des effets à la hausse et à la baisse avec pour conséquence un impact total sur l'inflation globale relativement faible. Cette conjonction des effets positifs et négatifs peut s'expliquer par la nature de la crise actuelle. Le choc d'offre négatif – les arrêts de la production et la rupture des chaînes d'approvisionnement, la mise en place de mesures d'hygiène – a eu un effet haussier sur les prix de certains biens et services à travers des coûts de production plus élevés. Son incidence sur l'inflation globale a cependant été contrebalancée par un choc de demande négatif. La fermeture temporaire des magasins non-essentiels, les restrictions sur les voyages, la perte de pouvoir d'achat des ménages qui se sont retrouvés au chômage partiel et la réticence des ménages à dépenser dans un contexte d'incertitude élevée ont tous pesé à la baisse sur les prix de certains prix et services.

38 En 2019, soit neuf années après la fin de la récession économique de 2008, la productivité apparente demeure inférieure à son niveau d'avant-crise (-4,4 % lorsqu'exprimée en termes d'heures travaillées et -8,1 % lorsqu'exprimée en termes de personnes en emploi).

Tableau 4 :

Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) (en taux de variation annuel, sauf indication contraire)

	2017	2018	2019	2020*
IPCH	2,1	2,0	1,6	0,1
IPCH à taxation indirecte constante	2,0	1,9	1,7	0,0
IPCH à l'exclusion de l'énergie	1,6	1,2	1,6	1,5
IPCH à l'exclusion de l'énergie et à taxation indirecte constante	1,5	1,1	1,8	1,4
IPCH biens alimentaires	2,4	2,1	1,7	2,1
IPCH prix administrés	0,7	-2,2	2,7	-1,0
IPCH loyers	1,2	1,3	1,3	1,2
Prix du baril de pétrole en $	54,4	71,1	64	41,6
Prix du baril de pétrole en €	48	60	57	37

Sources: STATEC, Eurostat, calculs BCL., : 10 premiers mois de 2020*

Indice des prix à la consommation national (IPCN)

La dynamique de l'inflation mesurée sur la base de l'IPCN est généralement similaire à celle issue de l'IPCH. Néanmoins, en raison de pondérations différentes, notamment des parts de l'énergie et du tabac relativement moins élevées dans l'IPCN que dans l'IPCH, le niveau des taux d'inflation peut diverger de manière significative. Ce fut le cas en 2020, étant donné l'importance de la contribution négative de la composante énergie. L'inflation mesurée sur la base de l'IPCN a atteint 0,9 % en moyenne lors des dix premiers mois de 2020. Cela représente une forte décélération par rapport à 2019 mais néanmoins moins marquée que pour l'IPCH.

Tableau 5 :

Indice des prix à la consommation national, données historiques et prévisions (en taux de variation annuel) **et révisions de ces prévisions** (en p.p.)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Données historiques	1,7	1,5	1,7	0,9*				
Projet de budget 2021 et prog. pluriannuel				0,9	1,3	1,3	1,6	1,8
STATEC (novembre 2020)				0,9	1,8			
BCL (juin 2020)				0,6	1,3	1,7		
BCL (mise à jour des projections de juin 2020)				0,9 (+0,2)	1,5 (+0,2)	1,6 (-0,1)	1,7	

Sources : STATEC, projet de budget 2020, BCL. : 10 premiers mois de 2020*

En 2021, l'inflation devrait accélérer, influencée par l'évolution à la hausse des prix de l'énergie et l'accélération de l'inflation des services suite à la fin de l'effet de base négatif lié à la gratuité des transports publics. Les prix de l'énergie, au-delà d'un effet de base positif lié aux faibles niveaux observés en 2020, seraient soutenu par l'introduction de la taxe carbone en 2021, dont l'impact sur l'IPCN est estimé par le STATEC à +0,4 p.p.[39]. L'inflation des services et, d'une manière plus générale l'inflation globale, resteraient néanmoins relativement modérée dans le contexte d'une stagnation de l'échelle mobile des salaires et d'un taux de chômage en progression. Le projet de budget 2021 anticipe une progression de l'IPCN de 1,3 % en 2021 qui n'intègre vraisemblablement pas l'impact de la taxe CO_2 et qui serait donc inférieur aux

39 Voir les prévisions d'inflation du STATEC du 9/11/2020, STATNEWS N°35

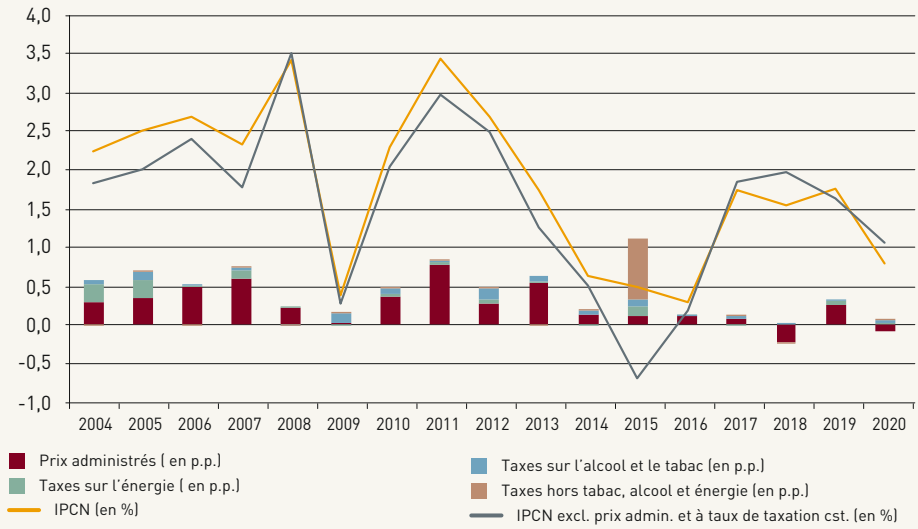
dernières projections du STATEC et de la BCL (mise à jour des projections de juin 2020).[40]

Le programme pluriannuel anticipe ensuite une stabilisation de l'inflation en 2022 et une accélération en 2023 alors que la BCL projette une accélération plus progressive sur ces deux années.

Incidence directe des mesures gouvernementales sur les prix à la consommation[41]

Les prix administrés[42], qui avaient enregistré un recul de 2,2 % en 2018, devraient à nouveau connaitre une évolution négative en 2020 après le rebond enregistré en 2019. Ce recul s'explique principalement par la mise en place de la gratuité des transports publics en mars.

Graphique 17
Inflation et contributions de mesures gouvernementales à l'inflation (respectivement en taux de variation annuels et en points de pourcentage)[43]



Sources : STATEC, calculs BCL

En général, les prix administrés connaissent une évolution plus importante que les autres prix à la consommation. Ceci n'a toutefois pas été le cas depuis 2014, période durant laquelle l'inflation des prix administrés a été inférieure à l'inflation sous-jacente, qui exclut les prix de l'énergie.

Pour quantifier l'incidence directe des mesures sur les prix à la consommation, en sus des prix administrés, il convient aussi de tenir compte des changements de la taxation indirecte. Ces changements concernent principalement les adaptations du niveau des accises sur le tabac et les carburants ainsi que des adaptations des taux de TVA.

Comme illustré par les bâtons du graphique 17, à l'exception notable de l'augmentation générale des taux de TVA en 2015, la contribution des mesures à l'inflation globale s'est considérablement réduite depuis 2014. La contribution des prix administrés a ainsi été relativement faible de 2014 à 2017 et, comme indiqué ci-dessus, négative en 2018. Après avoir connu un rebond en 2019, la contribution des prix administrés a été négative lors des dix premiers mois de 2020. Sur la même période et à l'exception de 2015, la contribution des taxes sur l'énergie a été soit très faible, soit négative. 2019 fait toutefois figure d'exception. La hausse des accises sur le diesel et l'essence qui avait eu lieu en mai 2019, a impliqué une contribution à l'inflation légèrement positive des taxes sur l'énergie. Cela

40 Sans informations plus précises sur le timing de l'introduction de cette mesure, nous avons supposé dans le cadre de nos projections que la taxe carbone serait introduite pleinement en janvier 2021.

41 Les détails méthodologiques sous-jacents aux estimations de l'incidence des mesures gouvernementales sur les prix à la consommation ont été présentés dans l'encadré 1 du bulletin 2019/3 de la BCL.

42 Les prix administrés regroupent les prix à la consommation qui sont fixés ou régulés par l'État. Le sous-indice est compilé selon une méthodologie commune développée par Eurostat. Sa composition est spécifique à chaque pays et est déterminée en collaboration avec les instituts de statistiques nationaux. Pour les détails, voir sous https://ec.europa.eu/eurostat/documents/272892/272989/HICP-AP_Definitions_Explanations.pdf.

43 Les contributions (les bâtons sur le graphique), qui correspondent aux taux de variation annuels des sous-composantes multipliés par leurs poids respectifs dans l'indice global, sont liées à la différence entre les deux courbes, mais ne sont pas égales à celle-ci.

devrait à nouveau se reproduire de 2021 à 2023 avec l'introduction de la taxe CO_2, avec toutefois des incidences plus importantes puisque le rehaussement des accises serait également de plus grande ampleur.

Sur le même graphique, les courbes représentent respectivement le taux d'inflation annuel de l'IPCN et de l'IPCN à l'exclusion des prix administrés et à taux de taxation indirecte constants. Ce dernier taux est représentatif de l'inflation telle qu'elle aurait été sans mesures gouvernementales. De 2004 à 2016, l'inflation globale (IPCN) a toujours été plus importante (ou confondue) que l'inflation excluant les mesures gouvernementales. Ce ne fut toutefois pas le cas en 2017, 2018 et 2020 où l'exclusion des mesures gouvernementales donne lieu à une inflation plus élevée que l'inflation globale.

Échelle mobile des salaires (EMS)

Sur la base du projet de budget de 2021, la progression de l'échelle mobile des salaires est estimée à 2,5 % en 2020, 0,0 % en 2021 et 1,5 % en 2022. Ce résultat implique que l'échéance du paiement de la prochaine tranche indiciaire est prévue pour juin 2022. Il n'y aurait donc pas de tranche indiciaire en 2021. La tranche indiciaire subséquente aurait lieu fin 2023.

Notons que l'augmentation des accises dans le cadre de l'introduction de la taxe CO_2 en 2021, et de ses rehaussements subséquents en 2022 et 2023, sera neutralisée dans l'indice IPCN servant de base aux calculs pour l'échelle mobile des salaires.

Tableau 6 :

Échelle mobile des salaires, données historiques et prévisions (en taux de variation annuel)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Données historiques	2,5	1,0	1,4	2,5*			
Projet de budget 2021				2,5	0,0	1,5	1,2
BCL (juin 2020)				2,5	0,0	1,7	
BCL (mise à jour des projections de juin 2020)				2,5	0,0	1,7	1,4

Sources : STATEC, projet de budget, BCL. : 10 premiers mois de 2020*

L'inflation influence les finances publiques à la fois du côté des recettes et du côté des dépenses.

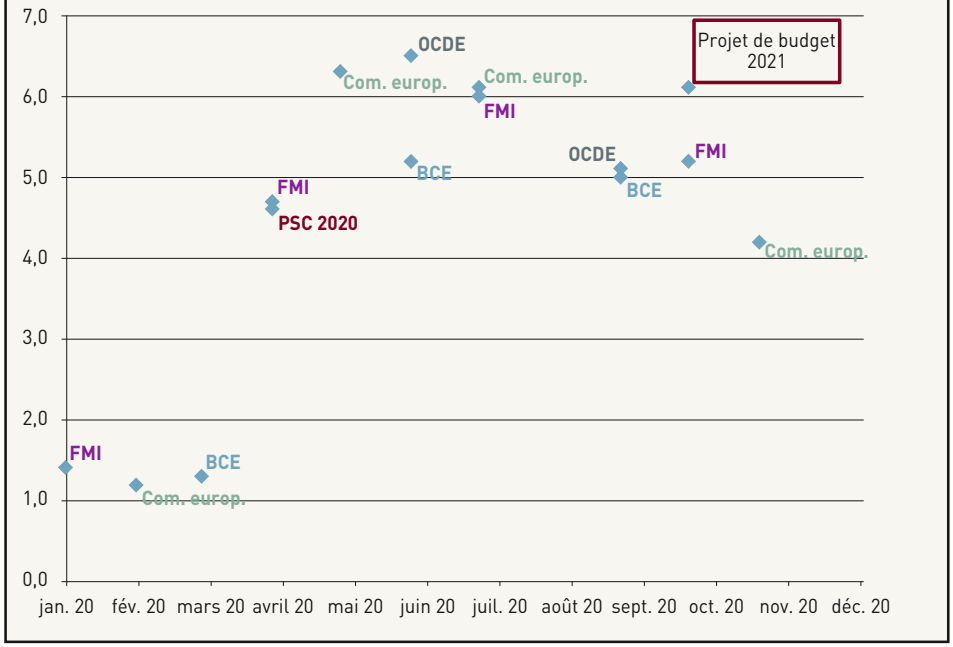
L'évolution de l'inflation en 2021 contenue dans le projet de budget paraît un peu faible et reste, dans tous les cas, sensible aux changements possibles dans les hypothèses portant notamment sur le prix du pétrole. En général, si l'inflation s'avérait être plus importante que prévu, cela pourrait se solder par une progression plus importante des dépenses des administrations publiques, entre autres à travers une plus forte progression des salaires nominaux, des transferts sociaux mais également d'autres coûts et frais (consommation intermédiaire). Mais, une inflation plus importante impliquerait également une plus forte progression des impôts directs à la charge des ménages. L'effet net de l'inflation sur les finances publiques est en général incertain, mais aussi d'ampleur limitée.

* Les contributions (les bâtons sur le graphique), qui correspondent aux taux de variation annuels des sous-composantes multipliés par leurs poids respectifs dans l'indice global, sont liées à la différence entre les deux courbes, mais ne sont pas égales à celle-ci.

1.2 LES PERSPECTIVES DE CROISSANCE À COURT TERME

1.2.1 La zone euro

Graphique 18
Évolution des projections du PIB réel au Luxembourg pour l'année 2021
(en %)



Sources : BCE, CE, FMI, OCDE, projet de budget 2021, STATEC, calculs BCL

Alors que les prévisions de croissance pour la zone euro en 2021 s'établissaient entre 1,2 % et 1,4 % début 2020, la crise du COVID-19 a complètement modifié le paysage macroéconomique. La chute du PIB anticipée pour 2020 implique mécaniquement un rebond important en 2021. Depuis le printemps, les prévisions de croissance pour 2021 ont dès lors été très élevées. Ces dernières ont néanmoins eu tendance à être révisées à la baisse en cours d'année à mesure que la chute du PIB attendue pour 2020 se révélait être amoindrie et que la crise du COVID-19 s'inscrivait dans la durée, vraisemblablement au-delà de 2020. Pour l'année 2021, la Commission européenne est ainsi passée d'une projection de 6,0 % en juillet à 4,2 % en novembre.

Aucune institution internationale n'a, à ce stade, présenté un scénario macroéconomique qui intègre les conséquences de la découverte d'un vaccin contre le COVID-19 à la fin de l'année 2020 et dont le déploiement pourrait commencer au tournant de l'année 2020/2021.

Selon les projections des services de la BCE de septembre 2020, la croissance du PIB réel pour la zone euro en 2021 s'établirait à 5,0 % (voir tableau 7). Par rapport à l'exercice précédent (juin 2020), les projections de croissance ont été revues à la baisse de 0,1 p.p.

Tableau 7 :
Projections des services de la BCE de septembre 2020 pour la zone euro (en %) et révisions par rapport à l'exercice de juin 2020 (en p.p.)

	PROJECTION DES SERVICES DE LA BCE DE SEPTEMBRE 2020			RÉVISIONS DEPUIS JUIN 2020		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
PIB réel	-8,0	5,0	3,2	0,7	-0,1	0,0
IPCH	0,3	1,0	1,3	0,0	0,2	0,0
Emploi	-2,3	0,1	1,3	0,5	-0,3	-0,2
Taux de chômage	8,5	9,5	8,8	-1,2	-0,6	-0,3
Déficit public (en % du PIB)	-8,8	-4,9	-3,6	-0,3	-0,1	0,2

Source : BCE

Le projet de budget, qui suppose une croissance de 6,1 % en 2021, adopte quant à lui une position relativement optimiste, plus en phase avec les projections réalisées par les institutions internationales au début de l'été 2020.

1.2.2 Le Luxembourg

Les tableaux ci-dessous comparent les projections macroéconomiques pour le Luxembourg pour les années 2020 et 2021 telles qu'elles ont été publiées par le gouvernement dans le programme de stabilité et de croissance d'avril 2020 (PSC), le STATEC (Note de conjoncture du 11 juin 2020), la Commission européenne (5 novembre 2020), ainsi que les projections contenues dans le projet de budget 2021.

Les projections du projet de budget 2021 correspondent à celles présentées par le STATEC dans sa note de septembre 2020[44], à l'exception des estimations de l'écart de production.

Tableau 8 :

Comparaison des projections macroéconomiques pour le Luxembourg pour 2020 (en % sauf mention contraire)

	PSC (AVRIL 2020)	STATEC NDC 1-20	PROJET DE BUDGET 2021	COMMISSION EUROPÉENNE
	2020			
PIB réel	-6,0	-6,0	-6,0	-4,5
PIB nominal	-6,6	-6,7	-7,0	-4,7
Déflateur du PIB	-0,6	-0,7	-1,0	-0,2
Emploi total	0,7	0,8	1,9	2,0
Coût salarial moyen	-	-5,4	-5,8	-5,3
Solde des administrations publiques (en % du PIB)	-8,5	-5,9	-7,4	-5,1

Sources : PSC, projet de budget 2021, CE, STATEC

Tableau 9 :

Comparaison des projections macroéconomiques pour le Luxembourg pour 2021 (en % sauf mention contraire)

	PSC (AVRIL 2020)	STATEC NDC 1-20	PROJET DE BUDGET 2021	COMMISSION EUROPÉENNE
	2021			
PIB réel	7,0	7,0	7,0	3,9
PIB nominal	9,3	9,6	9,0	5,3
Déflateur du PIB	2,2	2,6	2,0	1,4
Emploi total	1,0	1,0	1,9	2,0
Coût salarial moyen	-	4,6	6,1	2,3
Solde des administrations publiques (en % du PIB)	-3,0	-2,8	-2,7	-1,3

Sources : PSC, projet de budget 2020, CE, STATEC

Il faut noter que, contrairement au cycle de publication normal, les estimations de la comptabilité nationale pour l'année 2019 n'ont pas été actualisées en octobre et que leur mise à jour a été reportée vers la fin de l'année 2020. Cela implique que les projections macroéconomiques se basent sur les données des comptes nationaux de mars 2020. Il s'agit donc de la première estimation des données de l'année 2019 et qui est basée sur les comptes nationaux trimestriels dont on sait qu'elle peut être

44 STATEC (2020) Projections macroéconomiques à moyen terme, 2020-2024, Analyse N°5-2020 (septembre).

sujette à des révisions importantes[45]. Des révisions des données historiques peuvent à leur tour avoir des incidences sur les projections des agrégats macroéconomiques, en l'occurrence celles relatives à la 1ère année qui suit les données.

Pour ce qui est de l'année 2020, l'activité économique sera fortement marquée par la propagation du coronavirus (COVID-19) depuis le début de l'année, qui a constitué un choc majeur pour l'économie non seulement au Luxembourg, mais aussi au niveau mondial. La variation du PIB en volume serait de -6,0 %. Cette chute de l'activité économique serait la plus importante dans l'histoire récente de l'économie luxembourgeoise (depuis la compilation des données de la comptabilité nationale selon le SEC95/2010) et de surcroît supérieure à la chute cumulée du PIB en volume survenue lors de la crise économique et financière de 2008/2009[46]. Elle proviendrait principalement de la perte d'activité suite aux mesures de restriction prises par le gouvernement, entre autres la fermeture des chantiers et des magasins non essentiels, des restaurants et des cafés, afin de contenir la propagation du coronavirus au premier semestre 2020.

Comme indiqué dans le projet de budget, le scénario central se base sur des hypothèses qui ont été arrêtées au 31 août et qui ne prévoient pas une nouvelle vague significative d'infections à la fin de 2020. En l'absence de nouvelles mesures sanitaires, l'activité économique, qui a déjà rebondi au troisième trimestre 2020, poursuivrait son expansion à la fin de l'année et qui s'étalerait également sur l'année 2021. Ceci impliquerait un fort rebond en 2021 avec une croissance économique projetée de 7,0 %.

La projection du PIB en volume est restée inchangée par rapport à celle incluse dans le PSC 2020. Ceci est quelque surprenant étant donné que les projections des autres agrégats macroéconomiques ont toutes été adaptées.

Pour mieux refléter l'incertitude entourant les projections, le projet de budget présente également deux scénarios alternatifs (favorable et défavorable) qui, chacun, se basent sur des hypothèses différentes quant à l'évolution de la pandémie. Le graphique 19 compare l'évolution du PIB réel en niveau dans les différents scénarios avec la trajectoire dans le budget 2020. En général, l'incertitude entourant une projection macroéconomique est particulièrement élevée en temps de crise. Cela s'applique non seulement sur l'estimation du choc à court terme, mais aussi sur la reprise de l'activité économique à moyen terme.

À l'heure actuelle, il est impossible de prévoir l'évolution de la pandémie et par conséquent, une grande incertitude entoure les incidences de cette dernière sur l'activité économique.

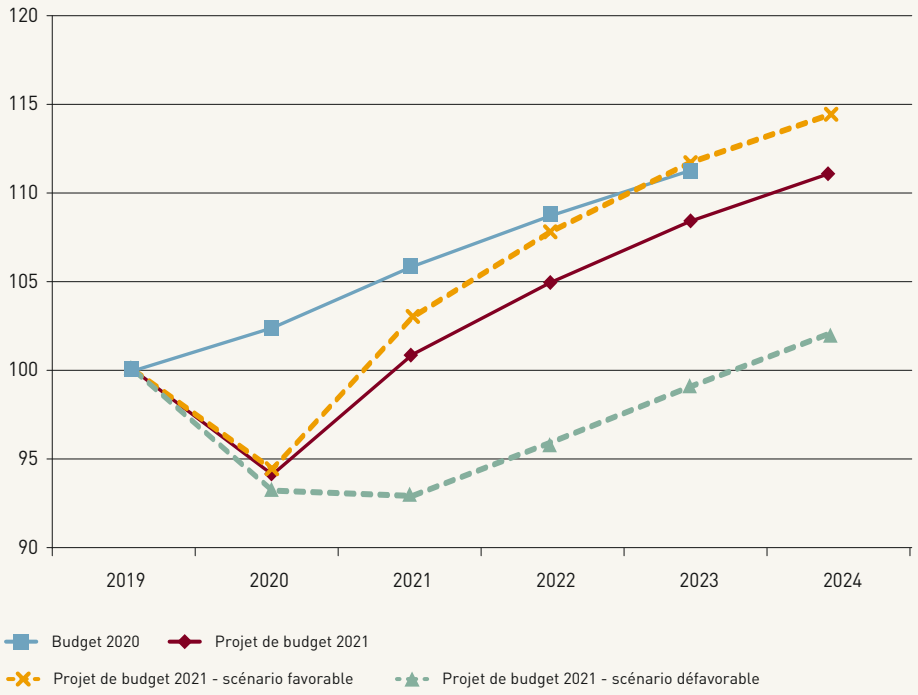
Pour l'année 2020, les trois scénarios sont très proches l'un de l'autre, ce qui est normal puisque la différenciation ne peut s'appliquer que sur la partie restante de l'année, de la date d'arrêté des projections jusqu'à la fin de l'année, soit quatre mois au total. Ainsi, selon le projet de budget 2021, la variation du PIB en volume serait au mieux de -5,7 % (scénario favorable) et au, pire, de -6,8 % (scénario défavorable).

Les scénarios se différencient au niveau de la relance du PIB réel qui surviendrait par la suite. Ainsi, pour l'année 2021, selon le projet de budget, la variation du PIB en volume pourrait être de +8,3 % (scénario favorable, soit +1,7 p.p. par rapport au scénario central), alors que, dans le scénario défavorable, la croissance du PIB pourrait être négative pour une deuxième année consécutive (-0,4 %, soit -7,4 p.p. par rapport au scénario central).

45 Voir Bob Krebs (2019) *Revisions to Quarterly National Accounts data in Luxembourg*, Cahier d'études N°136 de la BCL.

46 En respectivement 2008 et 2009, le PIB en volume avait chuté de -1,3 % et de -4,4 %, soit -5,6 % en cumulé.

Graphique 19
Évolution du PIB réel selon différents scénarios
(en indice, 2019=100)



Sources : Budget 2020, projet de budget 2021, calculs BCL

Le graphique 19 montre l'évolution en niveau du PIB réel, ce qui permet mieux de faire ressortir les incidences cumulées sur les années 2020 et 2021. Selon le scénario central, la crise sanitaire aurait un impact important sur le niveau de l'activité économique en 2020 et 2021, qui resterait largement inférieur par rapport au niveau projeté dans le budget 2020, c'est-à-dire d'un scénario avant-crise. En 2021, le niveau du PIB en volume rebondirait fortement, mais il ne serait que légèrement supérieur à son niveau de 2019. En cumulé sur ces deux années, l'activité économique n'aurait donc pas progressé.

Dans le scénario favorable, le niveau du PIB réel en 2021 serait de 3,0 % supérieur à son niveau de 2019. Dans le scénario défavorable, il serait de 7,2 % inférieur à son niveau de 2019.

À moyen terme et malgré le fort rebond anticipé à partir de l'année 2021, le niveau du PIB réel tel que projeté dans le scénario central, ne rejoindrait plus celui présenté dans le budget 2020 indiquant une perte persistante de l'activité économique (voir aussi sous 3.1 Le volet macroéconomique de la programmation pluriannuelle). En revanche, dans le scénario favorable, avec une croissance plus élevée à partir de 2021, le niveau anticipé dans le budget 2020 pourrait être atteint en 2023 et il n'y aurait donc pas une perte économique persistante. Dans le scénario défavorable, le niveau d'avant la crise (2019) ne serait atteint qu'en 2023 et les niveaux anticipés dans le budget 2020 ne seraient pas atteints sur l'horizon de projection considéré.

Depuis la finalisation des projections macroéconomiques figurant dans le projet de budget 2021, la situation économique a évolué.

D'abord, la publication de nouvelles données statistiques permet une première réévaluation de l'impact de la propagation du coronavirus sur l'activité économique au premier semestre 2020.

La publication, en septembre 2020, des comptes nationaux trimestriels laisse entrevoir un impact moindre des mesures de restriction sur l'activité économique. En cumulé, sur le premier semestre 2020, le niveau du PIB en volume aurait chuté de 8,5 %, ce qui, somme toute, est sans doute plus favorable que dans le scénario central du projet de budget. Sur la base des comptes nationaux trimestriels, à la fin du deuxième trimestre 2020, l'acquis de croissance[47] pour l'année 2020 se chiffrerait à -5,8 %. Rappelons toutefois l'incertitude très élevée entourant l'estimation des comptes trimestriels.

47 L'acquis de croissance du PIB réel pour l'année 2020 correspond au taux de croissance du PIB réel entre 2019 et 2020 que l'on obtiendrait si la variable demeurait jusqu'à la fin de l'année 2020 au niveau (ajusté pour les variations saisonnières) du dernier trimestre connu, ce qui est le deuxième trimestre dans ce cas-ci. L'estimation de l'acquis de croissance est conditionnelle aux données historiques ; elle va donc aussi changer si les données historiques évoluent.

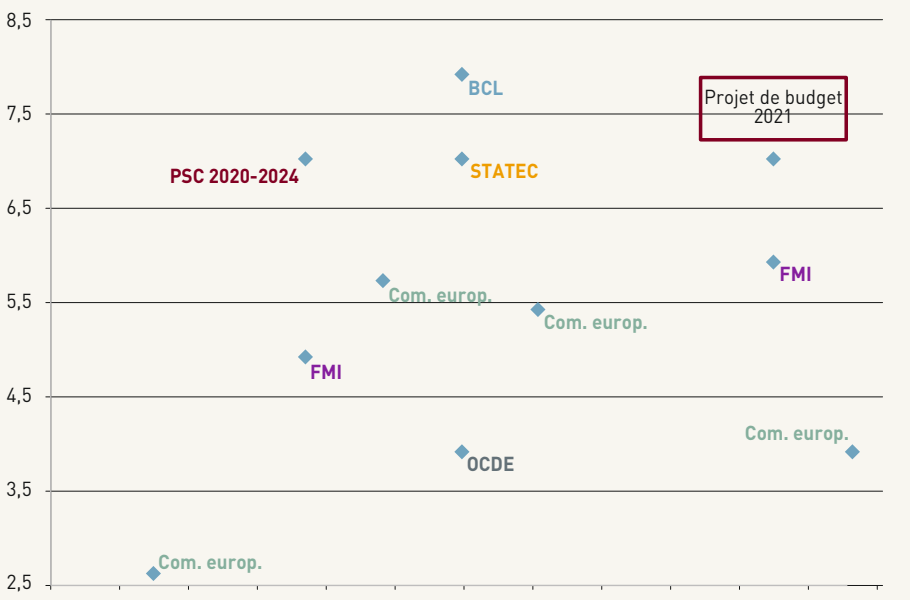
Selon les données récentes relatives au secteur financier, l'industrie des fonds d'investissement ainsi que les banques auraient connu un résultat plutôt positif au premier semestre. Ceci est plutôt inattendu compte tenu des fortes perturbations sur les marchés financiers au cours du premier semestre de 2020. Ainsi, la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC s'est inscrite en hausse sur les neuf premiers mois de 2020 (+4,2 % en variation annuelle). Selon le compte de pertes et profits agrégé des banques, le produit bancaire aurait été en hausse de 6,5 % au premier semestre 2020 par rapport à la même période de l'année précédente. Cependant, il reste à voir si la crise économique et sanitaire n'aura pas un impact retardé sur les résultats des banques, notamment à travers les dépréciations et la constitution de provisions.

Puis, moins favorable, en ce qui concerne l'évolution de la pandémie, on observe une forte hausse du nombre d'infections et d'hospitalisations en automne, aussi bien au Luxembourg que dans les pays voisins, voire dans l'Union européenne en général. Ceci laisse présager que l'hypothèse du scénario central de l'absence d'une hausse significative d'infections au quatrième trimestre est dépassée. Le 29 octobre 2020, le gouvernement a instauré de nouvelles mesures sanitaires (telles que la limitation à quatre personnes en ce qui concerne les rassemblements privés, l'instauration d'un couvre-feu nocturne et des mesures de prévention additionnelles pour les restaurants, cafés et magasins) et qui pourraient avoir un effet négatif sur l'activité à la fin de l'année 2020 et probablement aussi au début de l'année 2021. En revanche, ces mesures restent nettement moins sévères que celles mises en œuvre dans les pays limitrophes.

Le graphique ci-après présente l'évolution des projections du PIB réel au Luxembourg pour l'année 2021.

De manière générale, depuis le printemps 2020, les prévisions de croissance pour 2021 ont été très élevées. Ceci reflète le rebond anticipé très important en 2021 qui fait suite à la perte d'activité économique très importante en 2020. Depuis lors, on constate cependant une révision à la baisse des projections du PIB réel pour l'année 2021, ce qui peut refléter deux causes. D'une part, la chute du PIB attendue pour 2020 pourrait *in fine* être amoindrie par rapport aux hypothèses antérieures, ce qui réduit de ce fait le rebond anticipé pour 2021. D'autre part, la crise du COVID-19 s'étalera sur une plus longue période et donc aussi au-delà de 2020. Plus récemment, dans ses projections économiques d'automne 2020, la Commission européenne a revu à la baisse la croissance du PIB réel en 2021 pour le Luxembourg (de 1,5 p.p. à 3,9 %) par rapport à ses projections d'été 2020.

Graphique 20
Évolution des projections du PIB réel au Luxembourg pour l'année 2021
(en %)



Sources : BCE, CE, FMI, OCDE, projet de budget 2021, STATEC, BCL

Aucune institution internationale n'a à ce stade présenté un scénario macroéconomique qui intègre les conséquences de la découverte d'un vaccin contre le COVID-19 à la fin de l'année 2020 et dont le déploiement pourrait commencer au tournant de l'année 2020/2021.

Tableau 10 :

Écart de production (en % du PIB potentiel)

	2019	2020	2021
Budget 2020	0,9	0,5	0,7
STATEC Ndc 1-2020	3,1	-4,8	0,1
Projet de budget 2021	0,6	-6,3	-2,1
Commission européenne	0,0	-6,3	-4,7
STATEC (note de septembre 2020)	0,6	-7,9	-4,1

Sources : BCL, CE, projet de budget pluriannuel

Selon les estimations du projet de budget, l'écart de production (exprimé en % du PIB potentiel) serait de -6,3 % en 2020 et de -2,1 % en 2021. L'écart de production, qui a été positif en 2019, se retournerait donc en 2020 pour devenir nettement négatif. Il se rétrécirait déjà en 2021, mais resterait largement négatif. Par rapport au budget 2020, dans lequel l'écart de production était estimé faiblement positif pour les deux années, ces estimations ont été fortement ajustées à la baisse[48]. En comparaison avec les estimations les plus récentes du STATEC (note de septembre 2020), l'écart de production est moins négatif dans le projet de budget, aussi bien en 2020 qu'en 2021.

L'écart de production dépend des estimations de la croissance potentielle, exercice délicat dans toute circonstance mais particulièrement dans le contexte actuel de crise COVID-19[49]. Les estimations de l'écart de production résultent de la séparation d'une composante cyclique et d'une composante tendancielle non seulement au niveau du PIB (production potentielle), mais aussi au niveau du taux de participation au marché du travail, du taux de chômage, des heures travaillées ou encore de la productivité totale des facteurs. Dans chaque cas, l'identification de la composante tendancielle dépende des projections pour les périodes futures, qui sont particulièrement incertaines dans le contexte actuel. La crise COVID-19 comporte à la fois un choc de demande, source d'une baisse simultanée de la production et des prix, mais aussi différents chocs d'offre, susceptibles de faire baisser la production dans certains secteurs mais aussi de faire remonter les prix dans d'autres. Il n'est pas toujours évident de séparer ces deux types de choc, dont les effets persistants peuvent être différents au niveau sectoriel comme pour l'économie dans son ensemble.

Commençant par les chocs de demande, lors de toute phase de ralentissement du cycle économique, la baisse de la demande peut avoir des effets persistants sur l'offre. Par exemple, un travailleur qui perd son emploi, même de façon passagère, subit une détérioration de sa productivité du fait qu'il ne suit pas les développements du côté technologique ou de l'organisation du travail et qu'il doit souvent suivre une nouvelle formation avant d'intégrer une nouvelle équipe quand il est réengagé. D'autre part, les équipements qui sont retirés temporairement de la production peuvent subir une dépréciation accélérée attribuable au manque de maintenance ou à l'obsolescence technologique (nouveaux investissements par des entreprises concurrents). Ainsi, par ces effets « hystérèse » un choc de demande, même temporaire, peut avoir un impact persistant sur la productivité et sur l'écart de production.

48 En général, les ré-estimations de l'écart de production concernent toute la série de l'écart de production. Ce ne sont donc pas exclusivement les estimations pour l'année en cours (2020) et les années suivantes (2021-2024) qui changent, mais toute la série est revue. Ceci explique les révisions apportées aux estimations de 2019 (voir le tableau 10).

49 Voir aussi BCE (2020) "The impact of COVID-19 on potential output in the euro area", Bulletin économique, N°7/2020.

Concernant les chocs d'offre, il est évident que les restrictions administratives liées à la crise COVID-19 ont réduit (ou même interdit) l'offre de certains biens et services. Souvent, la demande s'est redirigée vers d'autres activités considérées moins à risque (par exemple, les jeux vidéo, la livraison à domicile, les visioconférences). Cela comporte une redistribution de la production qui nécessite un transfert des ressources de production des secteurs « à risque » vers les secteurs « moins à risque ». Il est vraisemblable qu'au moins une part de cette redistribution sera permanente. Naturellement, la productivité est différente à travers les secteurs, avec un possible impact à la hausse sur les prix au niveau agrégé. D'autre part, la crise COVID-19 a également fourni une opportunité aux entreprises pour introduire des nouvelles technologies et réorganiser le travail, avec un possible impact à la baisse sur les prix dans certains secteurs.

Par conséquent, les estimations de la production potentielle et de l'écart de production sont particulièrement incertaines à l'heure actuelle et pourront être sujettes à d'importantes révisions dans les années à venir. La publication de nouvelles observations concernant l'évolution de la production, de l'emploi et de l'inflation fournira une image plus précise des différents chocs et de leur impact sur la production potentielle.

1.3 LES FINANCES PUBLIQUES

1.3.1 La politique budgétaire au cours des années récentes

1.3.1.1 L'évolution de la situation budgétaire des administrations publiques

Suite aux années 2009 et 2010 marquées par la crise, une amélioration progressive des surplus budgétaires des administrations publiques a été observée (*cf.* tableau 11). Le solde de 1,3 % du PIB affiché en 2017 s'est fortement amélioré en 2018, pour atteindre 3,1 % du PIB, avant de connaître une légère diminution en 2019 et atteindre 2,4 % du PIB.

Tableau 11 :

Évolution des recettes, dépenses et soldes des administrations publiques (en % du PIB nominal)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	DIFFÉRENCE 2010-2019
Recettes adm. pub.	43,4	44,9	44,0	43,2	44,7	44,5	43,6	43,2	42,8	43,4	45,3	44,6	0,7
Dépenses adm. pub.	39,9	45,1	44,2	42,6	44,1	43,6	42,2	41,9	40,9	42,1	42,2	42,2	-2,0
Solde adm. pub.	3,5	-0,2	-0,3	0,7	0,5	0,9	1,4	1,3	1,9	1,3	3,1	2,4	2,7
Recettes adm. centrale	29,4	30,3	30,1	29,3	30,5	30,6	30,3	29,8	29,5	29,6	31,3	30,5	0,4
Dépenses adm. centrale	29,1	32,4	32,2	30,8	32,3	31,6	30,6	30,3	29,6	30,2	30,4	30,4	-1,8
Solde adm. centrale	0,2	-2,1	-2,1	-1,5	-1,9	-1,0	-0,3	-0,5	-0,1	-0,6	0,9	0,1	2,2
Recettes adm. locales	5,3	5,3	5,3	5,2	5,4	5,2	5,0	4,8	4,9	4,8	5,2	5,2	0,0
Dépenses adm. locales	4,8	5,5	5,1	4,9	4,8	4,9	4,7	4,5	4,6	4,7	4,8	4,8	-0,3
Solde adm. locales	0,4	-0,1	0,2	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,2	0,1	0,4	0,5	0,3
Recettes séc. soc.	20,1	21,3	20,1	19,6	20,3	20,1	19,5	19,3	18,7	19,4	19,4	19,4	-0,8
Dépenses séc. soc.	17,2	19,3	18,5	17,7	18,4	18,5	18,1	17,8	17,0	17,6	17,6	17,5	-1,0
Solde séc. soc.	2,9	2,0	1,7	1,9	1,9	1,6	1,4	1,5	1,7	1,8	1,8	1,9	0,2

Sources : STATEC, calculs BCL

Entre 2010 et 2018, la dynamique des recettes et des dépenses des administrations publiques indique que l'amélioration peut être principalement attribuée aux dépenses. Durant cette période, le ratio des dépenses a diminué de 44,2 % du PIB en 2010 à 42,2 % en 2018, soit une baisse de 2,0 p.p. Celle-ci s'observe principalement au niveau de l'administration centrale et, dans une moindre mesure, de la Sécurité sociale et des communes.

Le ratio des recettes a quant à lui connu une augmentation de moindre ampleur, évoluant de 44,0 % du PIB en 2010 à 45,3 % du PIB en 2018, correspondant à une hausse de 1,3 p.p.

L'année 2019 a été marquée par un ratio des recettes qui a légèrement diminué par rapport à l'année précédente (-0,7 p.p.), tandis que le ratio des dépenses est quant à lui resté inchangé (42,2 % du PIB). Il en a résulté un solde des administrations publiques s'élevant à 2,4 % du PIB, correspondant à un niveau moins élevé qu'en 2018 (3,1 % du PIB).

Il ressort de la décomposition par sous-secteurs que l'administration centrale est en majeure partie responsable de la dynamique du solde des administrations publiques observée tout au long de la période considérée. Depuis 2010, année pour laquelle l'administration centrale affichait un solde de -2,1 % du PIB, le déficit a baissé graduellement pour se transformer en un surplus de 0,9 % du PIB en 2018 avant de diminuer légèrement en 2019 pour atteindre 0,1 % du PIB, soit une amélioration de 2,2 p.p. (entre 2010 et 2019). Au niveau des administrations publiques dans leur ensemble, le solde est passé de -0,3 % du PIB en 2010 à 2,4 % du PIB en 2019, soit une amélioration de 2,7 p.p.

1.3.1.2 L'administration centrale

Suite à l'impact de la crise de 2008-2009 sur le solde de l'administration centrale, qui affichait un déficit de 2,1 % du PIB en 2009, des mesures de consolidation ont été prises, portant principalement sur la fiscalité directe à charge des personnes physiques et des personnes morales[50]. Celles-ci ont permis de limiter l'impact négatif de la crise sur le volet des recettes, dont le ratio a ensuite connu une certaine stabilité sur la période 2010-2017. Par après, le ratio des recettes a augmenté de 29,6 % du PIB en 2017 à 31,3 % du PIB (+1,7 p.p.) en 2018. Une baisse de moindre ampleur (-0,8 p.p.) a ensuite été enregistrée en 2019.

Du côté des dépenses, le ratio a reculé progressivement entre 2012 et 2016 avant de remonter légèrement en 2017 et 2018 et ensuite se stabiliser en 2019 à 30,4 % du PIB, soit une valeur inférieure à celle observée pour 2010 (écart de -1,8 % du PIB).

Tableau 12 :

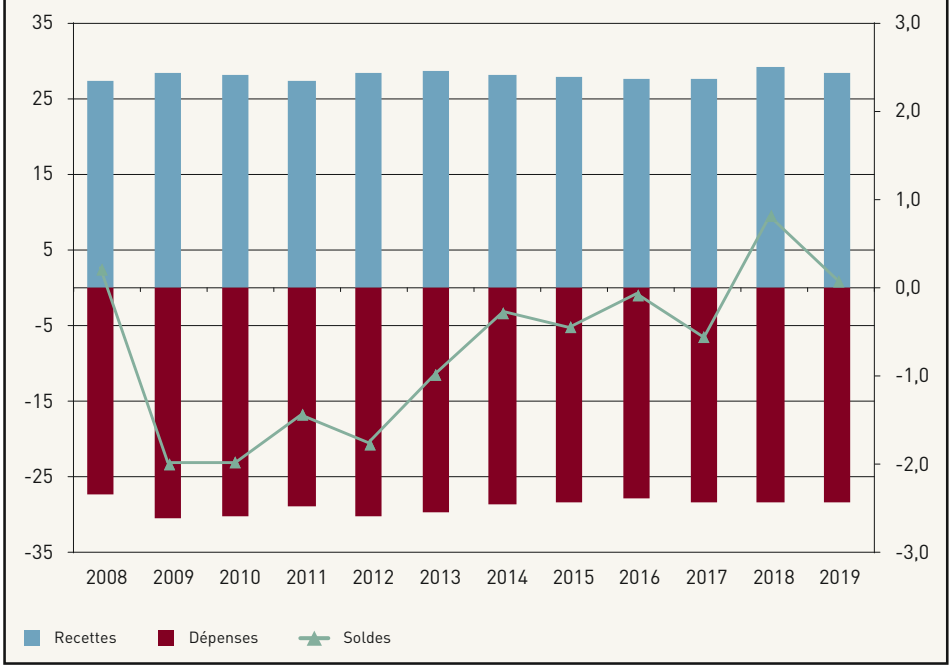
Évolution des recettes, dépenses et soldes de l'administration centrale (en % du PIB nominal)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	DIFFÉRENCE 2010-2019
Recettes	29,0	29,4	30,3	30,1	29,3	30,5	30,6	30,3	29,8	29,5	29,6	31,3	30,5	0,4
Dépenses	27,4	29,1	32,4	32,2	30,8	32,3	31,6	30,6	30,3	29,6	30,2	30,4	30,4	-1,8
Solde	1,6	0,2	-2,1	-2,1	-1,5	-1,9	-1,0	-0,3	-0,5	-0,1	-0,6	0,9	0,1	2,2

Sources : STATEC, calculs BCL

50 Citons par exemple la hausse de l'impôt de solidarité en 2011 et 2013, l'ajout des tranches taxées à 39 % et 40 % dans le barème progressif de l'impôt des personnes physiques, en 2011 et 2013 respectivement, ou encore l'introduction de l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire en 2015 (aboli toutefois en 2017).

Graphique 21
Recettes, dépenses (échelle de gauche) et soldes (échelle de droite) de l'administration centrale
(en % du PIB nominal)



Sources : STATEC, calculs BCL

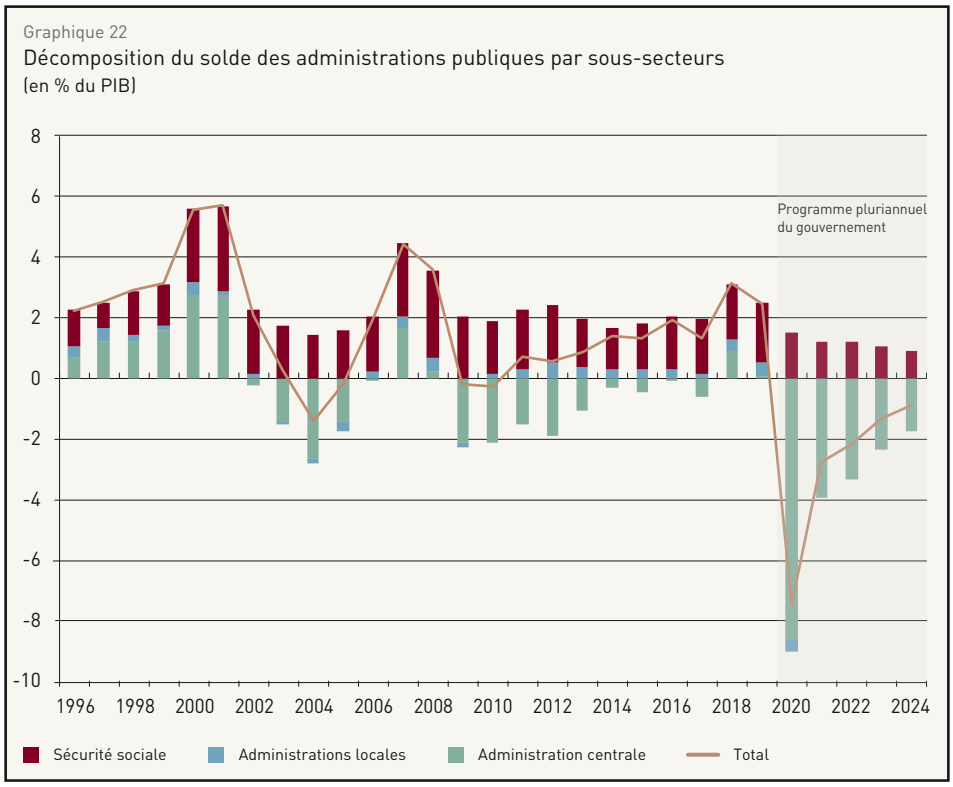
Il résulte de l'évolution des recettes et des dépenses de l'administration centrale que son solde s'est amélioré progressivement entre 2010 et 2016 (à l'exception de l'année 2012), en majeure partie grâce à une diminution des dépenses en proportion du PIB. Suite à une légère détérioration du solde en 2017, celui-ci est repassé pour la première fois depuis l'éclatement de la crise en territoire positif en 2018 en affichant 0,9 % du PIB. En 2019, le solde au niveau de l'administration centrale affichait toujours un surplus (+0,1 % du PIB) bien qu'en diminution par rapport à celui enregistré l'année précédente.

Les déficits enregistrés par l'administration centrale ont entraîné un solde négatif pour les administrations publiques prises dans leur ensemble en 2009 et en 2010 (*cf.* graphique 22 et tableau 13), avant d'être plus que compensés par les surplus budgétaires des administrations locales et surtout de la Sécurité sociale pour les années ultérieures. Toutefois, ces surplus observés pour les administrations publiques dans leur ensemble donnent une image faussement positive de l'état des finances publiques.

En effet, comme la BCL l'a déjà soulevé à de nombreuses reprises dans ses précédents avis, ces excédents masquent des problèmes structurels importants : d'une part, 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. Ceci explique l'augmentation de la dette publique au cours de la dernière décennie, qui est passée de 7,8 % du PIB en 2007 à 22,0 % du PIB en 2019, alimentée par les soldes déficitaires (hormis pour les années 2018 et 2019) de l'administration centrale et par la participation de l'État dans le capital d'une banque.

L'irruption au printemps 2020 de la pandémie liée au COVID-19 et de la crise économique qui a suivi montre à quel point des finances publiques saines peuvent se retourner très rapidement et donner naissance à des déficits très importants. Une fois la crise économique dissipée, il sera donc primordial d'apurer les déficits au sein de l'administration centrale afin de permettre une évolution soutenable des finances publiques luxembourgeoises et de pouvoir affronter dans les meilleures conditions les défis futurs et notamment la hausse programmée des coûts liés au vieillissement de la population.

Graphique 22
Décomposition du solde des administrations publiques par sous-secteurs
(en % du PIB)



Sources : STATEC, projet de budget 2021, programmation pluriannuelle 2020-2024, calculs BCL

Tableau 13 :

Évolution des soldes des administrations publiques, 2008-2024 (en % du PIB nominal)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020*	2021*	2022*	2023*	2024*
Solde adm. pub.	3,5	-0,2	-0,3	0,7	0,5	0,9	1,4	1,3	1,9	1,3	3,1	2,4	-7,4	-2,7	-2,2	-1,3	-0,9
Solde adm. centrale	0,2	-2,1	-2,1	-1,5	-1,9	-1,0	-0,3	-0,5	-0,1	-0,6	0,9	0,1	-8,6	-3,9	-3,3	-2,3	-1,8
Solde adm. locales	0,4	-0,1	0,2	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,2	0,1	0,4	0,5	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Solde séc. soc.	2,9	2,0	1,7	1,9	1,9	1,6	1,4	1,5	1,7	1,8	1,8	1,9	1,5	1,2	1,2	1,0	0,9

**Projections incluses dans la programmation pluriannuelle*
Sources : STATEC, programmation pluriannuelle 2020-2024

1.3.1.3 La situation budgétaire : revue de l'année 2019

Pour l'année 2019, le solde des administrations publiques présenté dans la notification d'octobre 2020 est de 2,4 % du PIB et est plus élevé que celui présenté dans la notification d'avril 2020 (2,2 % du PIB). Cette amélioration du solde (+0,2 p.p.) a trouvé sa source dans une baisse du ratio des dépenses totales (-0,4 p.p.) de plus grande ampleur que celle observée dans le ratio des recettes totales (-0,2 p.p.).

En ce qui concerne les dépenses totales des administrations publiques, la baisse du ratio observée entre les deux notifications a trouvé sa source principalement sous l'effet d'une baisse du ratio des investissements directs alors que du côté des recettes totales, la baisse du ratio est attribuable principalement au ratio des impôts sur la production et les importations.

Les trois sous-secteurs des administrations publiques ont contribué dans des proportions identiques (amélioration du solde à concurrence de +0,1 % du PIB dans le chef des trois sous-secteurs) à l'amélioration du solde des administrations publiques observée entre les deux notifications.

L'excédent de 2,4 % du PIB affiché pour 2019 au niveau des administrations publiques est en outre nettement plus favorable que celui de 1,0 % du PIB projeté par le gouvernement dans le budget 2019. Cette différence s'explique, en très grande partie, par les recettes d'impôts courants sur le revenu, plus particulièrement au niveau des sociétés, qui ont été beaucoup plus importantes que prévu dans le budget 2019. Un constat similaire peut être fait pour l'administration centrale, dont le solde pour 2019 contenu dans la notification d'octobre 2020 (+0,1 % du PIB) est nettement meilleur que celui prévu dans le budget 2019 (-1,1 % du PIB).

1.3.2 La situation budgétaire : estimations pour l'administration centrale en 2020

Afin de lutter contre les conséquences négatives liées à la crise du COVID-19, le gouvernement luxembourgeois a mis en place des mesures visant à la stabilisation et à la relance de l'économie.

Un plan initial, présenté le 25 mars 2020, a été complété par des mesures supplémentaires principalement axées sur des aides aux petites et moyennes entreprises ainsi que pour les indépendants et les start-ups. Le 20 mai 2020, le gouvernement a présenté un plan de relance « Neistart Lëtzebuerg » qui met l'accent sur une reprise durable de l'économie luxembourgeoise.

Les mesures contenues dans le plan « Neistart Lëtzebuerg » se concentrent principalement sur une modification temporaire du dispositif existant de chômage partiel pour les secteurs les plus touchés ainsi que sur des aides additionnelles accordées aux entreprises n'ayant pu reprendre leur activité lors de la première phase du déconfinement.

L'enveloppe budgétaire des mesures discrétionnaires telles que détaillées dans le projet de plan budgétaire 2021 représente un total d'environ 11 milliards d'euros, soit 18,6 % du PIB, selon les estimations du gouvernement.

Le plan global de stabilisation et de relance[51] repris aux tableaux 14 et 15 est composé de trois blocs principaux : un premier bloc comprenant des mesures entraînant des dépenses supplémentaires (ou des moins-values de recettes) pour un montant de 3 milliards d'euros (5,1 % du PIB), un second bloc incluant des reports de paiement pour un montant de 4,6 milliards d'euros (7,8 % du PIB), et enfin un troisième bloc axé sur l'octroi de garanties ou de prêts aux entreprises et dont le montant atteint 3,4 milliards d'euros (5,7 % du PIB).

51 Les mesures annoncées par le gouvernement le 11 novembre 2020 (extension du régime de chômage partiel, aides additionnelles aux entreprises) ne sont pas incluses dans les tableaux présentés. Ces mesures auront un impact sur l'année 2021.

Tableau 14 :

Mesures discrétionnaires adoptées/annoncées en réponse à la propagation du COVID-19

DÉPENSES SUPPLÉMENTAIRES / MOINS-VALUES DE RECETTES			
LISTE DES MESURES	CODE SEC	MONTANT EN MILLIONS EUR	% DU PIB
Dépenses en matière de gestion de crise sanitaire	P5 (formation de capital) P2 (consommation intermédiaire)	240	0,4
Fonds de relance et de solidarité	D3 (subventions)	200	0,3
Différentes aides sectorielles	D62 (prestations sociales) D9 (transferts en capital) D3 (subventions)	40	<0,1
Relance économique verte et durable	D3 (subventions) D9 (transferts en capital à payer)	20	<0,1
Mesures en faveur de l'éducation	P2 (consommation intermédiaire) D11 (rémunérations)	30	<0,1
Aides en faveur des (micro) entreprises, indépendants et start-ups (y compris mesures pour soutenir les investissements)*	D9 (transferts en capital) D3 (subventions)	730	0,6
Aides en faveur des ménages (régime au chômage partiel et structurel « coronavirus », congé pour raisons familiales extraordinaires, indemnités pécuniaires de maladie, aides sociales)	D62 (prestations sociales en espèces)	1 770	3,0
Total		**3 030**	**5,1**
**Dont avances remboursables en faveur des entreprises*	*D9 (transferts en capital)*	*400*	*0,7*
REPORTS DE PAIEMENT			
LISTE DES MESURES	CODE SEC	MONTANT EN MILLIONS EUR	% DU PIB
Impôts directs	D5 (impôts courants sur le revenu, etc.)	1 290**	2,2
Impôts indirects	D2 (impôts sur la production et les importations)	300***	0,5
Cotisations sociales	D61 (cotisations sociales)	3 000***	5,1
Total		**4 590**	**7,8**

***Calculé suivant le principe de la caisse transactionnalisée*

****Calculé suivant la méthode des droits constatés*

Source : Projet de plan budgétaire 2021

Tableau 15 :

Garanties / prêts aux entreprises en réponse à la propagation du COVID-19

LISTE DES MESURES	MONTANT EN MILLIONS EUR	% DU PIB
Régime de garanties étatiques pour de nouveaux crédits bancaires	2 500	4,2
SNCI - Garanties PME	200	0,3
SNCI - Financement spécial anti-crise	400	0,7
Office du Ducroire	180	0,3
BEI – contribution luxembourgeoise	33	<0,1
SURE – contribution luxembourgeoise	77	0,1
Total	**3 390**	**5,7**

Source : Projet de plan budgétaire 2021
BEI = Banque européenne d'investissement, SURE = Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency

Plusieurs remarques peuvent être faites eu égard de ce plan.

Si les montants en jeu semblent considérables, il convient de relever que la plupart des mesures énumérées dans les tableaux 14 et 15 est exprimée en montants « maximum », de sorte que les fonds effectivement déboursés seront inférieurs ou égaux aux montants indiqués, à moins qu'elles ne soient augmentées à l'avenir.

Une partie importante du montant global ne fait pas l'objet de déboursements immédiats mais est liée à des reports de paiement et à l'octroi de garanties. Une partie des aides octroyées aux entreprises et faisant l'objet de déboursements immédiats devra également être remboursée.

Il convient de noter qu'une partie des aides directes octroyées sous la forme d'indemnités pour chômage partiel ou pour congé pour raisons familiales reviendront dans les caisses de l'État, ces aides étant soumises à l'impôt sur le revenu de personnes physiques et au paiement de cotisations sociales.

Les données rapportées concernant les reports de paiement sont à considérer avec la plus grande prudence. En effet, d'une part les montants indiqués sont à considérer comme des montants « maximum » et, d'autre part, les reports de paiement relatifs aux impôts indirects et aux cotisations sociales n'auront aucun impact sur le solde budgétaire de 2020 étant donné qu'ils sont comptabilisés selon la méthode des droits constatés. Selon cette méthode, les recettes sont affectées à l'année au cours de laquelle elles sont dues et non pas à l'année au cours de laquelle les contribuables ont effectué le paiement[52].

Concernant les impôts directs, ils sont comptabilisés selon la méthode de la caisse transactionnalisée (ou caisse ajustée). Ils sont donc enregistrés dans la période au cours de laquelle les contribuables ont effectué le paiement. Les reports de paiement octroyés au cours de l'année 2020 auront donc une incidence sur les recettes de l'année considérée. D'après la documentation de l'ACD, les annulations d'avances et les reports de paiement demandés par les personnes physiques et les personnes morales ont totalisé 228 millions d'euros (0,35 % du PIB de 2019), soit un montant bien moins important que celui inscrit dans le plan de relance (1 290 millions d'euros).

Les finances publiques pourraient toutefois être impactées *ex post* si ces agents économiques n'étaient pas en mesure de payer les impôts pour lesquels ils ont bénéficié de reports voire les remboursements des avances qui leur ont été accordées. Il en serait de même si les entreprises ayant bénéficié de crédits bancaires garantis par l'État devaient faire défaut.

Le solde de l'administration centrale prévu pour 2020 dans le projet de budget 2021 s'élève à -8,6 % du PIB. Si cette estimation est relativement semblable à celle incluse dans le programme de stabilité et de croissance d'avril 2020 (-8,3 % du PIB), elle est par contre bien moins favorable que celle incluse dans le budget 2020 (-1 % du PIB).

Selon les dernières données des recettes et des dépenses, relatives aux neuf premiers mois de l'année en cours et publiées[53] par le gouvernement selon la norme SEC, le solde de l'administration centrale pour 2020 serait en net déficit (-2,75 milliards d'euros). Ces données indiquent un recul de 7,1 % pour les recettes et une croissance de 17,4 % pour les dépenses entre leur niveau observé fin septembre 2019 et celui observé fin septembre 2020.

52 Un paiement effectué en 2021 mais se rapportant à l'année 2020 sera donc comptabilisé dans les recettes de l'année 2020.

53 Ces données ont été présentées à la COFIBU le 19 octobre 2020 et sont disponibles sur le site du ministère des Finances.

Sur le volet des dépenses, la forte croissance s'explique d'une part par un renforcement des investissements directs et indirects (+30 % entre septembre 2019 et septembre 2020) entrepris dans le contexte de la crise économique et sanitaire et de l'acquisition de l'avion militaire et, d'autre part, par une augmentation des prestations sociales en espèces (+68 %) liée entre autres à la mise en œuvre des mesures liées au chômage partiel.

La baisse des recettes observée entre fin septembre 2019 et fin septembre 2020 est portée principalement par les mesures prises par le gouvernement afin d'assurer la liquidité des entreprises dans le contexte de la crise économique. Selon les données en base « caisse » relatives à la même période, la baisse à concurrence de 22 % des recettes d'impôts directs payés par les entreprises[54] s'explique, d'une part, par les annulations des avances et les délais de paiements octroyés aux entreprises en matière de fiscalité directe et, d'autre part, par un ralentissement dans la perception des arriérés d'impôts par l'ACD[55]. Au vu de ce qui précède, le solde relatif à l'année 2020 reste, à ce stade, entouré d'une grande incertitude. Toutefois à l'aune des données publiées et sous l'hypothèse d'une extrapolation sur l'année 2020, prise dans sa globalité, des taux de croissance observés entre fin septembre 2019 et fin septembre 2020, le déficit dégagé en 2020 au niveau de l'administration centrale (déficit de 4,7 milliards d'euros) pourrait *in fine* être moins élevé que celui projeté pour 2020 dans le projet de budget 2021 (déficit de 5,07 milliards d'euros)[56].

1.3.3 Projections de finances publiques de la BCL couvrant la période 2020 à 2023

Cette partie présente les soldes des administrations publiques[57] ainsi que la dette publique pour la période s'étalant de 2020 à 2023, tels qu'ils résultent des exercices de projection biannuels de la BCL.

Au vu de la situation économique particulière liée à la crise du COVID-19, les projections de finances publiques sont entourées d'incertitude. L'impact de l'évolution de la crise sanitaire et économique sur l'activité économique et la situation budgétaire des administrations publiques pour les années à venir est à ce stade difficile à évaluer. De plus, des nouvelles mesures ou une prolongation des mesures existantes sont susceptibles d'être annoncées par le gouvernement au fur et à mesure du développement de la crise et de ses répercussions sur l'économie réelle (voir la partie 1.3.2 de cet avis pour la liste des mesures adoptées jusqu'à présent par le gouvernement en réponse à la crise). Les projections présentées dans ce chapitre correspondent à un scénario « central » développé par la BCL. Des scénarios alternatifs sont également présentés brièvement dans la partie « Analyse des risques » des projections (voir le chapitre 5).

54 Impôt sur le revenu des collectivités et impôt sur la fortune.

55 Selon un rapport de l'ACD, le rythme du traitement des déclarations d'impôt a considérablement ralenti en 2020. À titre d'exemple pour l'année d'imposition 2019, seulement 16 % des sociétés assujetties à l'IRC/l'ICC avaient vu leur dossier clôturé jusqu'au 30 septembre 2020, ce qui est considérablement moins que les 31 % traités sur la même période en 2019 (pour l'année d'imposition 2018). Ceci a eu pour effet d'abaisser nettement les recettes de l'Impôt sur le revenu de sociétés (IRS) perçues sous la forme d'arriérés d'impôts.

56 Les remboursements par les entreprises du trop-perçu d'avances reçues dans le cadre du chômage partiel pourraient également avoir un effet à la baisse sur les dépenses et *in fine* un effet positif sur le solde de l'administration centrale.

57 La notion d'administrations publiques couvre l'administration centrale, les administrations locales et la Sécurité sociale.

Situation budgétaire : revue de l'année 2019

Le solde des administrations publiques luxembourgeoises, publié début octobre 2020 dans le cadre de la transmission de la notification concernant les déficits excessifs[58], a enregistré un excédent pour l'année 2019 de 1,5 milliard d'euros, soit 2,4 % du PIB. Cette baisse par rapport au solde de 3,1 % du PIB tel que notifié pour l'année 2018, découle de la baisse du ratio des recettes totales. Par ailleurs, l'excédent de 2,4 % du PIB enregistré pour 2019 est légèrement plus favorable que celui dégagé dans le cadre de la première transmission (avril 2020) de la notification concernant les déficits excessifs (2,2 % du PIB).

La diminution du ratio des administrations publiques en 2019 est attribuable à l'administration centrale, dont l'excédent observé en 2018 (+0,9 % du PIB) s'est transformé en un solde quasiment à l'équilibre en 2019 (+0,1 % du PIB). Les soldes des administrations locales et de la Sécurité sociale sont quant à eux restés relativement stables (à 0,5 % et 1,9 % du PIB en 2019, respectivement).

La dégradation de la situation budgétaire de l'administration centrale entre 2018 et 2019 s'explique par un taux de croissance des recettes totales (+3,2 %) moins important que celui des dépenses totales (+5,9 %). En particulier, l'impôt sur le revenu des collectivités a connu une baisse de – 1,5 % entre 2018 et 2019, en raison d'un effet de base lié aux montants exceptionnellement élevés qui avaient été récoltés en 2018. Quant aux dépenses, leur progression entre 2018 et 2019 a été portée notamment par la dynamique de la consommation intermédiaire (+ 8,7 %), la rémunération des employés (+ 6,7 %), et la formation de capital fixe (+ 9,2 %).

La dette publique atteignait environ 14 milliards d'euros à la fin de l'année 2019, soit 22 % du PIB, en hausse de 1 % du PIB par rapport à 2018. Cette hausse a trouvé son origine dans l'émission d'une obligation pour un montant de 1,7 milliard d'euros en novembre 2019.

Les recettes

Après la mise en œuvre de la réforme fiscale en 2017, les recettes totales ont connu une croissance nominale de 10,3 % en 2018, soit la croissance annuelle la plus importante observée depuis 2007. Le ratio des recettes totales a quant à lui enregistré une hausse de l'ordre de 1,9 p.p. pour s'établir à 45,3 % du PIB. La hausse du ratio des impôts directs à charge des ménages (+ 0,4 p.p. à 9,4 % du PIB) et des sociétés (+ 1,5 p.p. à 7,5 % du PIB) a contribué à l'augmentation du ratio des impôts directs de 1,9 p.p. et ce, malgré l'impact décalé de la réforme fiscale sur le volet des personnes physiques ainsi que du premier impact négatif de la réforme fiscale sur le ratio des impôts directs à charge des sociétés (baisse du taux de taxation de 21 % à 19 %). Concernant le ratio relatif à l'impôt des sociétés, ce sont principalement des revenus imprévus, liés à l'accélération des recours aux soldes d'impôts dus pour des exercices antérieurs ainsi qu'à la mise en place de la déclaration électronique obligatoire pour les sociétés (induisant leur imposition automatique), qui ont été à l'origine de cette croissance.

Le ratio ayant trait aux impôts indirects a augmenté également mais dans une moindre mesure, de 0,3 p.p. pour atteindre 11,6 % du PIB. Le ratio des cotisations sociales est resté stable à 12,2 % du PIB et celui des autres recettes a enregistré une légère baisse à concurrence de 0,2 p.p. pour s'établir à 4,7 % du PIB.

58 Le Règlement du Conseil (EU) 479/2009 amendé par le Règlement du Conseil (EU) 679/2010 et par le Règlement de la Commission 220/2014 oblige les États membres à rapporter leurs données liées à la Procédure de déficit excessif (PDE) à Eurostat deux fois par an – soit à la fin du mois de mars et à la fin du mois de septembre.

Tableau 16 :

Recettes de l'ensemble des administrations publiques (en pourcentage du PIB sauf mention contraire)

	DONNÉES OFFICIELLES OCTOBRE 2020						PROJECTIONS BCL DÉCEMBRE 2020			
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Impôts directs	13,6	14,3	14,6	15,0	16,9	16,5	16,0	15,4	15,3	15,3
dont à charge des ménages	8,8	9,2	9,2	9,0	9,4	9,4	10,0	9,9	10,0	10,1
dont à charge des sociétés	4,8	5,1	5,4	6,0	7,5	7,1	5,9	5,5	5,3	5,2
Impôts indirects	13,2	11,0	11,0	11,3	11,6	11,4	11,5	11,4	11,2	10,9
Cotisations sociales	12,0	12,0	11,8	12,2	12,2	12,1	13,1	12,6	12,5	12,4
Autres recettes	4,8	5,9	5,4	4,9	4,7	4,6	4,7	4,9	4,8	4,7
Recettes totales	**43,6**	**43,2**	**42,8**	**43,4**	**45,3**	**44,6**	**45,3**	**44,4**	**43,7**	**43,4**
Croissance nominale des recettes totales (%)	**5,1**	**3,5**	**4,5**	**5,0**	**10,3**	**4,2**	**-3,1**	**4,4**	**5,7**	**5,4**

Sources : BCL, STATEC

En 2019, la croissance des recettes totales (4,2 %) a baissé par rapport à la croissance observée en 2018 (+10,3 %) et le ratio des recettes totales a diminué de 45,3 % à 44,6 % du PIB (-0,7 p.p.). Cette baisse s'explique en majeure partie par l'évolution des recettes d'impôts directs à charge des sociétés, dont le ratio est passé de 7,5 % à 7,1 % du PIB, en raison de revenus imprévus de moindre ampleur que ceux collectés en 2018 et de l'impact différé de la seconde baisse du taux de l'impôt sur le revenu des sociétés. Une légère diminution s'observe également pour les ratios des impôts indirects (de 11,6 % à 11,4 % du PIB), des cotisations sociales (de 12,2 % à 12,1 % du PIB) et des autres recettes (4,7 % à 4,6 % du PIB).

Les recettes : projections relatives à 2020

En 2020, les recettes nominales totales connaîtraient une croissance négative (-3,1 %) en raison de la crise du COVID-19. Le contexte macroéconomique se dégraderait fortement avec un impact direct sur les recettes des administrations publiques via les principales bases macroéconomiques (l'excédent brut d'exploitation des entreprises, la masse salariale, la consommation privée, ...). Les mesures discrétionnaires d'aides directes aux entreprises et aux ménages prises par le gouvernement ne concernent pas directement le volet des recettes mais uniquement celui des dépenses (hors annulation des avances et délais de paiement octroyés). Malgré la croissance négative des recettes nominales, les ratios des recettes exprimées en pourcentage du PIB seraient pour la plupart en hausse, en raison d'un effet « dénominateur » important. Pour les recettes totales, le ratio passerait ainsi de 44,6 % du PIB en 2019 à 45,3 % du PIB en 2020.

Concernant les impôts directs à charge des ménages, une hausse du ratio (de 9,4 % du PIB en 2019 à 10,0 % du PIB en 2020) serait observée. Il en serait de même pour le ratio des cotisations sociales, qui passerait de 12,1 % du PIB en 2019 à 13,1 % du PIB en 2020, soit une hausse de 1,0 p.p. Ces augmentations s'expliqueraient notamment par les mesures prises par le gouvernement pour soutenir l'emploi. Les prestations sociales versées dans le cadre du chômage partiel « COVID-19 » et du congé pour raisons familiales exceptionnel sont soumises à l'imposition du revenu des personnes physiques et aux cotisations sociales. Cela signifie qu'une partie de ces aides versées reviennent dans les caisses de l'État.

Le ratio des impôts à charge des sociétés baisserait de 1,2 p.p. pour atteindre 5,9 % du PIB en 2020. Outre l'impact négatif de la crise via l'excédent brut d'exploitation, les recettes seraient également affectées négativement par les facteurs suivants :

1) La possibilité donnée par le gouvernement aux entreprises de demander une annulation de leurs avances pour les deux premiers trimestres de l'année et un délai de paiement supplémentaire pour les soldes d'impôts restants dus.

2) Le ralentissement du traitement des déclarations d'impôt par l'ACD, entraînant une baisse des recettes de l'impôt sur le revenu des sociétés perçues sous la forme d'arriérés d'impôts.

3) L'effet décalé de la réforme fiscale de 2017 et la baisse additionnelle du taux d'imposition sur le revenu des collectivités de 18 % à 17 % en 2019.

4) Le caractère non récurrent des revenus imprévus encaissés au cours de la période 2017-2019. Ceux-ci étaient dus à la mise en place de la déclaration électronique obligatoire pour les entreprises ainsi qu'aux recours importants aux soldes d'impôts liés à des exercices antérieurs.

Concernant les impôts indirects, le ratio serait quasiment stable en 2020 (à 11,5 % du PIB), sous l'effet de deux facteurs influençant le ratio en sens opposés : la baisse des recettes nominales d'impôts indirects (baisse du ratio), essentiellement liée à la baisse de la consommation privée nominale, et la baisse du PIB (hausse du ratio) d'une ampleur similaire.

Finalement, le ratio des autres recettes augmenterait légèrement de 4,6 % à 4,7 % du PIB en raison d'un effet dénominateur, malgré la baisse des revenus de la propriété liée à la crise ainsi que l'introduction de la gratuité des transports publics en 2020 qui devrait avoir un léger impact négatif sur les recettes en 2020.

Les recettes : projections relatives à 2021, 2022 et 2023

En 2021, la croissance des recettes nominales repasserait en territoire positif à +4,4 %, sur fond de reprise progressive de l'activité économique. Le ratio des impôts directs à charge des sociétés atteindrait 5,5 % du PIB, soit un niveau nettement inférieur à ceux affichés en 2018 et 2019 (7,5 % et 7,1 % du PIB respectivement), en raison de l'évolution de la base macroéconomique sous-jacente (l'excédent brut d'exploitation des entreprises) et de l'impact décalé des mesures fiscales pendant les années 2017-2019. Le ratio des impôts à charge des ménages s'établirait quant à lui à 9,9 % du PIB, soit un niveau supérieur à celui observé avant l'éclatement de la crise (9,4 % du PIB en 2018 et 2019), grâce aux mesures prises par le gouvernement en 2020 qui permettraient de limiter l'impact négatif de la crise sur le maintien de l'emploi et de la masse salariale. Le même constat s'appliquerait au ratio des cotisations sociales. Concernant les impôts indirects, le ratio serait stable à 11,4 % du PIB. Au niveau des recettes totales, le ratio passerait de 45,3 % du PIB en 2020 à 44,4 % du PIB en 2021.

En 2022 et 2023, la croissance des recettes nominales augmenterait pour se chiffrer à respectivement 5,7 % et 5,4 %, dans la continuité de la reprise économique. Le ratio de certaines catégories de recettes diminuerait légèrement (notamment les recettes d'impôts directs à charge des sociétés, toujours en raison, entre autres, de l'impact décalé des mesures fiscales de 2017-2019) et le ratio des recettes totales passerait de 44,4 % du PIB en 2021 à 43,7 % du PIB en 2022, puis à 43,4 % du PIB en 2023.

Au final, sur l'horizon de projection, le ratio des recettes totales passerait de 44,6 % du PIB en 2019 à 43,4 % du PIB en 2023, soit une baisse de 1,2 p.p. Le pic affiché à 45,3 % du PIB en 2020 serait dû à une baisse des recettes de moindre ampleur que celle du PIB.

Les dépenses

En 2018, les dépenses totales ont augmenté en nominal de 6,0 % et le ratio des dépenses s'est établi à 42,2 % du PIB, soit un niveau légèrement plus élevé que celui dégagé en 2017 (42,1 % du PIB). La légère baisse du ratio relatif aux investissements a été plus que compensée par une hausse du ratio des dépenses de consommation et, dans une moindre mesure, des ratios des subsides et des autres dépenses. La hausse du ratio de la consommation a trouvé son origine, entre autres, dans les développements observés dans la rémunération des salariés (indexation des salaires, augmentation de 1,5 % du point indiciaire et reclassement de certaines carrières dans la fonction publique).

Pour 2019, la croissance des dépenses (+5,7 %) a légèrement ralenti par rapport à 2018 et le ratio est resté stable à de 42,2 % du PIB.

Les dépenses : projections pour 2020

En 2020, le ratio des dépenses totales passerait de 42,2 % du PIB en 2019 à 50,7 % du PIB, soit une progression de 8,5 p.p. qui serait la résultante de deux facteurs : une forte augmentation des dépenses totales (taux de croissance de +14,7 % entre 2019 et 2020), ainsi qu'une chute du PIB nominal (taux de croissance négatif de -4,4 % entre 2019 et 2020).

Tableau 17 :

Dépenses de l'ensemble des administrations publiques (en pourcentage du PIB sauf mention contraire)

	DONNÉES OFFICIELLES OCTOBRE 2020						PROJECTIONS BCL DÉCEMBRE 2020			
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Transferts sociaux	20,2	19,7	19,2	19,7	19,7	19,6	24,0	21,6	20,8	20,4
Investissements publics	3,8	4,0	3,9	4,1	3,9	4,0	5,0	4,7	4,6	4,6
Dépenses de consommation(1)	13,8	13,9	13,5	13,8	14,0	14,1	15,8	15,1	14,8	14,7
Subsides(2)	1,2	1,2	1,1	1,1	1,2	1,2	1,8	1,5	1,3	1,3
Autres dépenses	3,2	3,1	3,3	3,4	3,5	3,3	4,0	3,1	3,2	3,2
Dépenses totales	**42,2**	**41,9**	**40,9**	**42,1**	**42,2**	**42,2**	**50,7**	**45,9**	**44,7**	**44,1**
Croissance nominale des recettes totales (%)	**3,9**	**3,7**	**2,9**	**6,6**	**6,0**	**5,7**	**14,7**	**-3,6**	**4,4**	**5,0**

Sources : BCL, STATEC
Notes: (1) Rémunération des salariés et consommation intermédiaire. (2) À l'exclusion des transferts en capital

La forte hausse des dépenses en 2020 s'expliquerait tout d'abord par les mesures discrétionnaires prises par le gouvernement pour faire face à la crise économique liée au COVID-19. Les aides directes aux entreprises et aux ménages reprises dans le projet de budget 2021 ont été prises en compte dans les projections de la BCL. Dans leur ensemble, ces aides devraient engendrer des dépenses supplémentaires pour un montant d'environ 3 milliards d'euros, soit environ 5,1 % du PIB, selon les estimations du gouvernement. Les coûts budgétaires des mesures pris en compte dans les projections de la BCL ont été recalibrés, notamment en ce qui concerne les dépenses liées au chômage partiel et les avances en faveur des entreprises afin de prendre en compte les informations disponibles à la mi-novembre quant aux déboursements effectifs.

Les transferts sociaux seraient particulièrement affectés par les aides du gouvernement, notamment via le régime de chômage partiel. Le ratio des transferts sociaux passerait ainsi de 19,6 % du PIB en 2019 à 24,0 % du PIB en 2020. Les transferts en capital (compris dans le poste « autres dépenses » du tableau 17, qui passerait de 3,3 % à 4,0 % du PIB) augmenteraient aussi via les aides en faveur des entreprises et des indépendants.

Concernant les investissements publics directs, leur ratio augmenterait de 4,0 % du PIB en 2019 à 5,0 % du PIB en 2020. Cette hausse s'expliquerait par l'effet « dénominateur » (i.e. la baisse du PIB) et l'impact des mesures discrétionnaires du gouvernement (des dépenses d'investissement en matière de gestion de crise sanitaire pour un montant d'environ 0,3 % du PIB ont été renseignées dans le Programme de stabilité d'avril 2020). Ensuite, cette hausse serait renforcée par la prise en compte de l'achat d'un avion militaire pour un coût total d'environ 190 millions d'euros (0,3 % du PIB), enregistré entièrement pour 2020 selon la méthodologie du SEC 2010 (bien qu'en réalité cet avion soit déjà payé en grande partie).

Pour les ratios des dépenses de consommation et des subsides, leur hausse serait la résultante de la baisse du PIB (effet dénominateur) et des mesures prises par le gouvernement dans le cadre de la lutte contre la crise.

Soulignons que la mise à disposition de garanties étatiques (d'un montant de 2,5 milliards d'euros, soit 3,9 % du PIB de 2019) pour aider des entreprises dans le cadre de la crise du COVID-19 n'a pas d'impact dans les projections de finances publiques de la BCL. Les garanties octroyées sont en effet considérées comme des passifs éventuels aussi longtemps qu'elles ne sont pas exercées.

Les dépenses : projections pour 2021

La projection des dépenses en 2021 est caractérisée par le fait que, mise à part la prolongation des régimes de chômage partiel et la mise en œuvre des mesures annoncées le 11 novembre 2020, la majorité des mesures prises en 2020 par le gouvernement pour faire face à la crise du COVID-19 n'est pas prolongée en 2021. En raison de cet effet de base, la croissance des dépenses totales serait négative à hauteur de -3,6 % en 2021 et le ratio des dépenses totales chuterait de 50,7 % à 45,9 % du PIB. Le ratio des transferts sociaux subirait la plus forte baisse, passant de 24,0 % du PIB en 2020 à 21,6 % du PIB en 2021 (diminution de 2,4 p.p.), essentiellement en raison de la diminution des transferts liés aux régimes de chômage partiel. Le ratio des autres dépenses diminuerait de 0,9 p.p. à 3,1 % du PIB, soit un ratio légèrement moins important que celui observé avant la crise (3,3 % du PIB). Cela s'expliquerait par l'évolution des transferts en capital : les subventions en capital sous forme d'avances remboursables octroyées aux entreprises en 2020 sont supposées être intégralement remboursées en 2021 par les entreprises (ce qui serait enregistré comme transferts en capital négatifs pour le gouvernement). En ce qui concerne le ratio des investissements publics, le niveau projeté pour 2021 (4,7 % du PIB) est légèrement inférieur à celui prévu pour 2020 (5,0 % du PIB). L'annulation des mesures discrétionnaires de 2020 et l'effet de base lié à l'achat d'un avion militaire en 2020 pour un montant d'environ 190 millions d'euros (0,3 % du PIB) exerceraient une pression à la baisse sur le ratio.

Les dépenses : projections pour 2022 et 2023

En 2022 et 2023, les dépenses totales augmenteraient de 4,4 % et 5,0 % respectivement, et le ratio se chiffrerait à 44,7 % du PIB et 44,1 % du PIB. De légères diminutions s'observeraient au niveau de certains ratios : ceux des transferts sociaux (de 21,6 % en 2021 à 20,4 % du PIB en 2023), des investissements (de 4,7 % à 4,6 % du PIB) et des dépenses de consommation (de 15,1 % à 14,7 % du PIB). Le ratio des autres dépenses augmenterait quant à lui légèrement de 3,1 % à 3,2 % du PIB, en raison de l'effet de base prévu pour les transferts en capital en 2021 (dépenses négatives liées au remboursement par les entreprises des aides qui leur avaient été octroyées en 2020).

Au final, sur l'horizon de projection, le ratio des dépenses totales passerait de 42,2 % du PIB en 2019 à 44,1 % du PIB en 2023, en passant par un pic à 50,7 % du PIB en 2020 en raison des mesures discrétionnaires prises par le gouvernement et de la dégradation substantielle du PIB.

Force est de constater que l'impact à la hausse de la crise sur le ratio des dépenses totales se ferait toujours ressentir à la fin de l'horizon de projection, avec un ratio des dépenses de 44,1 % du PIB en 2023, soit 1,9 point de pourcentage au-dessus du niveau observé en 2019.

Les capacités ou besoins de financement

Pour les administrations publiques, l'année 2019 s'est caractérisée par un excédent de 1,5 milliard d'euros, soit 2,4 % du PIB. La baisse par rapport au solde de 3,1 % du PIB pour l'année 2018 est la résultante d'une diminution du ratio des recettes totales.

Tableau 18 :

Soldes budgétaires de l'administrations publique et de ses sous-secteurs (en % du PIB)

	SOLDES EFFECTIFS (CAPACITÉ (+) OU BESOIN (-) DE FINANCEMENT)									
	DONNÉES OFFICIELLES OCTOBRE 2020						PROJECTIONS BCL DÉCEMBRE 2020			
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ensemble des administrations publiques	1,4	1,3	1,9	1,3	3,1	2,4	-5,4	-1,5	-0,9	-0,8
dont administration centrale	-0,3	-0,5	-0,1	-0,6	0,9	0,1	-6,6	-2,8	-2,3	-2,1
dont communes	0,3	0,3	0,2	0,1	0,4	0,5	-0,4	-0,1	-0,1	0,0
dont sécurité sociale	1,4	1,5	1,7	1,8	1,8	1,9	1,6	1,4	1,4	1,4
Programmation pluriannuelle 2020-2024	--	--	--	--	--	**2,4**	**-7,4**	**-2,7**	**-2,2**	**-1,3**
Commission européenne (Projections d'automne 2020)	--	--	--	--	--	**2,4**	**-5,1**	**-1,3**	**-1,1**	

Sources : Programmation pluriannuelle 2020-2024, STATEC, Commission européenne, calculs BCL

Pour 2020, il résulte de la progression des recettes et des dépenses que le solde des administrations publiques se dégraderait fortement à concurrence de 7,8 p.p. pour se fixer à -5,4 % du PIB.

Cette dégradation se matérialiserait essentiellement au niveau de l'administration centrale, qui afficherait un déficit de 6,6 % du PIB en 2020, contre un solde quasiment à l'équilibre en 2019. Dans une moindre mesure, le solde des communes se détériorerait également (déficit de 0,4 % du PIB en 2020 contre un surplus de 0,5 % du PIB en 2019), à travers une baisse des recettes de l'impôt commercial communal et des transferts reçus de l'administration centrale. Le solde de la Sécurité sociale baisserait dans une moindre mesure (surplus de 1,6 % du PIB en 2020 contre 1,9 % du PIB en 2019), en raison notamment de la baisse des revenus de la propriété du Fonds de compensation. La Sécurité sociale ne supporterait pas le coût des mesures en réaction à la crise, qui seraient financées dans leur grande majorité par l'administration centrale.

En 2021, le solde des administrations publiques s'améliorerait de +3,9 p.p. pour s'établir à -1,5 % du PIB, conséquence du caractère non récurent en ce qui concerne la majorité des hausses de dépenses prévues en 2020. Le déficit de l'administration centrale serait de l'ordre de 2,8 % du PIB. Le solde des communes s'améliorerait par rapport à celui projeté pour 2020 alors que la situation inverse prévaudrait au niveau de la Sécurité sociale.

Entre 2021 et 2023, la hausse graduelle du solde des administrations publiques résulterait principalement de l'amélioration du solde de l'administration centrale, sous fond de reprise de l'activité économique.

Au final, le solde des administrations publiques se dégraderait sur l'horizon de projection, en passant d'un surplus de 2,4 % du PIB en 2019 à un déficit de 0,8 % du PIB en 2023. Par rapport au solde quasiment à l'équilibre observé en 2019, la situation de l'administration centrale serait toujours fortement détériorée en 2023, avec un déficit de 2,1 % du PIB, un niveau semblable à celui observé en 2010 sous l'effet de la crise économique et financière. La situation budgétaire projetée pour 2020 (déficit supérieur à 3 % du PIB) ne devrait pas avoir de conséquences à court terme au niveau du respect des règles du Pacte de stabilité et de croissance[59]. Toutefois, à l'aune des chiffres projetés par la BCL et au vu des défis auxquels les autorités devront faire face dans les années futures, des efforts d'assainissement devront être entrepris, une fois la crise économique dissipée, dans le but de réduire au maximum les déficits enregistrés au niveau de l'administration centrale.

La dette publique : évolution récente et perspectives

Alors qu'elle affichait un niveau stable aux alentours de 7 % du PIB jusqu'en 2007, la dette des administrations publiques luxembourgeoises a nettement augmenté à partir de 2008. Cette augmentation s'explique par la participation de l'État dans le capital d'une banque et le financement des déficits récurrents de l'administration centrale. La garantie financière accordée à un autre groupe bancaire n'est pas incluse dans la dette publique, mais représente un risque potentiel si elle venait à être utilisée. Le montant maximal de cette garantie a atteint 2,55 milliards d'euros, soit environ 4 % du PIB de 2019.

Après un pic de 23,7 % observé en 2013, le ratio de dette publique a évolué à la baisse jusqu'en 2016 où il s'établissait à 20,1 % du PIB, avant de remonter à 22,3 % du PIB en 2017 après l'émission d'une obligation d'un montant de 2 milliards d'euros, la première effectuée par le gouvernement depuis le mois de juillet 2013 (à l'exception de l'émission du Sukuk à l'automne 2014). Le ratio a ensuite diminué à 21,0 % du PIB en 2018 avant de remonter à 22,0 % du PIB en 2019, à la suite d'une nouvelle émission pour un montant de 1,7 milliard d'euros.

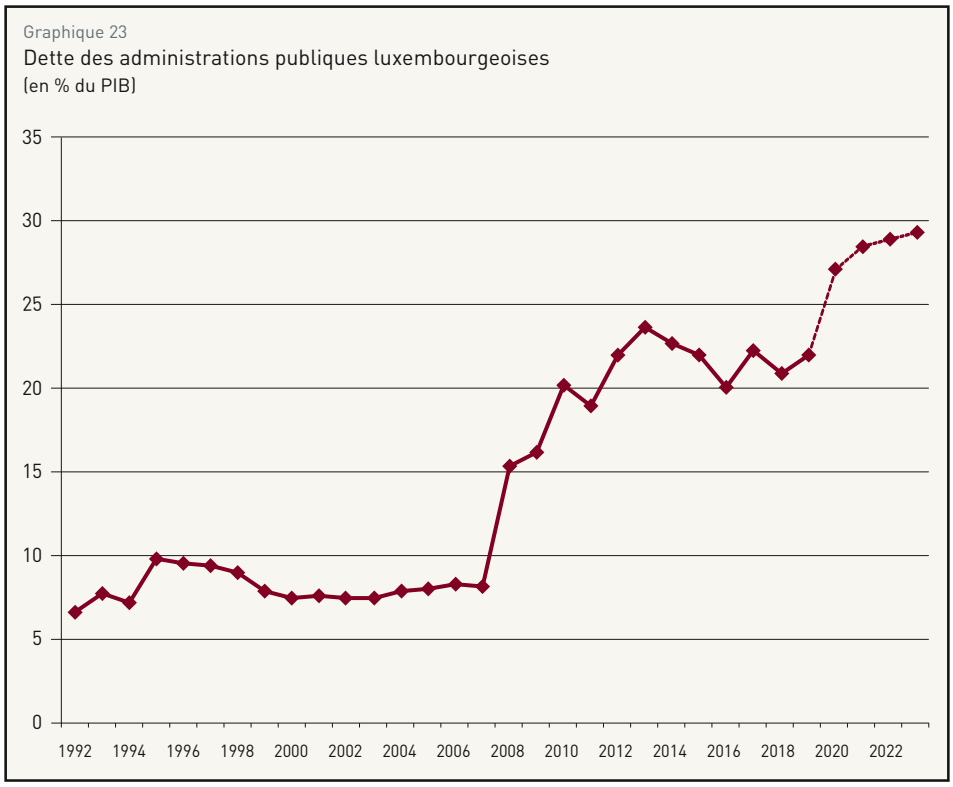
Le 22 avril 2020, le gouvernement a émis une obligation, composée de deux tranches, pour un montant total de 2,5 milliards d'euros (4,1 % du PIB) et un taux de rendement pondéré moyen de -0,035 %. La première tranche, d'un volume de 1,5 milliard d'euros, a une maturité de 5 ans et la deuxième, d'un volume de 1 milliard d'euros, a une maturité de 10 ans. Le 14 septembre 2020, le gouvernement a également émis une obligation souveraine « durable » pour un montant de 1,5 milliard d'euros (2,5 % du PIB) et un taux de rendement de -0,123 %. Finalement, des certificats de Trésorerie ont été émis en juin 2020 pour un montant de 350 millions d'euros et une maturité de 6 mois, susceptibles d'être renouvelés à l'échéance.

Selon les projections de la BCL, ces nouvelles émissions devraient couvrir une bonne partie du déficit de l'administration centrale en 2020, mais ne seraient pas suffisantes au vu des déficits projetés, principalement au niveau de l'administration centrale. Pour la première fois depuis 2009, les administrations locales afficheraient également un solde négatif en 2020 (-0,4 % du PIB), qui aurait également un impact sur la dette. De plus, un emprunt obligataire institutionnel d'un encours de 2 milliards d'euros est arrivé à échéance le 18 mai 2020. Ce dernier a été préfinancé en grande partie via l'émission d'une obligation de 1,7 milliard d'euros fin 2019, mais le différentiel de 300 millions d'euros ferait pression à la hausse sur les besoins de financement du gouvernement.

Au final, selon les projections de la BCL, le ratio de dette devrait passer de 22,0 % du PIB en 2019 à 27,2 % du PIB en 2020, puis à 28,5 %, 28,9 % et 29,3 % du PIB en 2021, 2022 et 2023, respectivement. Les déficits des administrations centrale et locales ainsi que les emprunts venant à échéance

59 Le 23 mars 2020, le Conseil européen a approuvé la proposition de la Commission d'activer la clause pour récession économique sévère (« clause dérogatoire générale »), pour la première fois depuis son instauration en 2011.

Graphique 23
Dette des administrations publiques luxembourgeoises
(en % du PIB)



Sources : STATEC, calculs BCL

seraient financés par émission de dette. Les surplus dégagés par la Sécurité sociale ne viendraient pas compenser les déficits des deux autres sous-secteurs, mais seraient utilisés pour étoffer les réserves du Fonds de compensation.

La forte progression du ratio de dette (+7,3 % du PIB sur la période 2020-2023) serait influencée par trois composantes : un « effet boule de neige inversé », l'ajustement stock-flux et le solde primaire.

L'effet « boule de neige inversé »[60] aurait un impact à la baisse sur le ratio de dette sur la période 2020-2023 (impact cumulé de -3,9 % du PIB).

L'ajustement stock-flux[61] aurait un impact à la hausse sur le ratio (impact cumulé de + 3,0 % du PIB sur l'horizon de projection). Le financement des déficits observés au niveau de l'administration centrale et des communes alimenterait l'endettement des administrations publiques, étant donné que les surplus dégagés par la Sécurité sociale ne viendraient pas compenser les déficits des deux autres sous-secteurs.

Le solde primaire aurait quant à lui un impact à la hausse sur le ratio de dette (impact cumulé de +8,2 % du PIB entre 2020 et 2023), en raison des déficits projetés pour l'administration centrale et les communes (principalement celui de l'administration centrale en 2020) sur l'horizon de projection.

Au final et bien qu'en hausse continue sur l'horizon de projection, les ratios de dette tels que présentés dans les projections de la BCL resteraient inférieurs à l'objectif national de dette (objectif fixé à 30 % du PIB)[62].

Soulignons aussi que les garanties étatiques (d'un montant de 2,5 milliards d'euros, soit 3,9 % du PIB de 2019) pour aider les entreprises dans le cadre de la crise du COVID-19 ne sont pas incluses dans les projections de dette publique. Si elles doivent être appelées, ces garanties auront un impact à la hausse sur le ratio de dette.

60 L'effet boule de neige correspond à la différence entre le taux d'intérêt implicite sur la dette et la croissance nominale du PIB. Lorsque cette différence est négative, on parle d'un "effet boule de neige inversé". De manière simplifiée, le résultat signifie qu'avec un solde à l'équilibre, le ratio de dette baisse.

61 L'ajustement stock-flux correspond à la variation du niveau de dette qui n'est pas reflétée par le déficit. Il peut être dû à divers facteurs (vente ou achat d'actifs financiers, privatisation, nationalisation, variation de taux de change affectant des titres de dette libellées en devises étrangères, ...).

62 Il convient de noter que les révisions dans les données du PIB nominal (dénominateur du ratio) peuvent avoir un impact non négligeable (à la hausse comme à la baisse) sur le ratio de dette publique.

Dans une optique plus globale, il convient de mettre en parallèle les engagements[63] des administrations publiques luxembourgeoises avec les actifs financiers détenus et qui sont recensés dans les comptes financiers établis selon la norme SEC2010.

Les actifs financiers des administrations publiques luxembourgeoises se composent principalement d'actions, de parts d'OPC, de participations, de dépôts et d'autres comptes à recevoir. Ce portefeuille inclut notamment l'actif du Fonds de compensation commun au régime général des pensions, ainsi que toutes les participations de l'État dans différentes sociétés financières et non financières.

Du côté des engagements, les administrations publiques luxembourgeoises se financent par l'émission de titres, ainsi qu'au moyen d'emprunts contractés auprès d'institutions bancaires locales. Le poste « numéraire et dépôts » enregistre la valeur nominale des pièces de monnaie émises par la BCL pour le compte de l'État.

Tableau 19 :

Évolution des actifs et passifs financiers des administrations publiques luxembourgeoises

(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	12-2016	12-2017	12-2018	12-2019	03-2020	06-2020
Actifs financiers	**42 778**	**45 148**	**47 007**	**52 690**	**49 442**	**49 935**
Dépôts transférables, autres dépôts et numéraire	7 210	8 992	9 411	11 659	11 669	10 071
Titres autres qu'actions	9 205	9 292	9 254	10 108	9 940	10 360
Crédits	1 274	1 301	1 409	1 521	1 533	1 608
Actions et autres participations	20 313	20 819	21 400	23 932	21 056	22 466
Autres comptes à recevoir	4 777	4 744	5 533	5 470	5 245	5 432
Passifs financiers	**15 313**	**16 854**	**17 328**	**19 034**	**19 547**	**20 379**
Numéraire et dépôts	282	291	301	311	312	313
Titres autres qu'actions à long terme	7 231	9 028	8 932	10 426	10 427	11 010
Crédits	4 510	4 177	4 060	3 939	4 200	4 251
Autres comptes à payer	3 290	3 359	4 035	4 359	4 609	4 806
Patrimoine net financier	**27 465**	**28 294**	**29 679**	**33 657**	**29 895**	**29 556**

Sources : BCL, STATEC

Il ressort du tableau 19 qu'à la fin du mois de juin 2020, les actifs financiers des administrations publiques s'élevaient à 49 935 millions d'euros, soit environ 82 % du PIB, tandis que les engagements financiers se chiffraient à 20 379 millions d'euros, soit environ 34 % du PIB, de sorte que les actifs financiers nets détenus par les administrations publiques luxembourgeoises représentaient 29 556 millions d'euros, soit environ 49 % du PIB à la fin du premier semestre de 2020.

63 Les engagements financiers des administrations publiques diffèrent de la dette dans son acception « Maastricht » tant au niveau de la composition des instruments financiers inclus dans ces derniers que de leur valorisation.