

4. L'IMPACT DE « I-G » SUR LA DYNAMIQUE DE LA DETTE PUBLIQUE AU LUXEMBOURG⁶⁶

La soutenabilité des dettes publiques, qui est au cœur du cadre de gouvernance économique européen⁶⁷, est devenue un sujet d'autant plus important suite au déclenchement de la crise économique liée à la propagation du COVID-19. Les ratios de dette de la plupart des États membres de l'Union européenne (UE) se sont ainsi accrus de manière substantielle sous l'effet de l'action des stabilisateurs automatiques et des plans de stabilisation et de relance d'une ampleur inédite mis en place par les États membres.

Le Luxembourg présente un ratio d'endettement relativement bas en comparaison avec la moyenne des États membres de l'UE⁶⁸. La dette publique luxembourgeoise atteignait 15,9 milliards d'euros à la fin de l'année 2020, soit 24,9 % du PIB, en hausse de 2,8 % du PIB par rapport à 2019. Le ratio de dette reste toutefois largement en dessous du seuil de référence de 60 % du PIB inscrit au Pacte de stabilité et de croissance de l'UE. Il est également inférieur au niveau en dessous duquel le gouvernement s'est engagé à maintenir la dette publique durant sa législature (2018-2023), à savoir 30 % du PIB.

L'évolution du ratio de dette publique se calcule selon l'équation (1) ci-dessous :

$$(1) \quad \Delta \frac{D_t}{PIB_t} = \Delta d_t = d_t - d_{t-1} = \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} d_{t-1} - sp_t + dda_t$$

Selon cette équation, l'évolution du ratio de dette en t (Δd_t) est fonction du solde budgétaire primaire en t (sp_t), de l'« ajustement stock-flux » en t (dda_t)⁶⁹ ainsi que de la différence entre le taux d'intérêt nominal moyen associé à la dette publique (i_t) et le taux de croissance du PIB nominal (g_t), multiplié par le ratio de dette publique (en % du PIB) qui prévalait en $t-1$ (d_{t-1}). Lorsque le taux d'intérêt moyen (implicite) est supérieur au taux de croissance du PIB, une pression est exercée à la hausse sur le ratio de dette et un surplus primaire doit être dégagé pour stabiliser ce dernier (en considérant un ajustement stock-flux égal à 0). Cette pression sera d'autant plus importante que le niveau initial de la dette est élevé. C'est ce qu'on appelle communément l'« effet boule de neige ». En revanche, lorsque le signe du différentiel est négatif, une pression à la baisse est exercée sur le ratio de dette, qui pourrait donc diminuer ou être stable malgré des soldes primaires négatifs.

Avant l'éclatement de la crise du COVID-19 en 2020, un différentiel négatif était devenu la norme dans les pays de la zone euro. Selon les projections d'automne 2020 de la Commission, tous les pays de la zone euro à l'exception de la Grèce et de l'Italie avaient un différentiel i-g négatif en 2019. La crise du COVID-19 a impliqué une forte hausse, néanmoins temporaire, du différentiel en 2020 pour de nombreux pays, conséquence des taux de variation nettement négatifs du PIB⁷⁰.

66 Analyse rédigée par Florian Henne. Les vues exprimées dans cette partie sont exclusivement celles de l'auteur et n'engagent aucunement la BCL ou l'Eurosystème.

67 Selon le cadre de gouvernance européen, la dette publique brute ne peut excéder 60 % du PIB. Dans le cas où cette dernière est plus élevée que cette valeur de référence, l'écart entre le niveau de dette et la valeur de référence doit diminuer en moyenne de 1/20 par année.

68 Au 2^{ème} trimestre 2021, le taux d'endettement des 27 États membres de l'Union européenne s'élevait à 90,9 % du PIB et 14 États membres sur 27 ont déclaré un taux d'endettement supérieur à 60 % du PIB. L'Estonie est le seul pays membre de la zone euro à présenter un niveau d'endettement (19,6 % du PIB) inférieur à celui du Luxembourg (26,2 % du PIB).

69 L'ajustement stock-flux, ou « deficit-debt adjustment », inclut tout changement dans le niveau de dette qui n'est pas reflété dans le solde budgétaire nominal. Un ajustement stock-flux peut être dû à divers facteurs (par exemple vente ou achat d'actifs financiers, privatisation, nationalisation, variation de taux de change affectant des titres de dette libellés en devises étrangères).

70 Dans la plupart des pays de l'UE, le taux de variation du PIB nominal a été négatif en 2020 et d'une ampleur qui n'avait plus été observée depuis une très longue période. Le Luxembourg a par contre affiché un taux de variation positif en 2020.

Un différentiel *i-g* négatif constitue une situation favorable et qui permet *a priori* à un gouvernement d'accélérer la baisse de son ratio de dette et donc d'assainir plus rapidement ses finances publiques. Par contre, des gouvernements pourraient aussi être incités à émettre de la dette de manière excessive, étant donné l'effet boule de neige négatif qui, toutes choses étant égales, ferait baisser le ratio de dette. Le différentiel peut néanmoins s'inverser rapidement, comme en a témoigné la crise du COVID-19 pour 2020. Il est donc important d'en comprendre les fondements et d'estimer ses évolutions futures, afin d'anticiper son influence sur l'évolution du ratio de dette publique et mener des politiques budgétaires adaptées.

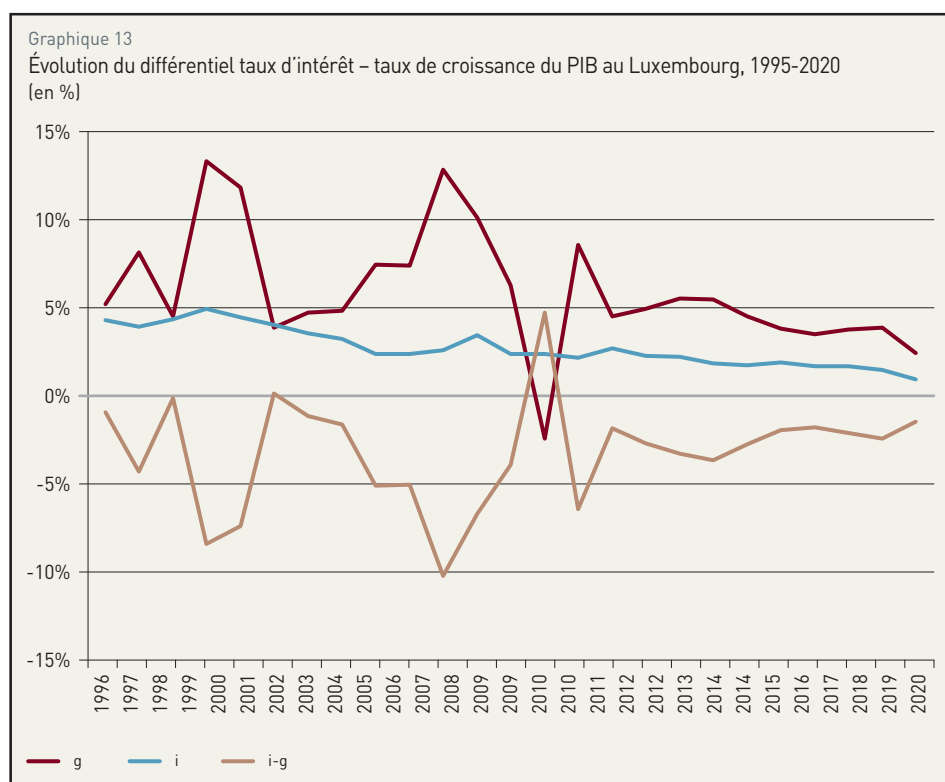
ÉVOLUTION HISTORIQUE DU DIFFÉRENTIEL I-G

Le graphique 13 reprend l'évolution du taux d'intérêt, du taux de croissance ainsi que du différentiel entre ces deux taux au Luxembourg depuis 1995. Le taux d'intérêt utilisé dans le graphique est un taux implicite, qui correspond au taux d'intérêt moyen appliqué sur l'ensemble des titres de dettes émis qui ne sont pas arrivés à échéance.

Il ressort du graphique que le taux d'intérêt moyen implicite a diminué progressivement au cours de la période sous revue. La croissance du PIB nominal a suivi une évolution plus volatile, mais s'est révélée, en moyenne, moins importante depuis la crise économique et financière de 2008-2009. Cette volatilité

se retrouve dans l'évolution du différentiel *i-g*, qui est néanmoins resté en territoire négatif durant la plupart des années sur la période observée.

Concernant le taux d'intérêt, la politique monétaire très accommodante de l'Eurosystème, qui a débuté il y a plus d'une décennie, a entraîné une diminution progressive et prolongée des taux d'intérêt, y compris des taux à long terme appliqués sur les titres de dette des administrations publiques⁷¹. Récemment, au Luxembourg, la situation relativement favorable des finances publiques a permis au gouvernement d'émettre des titres de dette à des conditions financières avantageuses. Plusieurs obligations ont notamment été émises au cours des années 2020 et 2021 avec des taux de rendement



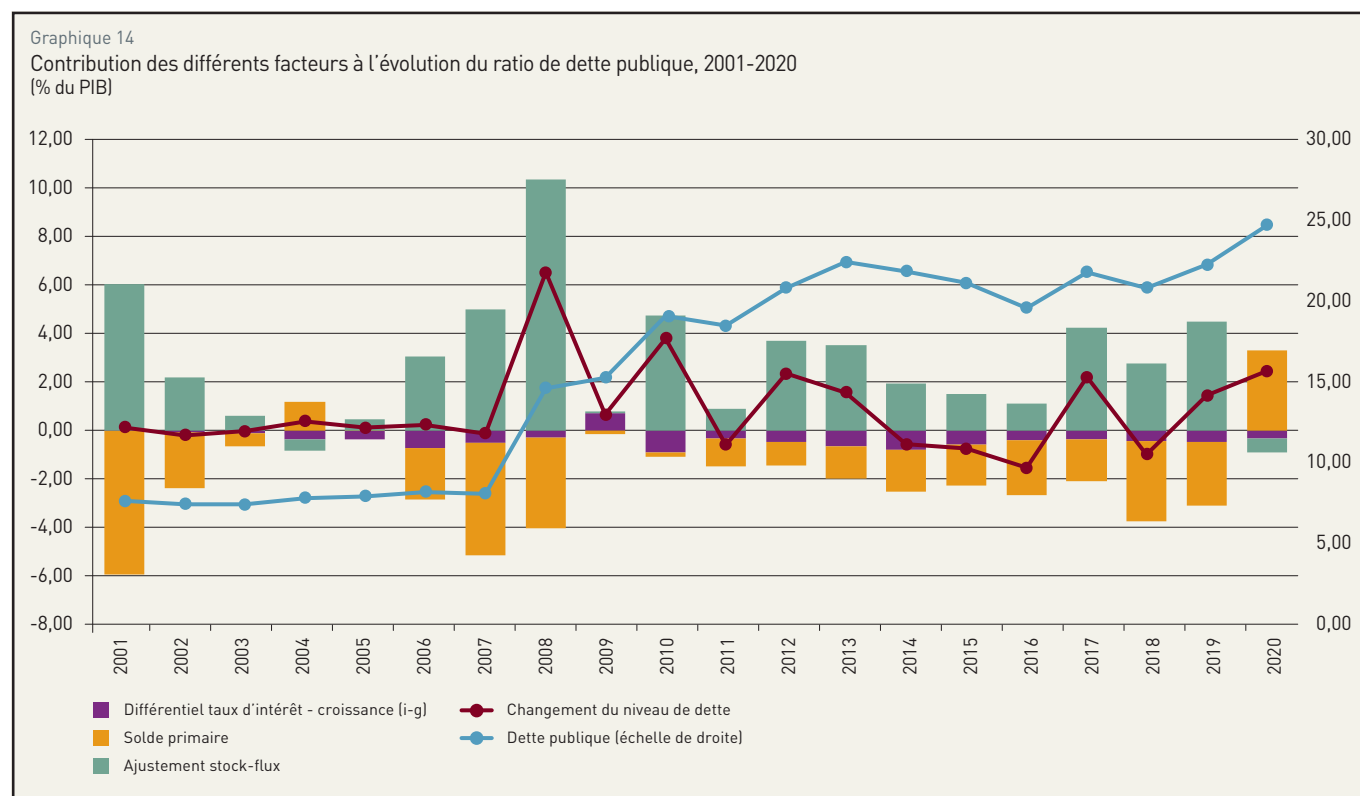
Sources : STATEC, calculs BCL

71 En outre, certains développements structurels ont pesé sur les taux d'intérêt d'équilibre. Il est généralement admis que le déclin de la croissance de la productivité, les facteurs démographiques et la forte demande pour des actifs liquides et sûrs, suite à la crise financière mondiale, ont contribué à faire baisser le taux d'intérêt d'équilibre dans la zone euro. Voir « An overview of the ECB's monetary policy strategy » publié dans le bulletin économique de la BCE n°5/2021 et disponible sous https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2021/html/ecb.ebart202105_01-d813529721.en.html#footnote.1

négatifs⁷². Des niveaux d'endettement public élevés sont généralement associés à des taux d'intérêt plus importants appliqués aux titres de dette publique, via une prime de risque. Avec un taux d'endettement n'ayant jamais dépassé les 25 % du PIB sur la période 1995-2020, le Luxembourg fait partie des pays les moins endettés de la zone euro.

En ce qui concerne le taux de croissance du PIB nominal, il s'est élevé à 7,8 % en moyenne sur la période 2000-2007. Après la crise financière de 2008-2009 et le pic de croissance dû à un effet de rattrapage qui s'en est suivi, le rythme de croissance du PIB nominal a ralenti. Il s'est élevé à 4,4 % en moyenne entre 2013 et 2019. Pour l'année 2020, la croissance du PIB nominal, qui s'est chiffrée à 2,4 %, a été fortement affectée par l'émergence de la crise économique liée au COVID-19. Toutefois, le taux de variation est resté positif et également plus élevé qu'en 2009 lorsque le PIB nominal avait chuté de 2,4 %.


Il a résulté de l'évolution du taux d'intérêt et du taux de croissance du PIB que le différentiel entre ces deux taux a été négatif pour la plupart des années de la période sous revue.



Sources : STATEC, calculs BCL

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

72 Le 22 avril 2020, le gouvernement a émis une obligation (composée de deux tranches) avec un taux de rendement moyen de -0,035 % pour un montant total de 2,5 milliards d'euros (3,9 % du PIB). Le 14 septembre 2020, le gouvernement a également émis une obligation souveraine « durable » pour un montant de 1,5 milliard d'euros (2,3 % du PIB) et une durée de 12 ans, avec un taux de rendement négatif de -0,123 %. Un nouvel emprunt de 2,5 milliards d'euros d'une durée de 10 ans à un taux de rendement de -0,045 % a été émis le 17 mars 2021. Fin 2019, le gouvernement a également émis une obligation de 1,7 milliard d'euros à un taux négatif de -0,247 %, tandis qu'une obligation de 2 milliards d'euros associée à un taux de 3,375 % a été remboursée en mai 2020.



Cet écart a contribué à faire baisser le ratio de dette, comme illustré au graphique 14, qui montre l'influence du différentiel (ainsi que celles des autres facteurs repris à l'équation 1) dans l'évolution du ratio de dette pour la période 2001-2020.

Il ressort du graphique que le ratio de dette publique (échelle de droite) a connu une évolution stable à un niveau relativement bas (environ 7 % du PIB) jusqu'en 2007. En 2008, la nette augmentation du ratio de dette publique, d'environ 7 % du PIB à 15 % du PIB, a découlé de la prise de participation de l'État dans le capital d'une banque, qui n'a pas été reflétée dans le déficit. En effet, cette prise de participation a dû être financée par une émission de dette, ce qui a poussé le ratio de dette publique à la hausse. En contrepartie, les actifs financiers détenus par l'État ont augmenté⁷³. Le ratio de dette a ensuite connu une hausse quasi continue jusqu'en 2013 pour atteindre 23,7 % du PIB, avant de redescendre jusqu'en 2016 où il s'établissait à 20,1 % du PIB. La trajectoire s'est ensuite à nouveau inversée et le ratio est remonté à 22,0 % du PIB en 2019, puis à 24,9 % du PIB en 2020.

Concernant les facteurs qui ont fait pression à la baisse sur le ratio d'endettement, on peut relever le solde budgétaire primaire, hormis pour l'année 2020 qui a été marquée par la crise liée au COVID-19, ainsi que, dans une moindre mesure, l'écart entre taux d'intérêt nominal et taux de croissance du PIB nominal.

L'augmentation du ratio de dette, malgré des surplus primaires récurrents, peut s'expliquer par les ajustements stock-flux enregistrés tout au long de l'horizon de projection. Ceux-ci sont calculés de manière résiduelle et peuvent résulter de plusieurs facteurs (voir l'exemple ci-avant du financement de la prise de participation de l'État dans le capital d'une banque). Dans une large mesure cependant, économiquement, les ajustements stock-flux sont le reflet des différences importantes entre les soldes dégagés au niveau des sous-secteurs. En particulier, les surplus substantiels dégagés par la Sécurité sociale ne viennent pas directement compenser les déficits de l'administration centrale, mais servent à alimenter le Fonds de compensation, dont l'objectif est de constituer une réserve en vue du financement futur des pensions. Étant donné que les déficits de l'administration centrale n'ont pas été financés par les surplus de la Sécurité sociale, ils ont dû l'être par émission de dette, ce qui a fait pression à la hausse sur le ratio de dette. En contrepartie, les actifs financiers détenus par les administrations publiques via le Fonds de compensation ont augmenté⁷⁴.

DÉFIS POUR LE FUTUR

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

Le taux d'intérêt implicite sur l'ensemble des titres de dette des administrations publiques a notamment été influencé à la baisse par les dernières émissions obligataires du gouvernement, à taux de rendement négatifs. Ces obligations ont été émises avec un taux fixe et une maturité égale ou supérieure à dix ans, diminuant ainsi les risques d'intérêt à court ou moyen terme. De plus, d'anciennes obligations qui avaient été émises par le gouvernement arriveront bientôt à échéance et devront être refinancées, avec un taux qui sera, selon toute vraisemblance, bien inférieur à leur taux initial. Étant donné la situation budgétaire relativement saine des finances publiques luxembourgeoises et les perspectives au

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

74 À la fin de l'année 2020, les actifs financiers détenus par le Fonds de compensation s'élevaient à environ 22,9 milliards d'euros, soit environ 36 % du PIB.

niveau de la politique monétaire de la zone euro⁷⁵, le taux d'intérêt moyen associé à la dette publique luxembourgeoise devrait rester faible à court et moyen terme.

Concernant le taux de croissance du PIB nominal, les prévisions macroéconomiques incluses dans le projet de Budget 2022 tablent sur une croissance de 8,0 % en 2021, 4,4 % en 2022 puis autour de 4,2 % pour le reste de l'horizon de projection (2023-2025). La croissance à court terme serait donc similaire aux taux qui ont pu être observés durant les années précédant la crise⁷⁶.

Toutefois, ce différentiel favorable n'est pas amené à perdurer indéfiniment. En effet, à plus long terme, le taux d'intérêt (*i*) est vraisemblablement amené à remonter, par exemple lorsque la politique monétaire deviendra plus restrictive. Les charges de la dette augmenteraient alors progressivement. Les nouvelles émissions de dette seraient associées à des taux d'intérêt plus élevés, conjointement à l'arrivée à échéance de titres anciennement émis à des conditions particulièrement favorables, ce qui aurait un impact positif sur le différentiel *i-g*.

Le graphique 15 présente, à des fins purement illustratives, l'impact que pourrait avoir une hausse du taux d'intérêt (implicite) sur l'évolution du ratio de dette publique à long terme (horizon 2040). Le graphique reprend les projections de dette publique de la BCL jusqu'en 2024, puis suppose un solde budgétaire primaire constant pour le reste de l'horizon de projection⁷⁷. Trois scénarios sont représentés, chacun reflétant une convergence du taux d'intérêt à l'horizon 2040, respectivement vers 1 %, 2,5 % et 4 %⁷⁸. Il en ressort que, à long terme, l'évolution du différentiel *i-g* (impacté ici via sa première composante) pourrait avoir un impact significatif sur la trajectoire de la dette. Dans le scénario favorable (convergence du taux implicite vers 1 %), le ratio s'élèverait à 19 % du PIB en 2040, alors qu'il atteindrait 24 % selon le scénario défavorable (convergence vers 4 %). La différence entre les deux scénarios serait donc d'environ 5 % du PIB, ce qui n'est pas négligeable étant donné qu'elle proviendrait exclusivement d'une différence quant à l'hypothèse faite sur les taux d'intérêt. Cela illustre encore une fois le rôle que peuvent jouer des taux d'intérêt bas sur la trajectoire de la dette publique. La projection ne tient, en outre, pas compte de l'effet négatif que pourrait avoir une hausse des taux d'intérêt de la dette publique sur la croissance économique, aggravant davantage le différentiel *i-g*.

Il ressort ainsi du graphique 15 qu'une détérioration du différentiel *i-g* pourrait amener la dette sur une trajectoire ascendante. Afin de stabiliser le ratio de dette, des soldes primaires plus élevés devraient être dégagés en compensation, ce qui sera rendu d'autant plus difficile au vu des nombreux défis auxquels les autorités devront faire face dans les années à venir (hausse programmée des coûts du vieillissement de la population, dépenses liées aux objectifs climatiques, investissements en infrastructures...). L'impact d'une hausse du différentiel sur la dynamique de la dette est toutefois à nuancer à la lumière du ratio d'endettement relativement faible du Luxembourg en comparaison avec d'autres pays de la zone euro. En effet, plus le niveau initial de dette est élevé, plus l'impact de *i-g* sur la dynamique de la dette est important (cf. équation 1 ci-dessus).

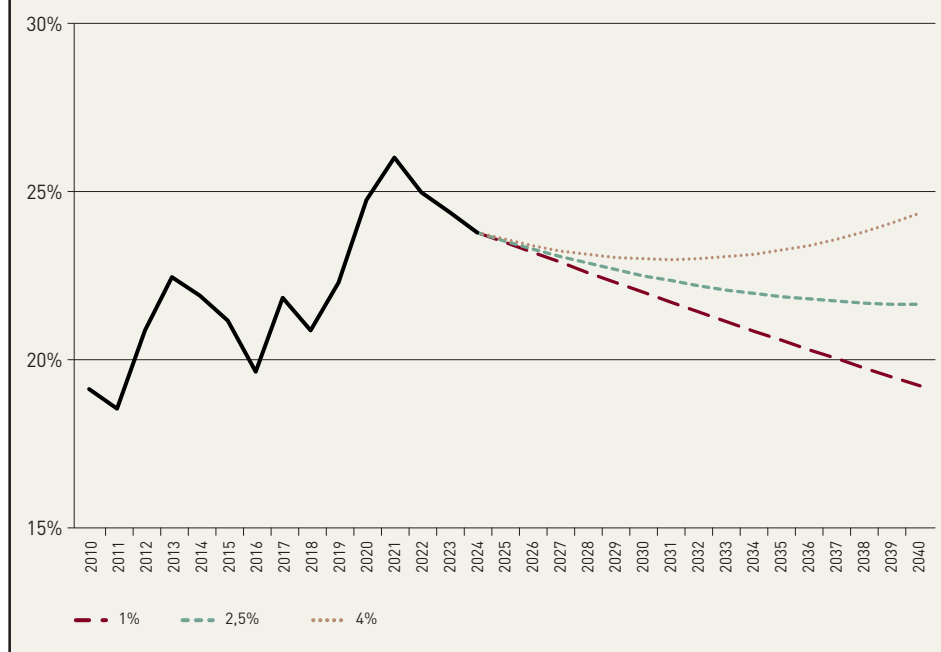
75 Le 28 octobre 2021, le Conseil des gouverneurs de la BCE a annoncé prévoir que les « les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il constate que l'inflation atteint 2 % bien avant la fin de son horizon de projection et durablement sur le reste de cet horizon, et qu'il juge les progrès de l'inflation sous-jacente suffisants pour être compatibles avec une stabilisation de l'inflation à 2 % à moyen terme. »

76 Sur la période 2013-2019, le taux de croissance annuel moyen du PIB nominal s'est élevé à 4,4 %.

77 Concernant les autres variables déterminant l'évolution du ratio de dette, l'ajustement stock-flux est aussi supposé constant à partir de la dernière année de projection de la BCL (2024). Le PIB nominal est supposé croître à un taux d'environ 4 % sur la période, en ligne avec les hypothèses macroéconomiques incluses dans le rapport sur le vieillissement 2021 de la Commission européenne (*Ageing Report 2021*) et avec un taux d'inflation annuel d'environ 2 %.

78 À titre de comparaison, le taux d'intérêt implicite a été de 2,5 % en moyenne sur la période 2000-2020.

Graphique 15
Projection du ratio de dette publique en fonction de l'évolution du taux d'intérêt moyen associé aux titres de dette (% du PIB)



Sources : STATEC, calculs BCL

Un impact à la hausse sur le différentiel $i-g$ pourrait survenir en cas de hausse des taux d'intérêt⁷⁹, mais également via une baisse du taux de croissance du PIB (g) en cas de choc exogène négatif sur l'économie luxembourgeoise. Un tel choc pourrait ensuite, indirectement, exercer aussi une pression à la hausse sur le taux d'intérêt (i).

Les coûts du vieillissement de la population constituent également un défi de taille pour la dynamique de la dette à long terme. Une augmentation de ces coûts aurait pour effet non seulement de faire pression à la hausse sur les dépenses publiques, mais pourrait aussi détériorer le différentiel $i-g$, via une baisse à long terme de la croissance de l'emploi et de la croissance du PIB⁸⁰.

Compte tenu des risques identifiés ci-dessus, il est important de

maintenir des finances publiques saines. Une fois que la crise économique liée au COVID-19 se sera dissipée, il sera important de réduire le déficit au niveau de l'administration centrale. Un solde budgétaire au niveau de l'administration centrale moins négatif, voire en équilibre ou en surplus, pourrait permettre une baisse du ratio de dette publique, tant que le différentiel $i-g$ restera favorable.

79 Le taux d'intérêt implicite est, dans une large mesure, déterminé par des facteurs exogènes à l'économie luxembourgeoise et sur lesquels le gouvernement luxembourgeois n'a pas d'emprise directe. En maintenant un niveau de dette publique peu élevé, le gouvernement peut néanmoins influencer la prime de risque sur les nouvelles émissions de dette publique que demanderont les détenteurs de la dette.

80 Voir à ce sujet la partie 1 de ce bulletin portant sur la soutenabilité à long terme des dépenses de pension au Luxembourg.