

BULLETIN
2014

4



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTEME



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME



Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

Banque centrale du Luxembourg
Section Communication
2, boulevard Royal
L-2983 Luxembourg
Télécopie : (+352) 4774-4910
e-mail : info@bcl.lu
Luxembourg, janvier 2015

Achévé de rédiger le 15 décembre 2014

SOMMAIRE

| | | |
|----------|---|-----------|
| 1 | LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE | 8 |
| 1.1 | La situation économique dans la zone euro | 8 |
| 1.1.1 | Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire | 8 |
| 1.1.2 | Les marchés obligataires | 8 |
| 1.1.3 | Le marché des actions | 9 |
| 1.1.4 | Le marché des changes | 9 |
| 1.1.5 | Les prix à la consommation | 10 |
| 1.1.6 | L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail | 11 |
| 1.1.7 | La balance des paiements de la zone euro | 11 |
| 1.1.8 | Les projections macroéconomiques pour la zone euro | 12 |
| 1.2 | La situation économique au Luxembourg | 14 |
| 1.2.1 | Les prix et les coûts | 14 |
| 1.2.2 | Le marché du travail | 18 |
| 1.2.3 | Les activités sectorielles | 23 |
| 1.2.4 | L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs | 40 |
| 1.2.5 | La croissance économique | 42 |
| 1.2.6 | Les projections macroéconomiques de décembre 2014 | 44 |
| 1.2.7 | Le commerce extérieur | 53 |
| 1.2.8 | La balance des paiements | 54 |
| 1.2.9 | La position extérieure globale | 56 |
| 2 | AVIS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG (BCL) SUR LE PROJET DE LOI CONCERNANT LE BUDGET DES RECETTES ET DES DEPENSES DE L'ETAT POUR L'EXERCICE 2015 | 61 |
| 1. | Le contexte macroéconomique au Luxembourg et dans la zone euro | 64 |
| 1.1. | Le contexte macroéconomique depuis la crise financière | 64 |
| 1.1.1. | La croissance économique | 64 |
| 1.1.2. | Le revenu national brut | 67 |
| 1.1.3. | Le chômage | 67 |
| 1.1.4. | Les coûts salariaux unitaires | 69 |
| 1.1.5. | L'inflation | 70 |
| 1.2. | Les perspectives de croissance à court terme | 71 |
| 1.2.1. | La zone euro | 71 |
| 1.2.2. | Le Luxembourg | 72 |
| 1.2.3. | Les incohérences dans les données/hypothèses macroéconomiques | 73 |
| 1.3. | Les finances publiques | 76 |

| | | |
|--------|--|-----|
| 1.3.1. | Les normes comptables et l'impact de la transition vers le SEC2010 sur les données de finances publiques | 76 |
| 1.3.2. | La politique budgétaire au cours des années récentes | 78 |
| 1.3.3. | La situation budgétaire: revue de l'année 2013 | 80 |
| 2. | Les grandes lignes du projet de budget 2015 | 82 |
| 2.1. | La présentation globale du projet de budget | 82 |
| 2.2. | L'analyse détaillée des recettes provenant des taxes directes et indirectes | 86 |
| 2.2.1. | La taxe d'abonnement | 87 |
| 2.2.2. | Les recettes des douanes et accises | 90 |
| 2.2.3. | Les recettes de TVA | 94 |
| 2.2.4. | L'impôt sur les personnes physiques et la non-indexation des barèmes | 95 |
| 2.2.5. | Les dépenses fiscales | 97 |
| 2.3. | L'analyse de la contribution de 0,5% | 99 |
| 2.4. | Le « Paquet pour l'avenir » | 101 |
| 2.5. | Les recettes en provenance des participations de l'État | 104 |
| 2.6. | Le fonds souverain | 105 |
| 2.7. | L'impact macroéconomique du projet de budget | 108 |
| 3. | La programmation pluriannuelle | 112 |
| 3.1. | Le volet macroéconomique | 112 |
| 3.2. | Le volet finances publiques | 115 |
| 4. | Les projections de finances publiques de la BCL de décembre 2014 | 119 |
| 4.1. | Les recettes | 119 |
| 4.2. | Les dépenses | 120 |
| 4.3. | Les capacités ou besoins de financement | 122 |
| 4.4. | La dette publique : évolution récente et perspectives | 124 |
| 4.5. | La simulation des projections de finances publiques avec le scénario macroéconomique du Gouvernement | 124 |
| 5. | Le test de robustesse des finances publiques luxembourgeoises | 126 |
| 5.1. | Le scénario macroéconomique du test de résistance appliqué aux banques | 126 |
| 5.2. | Le scénario adverse avec l'outil de la BCL | 127 |
| 5.3. | L'exercice standardisé avec semi-élasticités | 128 |
| 5.4. | Conclusions | 128 |
| 6. | L'incertitude entourant l'estimation des soldes structurels | 129 |
| 7. | Les finances des Administrations locales | 133 |
| 8. | Les éléments additionnels | 135 |
| 8.1. | La Trésorerie de l'Etat et le Fonds de la dette | 135 |
| 8.2. | Le Conseil national des finances publiques | 138 |
| 8.3. | Le Comité économique et financier national | 138 |

| | | |
|----------|--|------------|
| 3 | ANNEXES | 176 |
| 1 | Règlements de la Banque centrale du Luxembourg | 142 |
| 2 | Circulaires de la BCL | 145 |
| 3 | Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL (www.bcl.lu) | 146 |
| 1 | Statistiques de politique monétaire | 146 |
| 2 | Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg | 146 |
| 3 | Marchés de capitaux et taux d'intérêt | 146 |
| 4 | Développements des prix et des coûts au Luxembourg | 146 |
| 5 | Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise | 146 |
| 6 | Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises | 146 |
| 7 | Balance des paiements du Luxembourg | 147 |
| 8 | Commerce extérieur | 147 |
| 9 | Position extérieure globale | 147 |
| 10 | Avoirs de réserve | 147 |
| 11 | Établissements de crédit | 147 |
| 12 | Activité bancaire internationale | 148 |
| 13 | Organismes de placement collectif | 148 |
| 14 | Professionnels du secteur financier | 148 |
| 15 | Sociétés de gestion | 148 |
| 16 | Compagnies d'assurances et fonds de pension | 148 |
| 4 | Publications de la BCL | 149 |
| 5 | Publications de la Banque centrale européenne (BCE) | 151 |
| 6 | Liste des abréviations | 152 |

| | | |
|----------|--|----------|
| 1 | LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE | 8 |
| 1.1 | La situation économique dans la zone euro | 8 |
| 1.1.1 | Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire | 8 |
| 1.1.2 | Les marchés obligataires | 8 |
| 1.1.3 | Le marché des actions | 9 |
| 1.1.4 | Le marché des changes | 9 |
| 1.1.5 | Les prix à la consommation | 10 |
| 1.1.6 | L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail | 11 |
| 1.1.7 | La balance des paiements de la zone euro | 11 |
| 1.1.8 | Les projections macroéconomiques pour la zone euro | 12 |
| 1.2 | La situation économique au Luxembourg | 14 |
| 1.2.1 | Les prix et les coûts | 14 |
| 1.2.2 | Le marché du travail | 18 |
| 1.2.3 | Les activités sectorielles | 23 |
| 1.2.4 | L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs | 40 |
| 1.2.5 | La croissance économique | 42 |
| 1.2.6 | Les projections macroéconomiques de décembre 2014 | 44 |
| 1.2.7 | Le commerce extérieur | 53 |
| 1.2.8 | La balance des paiements | 54 |
| 1.2.9 | La position extérieure globale | 56 |

1 LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire

Les taux directeurs de l'Eurosystème sont restés inchangés depuis septembre 2014. Actuellement, le taux d'intérêt sur les opérations principales s'élève à 0,05%, le taux de la facilité de dépôt à -0,20% et celui de la facilité de prêt marginal à 0,30%.

S'agissant des mesures non conventionnelles de politique monétaire, l'Eurosystème a commencé à acheter des obligations sécurisées (covered bonds) et des titres adossés à des actifs (*asset-backed securities ou ABS*). Ces deux programmes dureront au moins deux ans. Deux opérations de refinancement à plus long terme ciblées ont été conduites en septembre et en décembre. Six autres opérations de ce type vont suivre à un rythme trimestriel jusqu'en juin 2016. Selon le Conseil des gouverneurs, pris dans leur ensemble, ces mesures, auront une incidence notable sur le bilan de l'Eurosystème, qui est destiné à se rapprocher de la taille qu'il affichait début 2012.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs réévaluera en début d'année le degré d'assouplissement monétaire accompli et l'incidence plus large des évolutions récentes des cours du pétrole sur la tendance à moyen terme de l'inflation dans la zone euro. S'il s'avérait nécessaire d'accentuer la réponse aux risques d'une période trop prolongée de faible inflation, le Conseil des gouverneurs reste unanime quant à son engagement à recourir à des instruments non conventionnels supplémentaires dans le cadre de son mandat. Cela impliquerait de modifier l'ampleur, le rythme et le contenu de ces mesures.

En ce qui concerne l'analyse monétaire, les données relatives à octobre 2014 laissent discerner une croissance, quoique atone, de la monnaie au sens large (M3), le taux de croissance annuel s'est élevé à 2,5% en octobre, le même taux qu'au mois de septembre. L'expansion annuelle de M3 a continué d'être soutenue par ses composantes les plus liquides, l'agrégat monétaire étroit M1 ayant progressé à un rythme annuel de 6,2% en octobre.

Le rythme annuel de variation des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est établi à -1,6% en octobre, après -1,8% en septembre, affichant un redressement progressif après le point bas de -3,2% atteint en février. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (corrigé des cessions de prêts et de la titrisation) est ressorti à 0,6% en octobre (après 0,5% en septembre).

Concernant l'analyse économique, les dernières données macroéconomiques publiées par Eurostat et les résultats d'enquêtes récentes confirment le scénario d'une croissance plus faible pour la période à venir. Cependant, les perspectives d'une reprise économique modérée se maintiennent. Les évolutions macroéconomiques, l'évolution des prix à la consommation et les projections macroéconomiques pour la zone euro sont présentées plus en détail dans les pages qui suivent.

1.1.2 Les marchés obligataires

Les rendements des titres publics à long terme dans la zone euro et aux Etats-Unis ont connu des évolutions contrastées au cours du quatrième trimestre pour s'établir à respectivement 0,9% et 2,2% début décembre. Après une chute des taux obligataires des Etats-Unis en début octobre liée à des tensions sur les marchés des actions, ces taux ont de nouveau progressé depuis fin octobre tandis que les taux obligataires de la zone euro ont continué leur tendance baissière. L'écart entre les rendements des titres publics dans la zone euro et aux Etats-Unis a retrouvé son niveau de la fin du troisième trimestre.

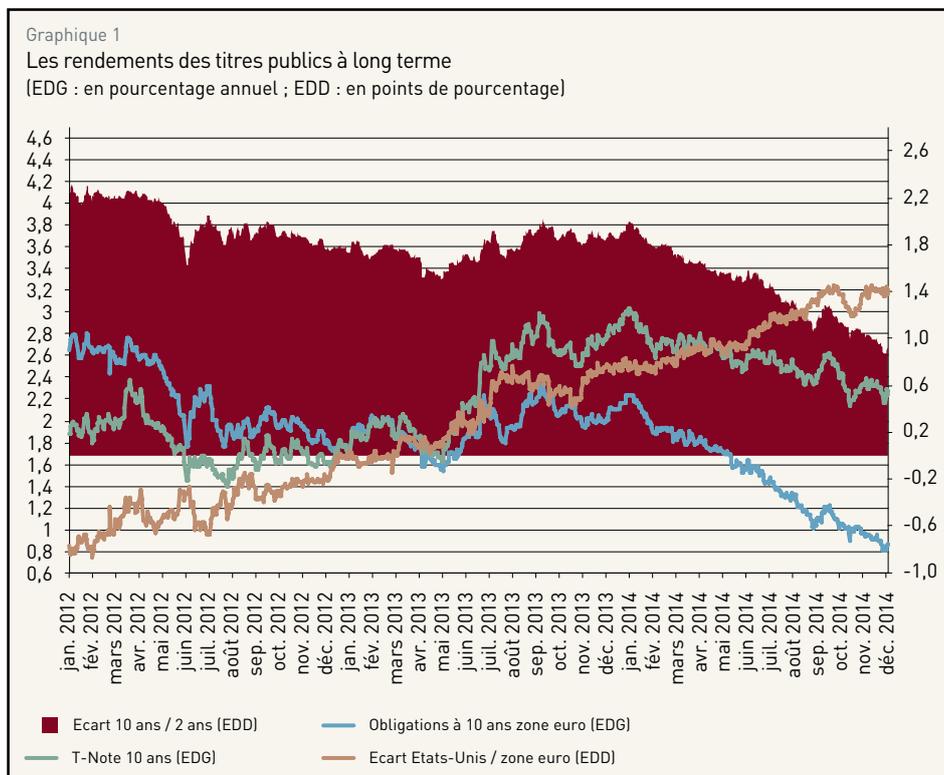
Les rendements des emprunts publics à deux ans (zone euro) ont légèrement augmenté, mais ont restés négatifs (-0,06%) à la fin de la période. Par conséquent, le différentiel entre les rendements à 2 ans et 10 ans s'est resserré d'avantage, ce qui est en ligne avec la croissance plus faible anticipée pour la zone euro et la stratégie du Conseil des gouverneurs consistant à orienter les anticipations concernant l'évolution future des taux directeurs. L'évolution du différentiel des taux entre la zone euro et l'étranger est à situer dans le contexte des différences significatives et croissantes des cycles de politique monétaire des principales économies avancées.

1.1.3 Le marché des actions

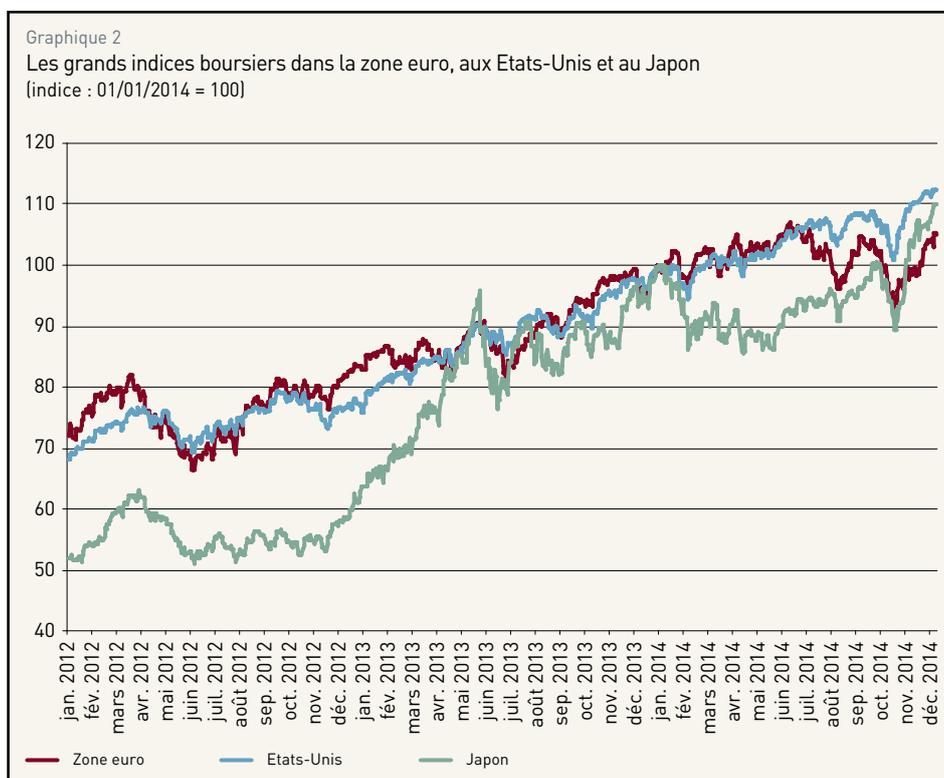
Après une chute des marchés des actions début octobre, les indices boursiers aux Etats-Unis (S&P 500), dans la zone euro (Euro Stoxx) et au Japon (Nikkei 225) ont continué de progresser au cours du quatrième trimestre. Cependant, cette progression est plus modérée dans la zone euro (3%) qu'aux Etats-Unis (6,6%), probablement à cause d'incertitudes concernant l'activité économique plus prononcées pour la zone euro qu'aux Etats-Unis, où la reprise semble prendre consistance. Les indices boursiers ont progressé de 11,5% au Japon, ce qui est à mettre en relation avec le changement de la politique monétaire de la Banque du Japon au quatrième trimestre.

1.1.4 Le marché des changes

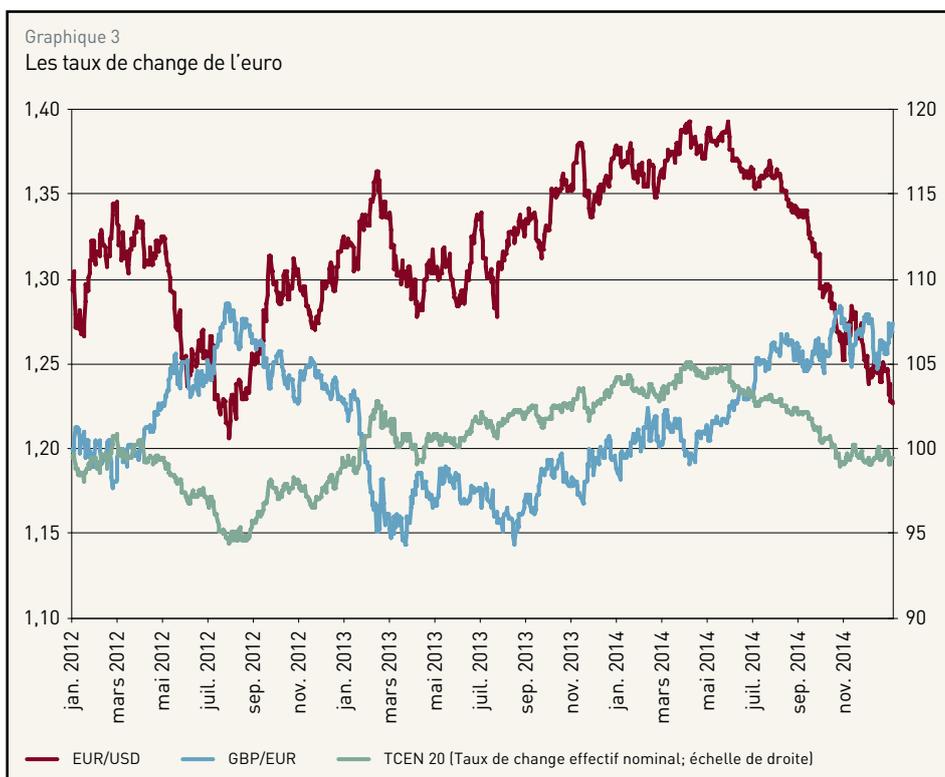
Après l'annonce en septembre de mesures non-conventionnelles supplémentaires de la BCE, le taux



Sources : BCE, Bloomberg



Source : Bloomberg



Sources : BCE, Bloomberg

de change effectif nominal (TCEN) de l'euro, mesuré par un panier de devises composé des 20 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de 1,5% jusque début décembre. Sur la même période, l'euro a perdu, en termes bilatéraux, 6,5% envers le dollar américain et 0,7% envers la livre sterling. Les fluctuations des taux de change ont été largement liées aux anticipations relatives aux évolutions futures des politiques monétaires des principaux pays développés, ainsi qu'aux ajustements des anticipations des marchés concernant les perspectives économiques de la zone euro comparées à celles d'autres grandes économies.

L'euro s'est cependant apprécié de plus de 8% envers le yen japonais, suite à l'annonce, fin octobre, de l'élargissement du programme d'assouplissement monétaire

quantitatif et qualitatif par la Banque du Japon et de 33,5 % vis-à-vis du rouble russe. S'agissant des devises des autres États membres de l'UE, l'euro s'est apprécié au cours des trois derniers mois de l'année 2014 face à la couronne suédoise (de 1,3 %) et au leu roumain (de 1,2 %), mais s'est déprécié vis-à-vis du forint hongrois (de 2,5 %) et du zloty polonais (de 1,2 %). Le litas lituanien et la couronne danoise, qui participent au Mécanisme de taux de change (MCE II), sont restés globalement stables par rapport à l'euro.

1.1.5 Les prix à la consommation

L'inflation annuelle de la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), est passée de 2,5% en moyenne en 2012 à seulement 1,4% en 2013, pour s'établir en-dessous de 1% par la suite. En novembre 2014, le taux de variation annuel n'a été que de 0,3%.

Tableau 1

Evolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et de ses composantes dans la zone euro (taux de variation annuels)

| | 2012 | 2013 | 2014 - 11 MOIS | 2014 T2 | 2014 T3 | NOV.-2014 |
|--|------|------|----------------|---------|---------|-----------|
| IPCH global | 2,5 | 1,4 | 0,5 | 0,6 | 0,4 | 0,3 |
| Produits alimentaires non transformés | 3,0 | 3,5 | -0,8 | -1,8 | -2,0 | 0,0 |
| Produits alimentaires transformés | 3,1 | 2,2 | 1,3 | 1,5 | 1,0 | 0,8 |
| Produits manufacturés hors énergie | 1,2 | 0,6 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,0 |
| Energie | 7,6 | 0,6 | 0,1 | -0,4 | -1,8 | -2,5 |
| Services | 1,8 | 1,4 | 0,1 | 1,3 | 1,2 | 1,1 |
| IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie | 1,8 | 1,3 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,7 |

Source: Eurostat

Le repli de l'inflation au cours de l'année 2014 a concerné chacune de ses cinq composantes. Il est relativement important pour les composantes plus volatiles telles que les produits alimentaires non traités et l'énergie, leurs taux de variation annuel ayant été négatifs pendant plusieurs mois. Les composantes plus « stables », telles que les services et les biens industriels non énergétiques, se caractérisent également par des taux d'inflation historiquement bas.

Les origines de cette baisse de l'inflation sont multiples. Ainsi, la progression des prix des produits alimentaires s'est infléchi depuis la mi-2013 sur fond de conditions climatiques favorables. Des récoltes plus abondantes ont notamment eu un impact direct sur les prix des fruits et légumes. Elles ont également entraîné un recul des prix des matières premières agricoles telles que le blé et le lait, une baisse des prix qui à son tour a eu une incidence graduelle sur les prix des produits alimentaires transformés, comme le pain par exemple. Le prix du pétrole exprimé en euros a pour sa part reculé d'approximativement 17% sur un an et d'environ 30% par rapport au sommet observé en mars 2012. En conséquence directe de cette détente, les prix des produits énergétiques sont en recul. De manière indirecte, cette baisse du prix du pétrole entraîne une diminution du coût de production d'autres biens et services, ce qui se répercute sur les prix à la consommation. Si l'environnement macroéconomique s'améliore graduellement, les conditions cycliques dans la zone euro demeurent cependant faibles et les prix ne subissent donc pas de pression à la hausse via la demande: au cours des derniers trimestres, la consommation privée et le salaire moyen ont ainsi connu des expansions inférieures à leurs dynamiques historiques.

1.1.6 L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail

Selon l'office statistique européen (Eurostat), le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,2% au troisième trimestre 2014 par rapport au trimestre précédent (données corrigées des variations saisonnières). La progression trimestrielle a été plus marquée dans deux des trois pays limitrophes du Luxembourg – le PIB ayant progressé de 0,3% en Belgique et en France. En Allemagne, la croissance trimestrielle s'est établie à 0,1%. Au contraire, le PIB en volume a décru à Chypre (-0,3%), en Autriche (-0,3%) et en Italie (-0,1%). En glissement annuel, le PIB réel de la zone euro a affiché une progression de 0,8% au troisième trimestre 2014.

Selon Eurostat, sur base des données détaillées et en glissement trimestriel, la consommation des ménages a progressé de 0,5% au troisième trimestre 2014, la consommation publique s'est inscrite en hausse de 0,3%, et les exportations et importations se sont accrues de respectivement 1,3% et 1,4%. Au contraire, pour le deuxième trimestre consécutif, la formation brute de capital fixe avec un taux de -0,3%, s'est inscrite en repli dans la zone euro. Au niveau sectoriel, l'activité a augmenté dans l'ensemble des branches économiques, hormis dans la construction, où l'activité a enregistré une baisse de 0,6%.

L'embellie conjoncturelle commence aussi à porter ses fruits sur le marché du travail de la zone euro. En effet, l'emploi s'est inscrit en hausse de 0,2% sur 3 mois (0,4% sur un an) au troisième trimestre 2014. Au niveau sectoriel, l'emploi a progressé dans toutes les branches de production, à l'exception de la finance (-0,8% sur un trimestre) et du secteur primaire (-0,2%). De son côté, le taux de chômage s'est affiché à 11,5% en novembre, stable par rapport au mois précédent mais en baisse par rapport à son niveau d'il y a un an (-0,4 p.p.).

1.1.7 La balance des paiements de la zone euro

Sur les 12 derniers mois se clôturant en septembre 2014, le solde courant de la zone euro a poursuivi son amélioration entamée depuis la seconde partie de l'année 2011. La balance courante a ainsi dégagé un excédent cumulé sur ces 12 mois de 242 milliards d'euros (2,5% du PIB), comparé à un excédent de 184 milliards (2% du PIB) sur la période correspondante de 2013. Cette évolution positive provient essentiellement d'une importante amélioration de la balance des biens et services. En effet, l'excédent

du solde des marchandises, qui d'habitude apporte la plus grosse contribution positive à la balance courante, n'a cessé de croître en totalisant 215 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en septembre 2014 comparé à un surplus de 194 milliards sur la période correspondante de 2013. Cette amélioration s'explique par une stagnation des importations de biens qui ont donc largement subi le contrecoup de la faiblesse de l'activité économique dans la zone euro, alors que les exportations ont, de leur côté, enregistré une croissance positive de 1%.

Dans la balance des services, le taux de croissance des exportations (+8%) s'est également avéré supérieur à celui des importations (+4%), permettant ainsi au surplus cumulé sur ces 12 mois d'atteindre 95 milliards d'euros, comparé à un surplus de 65 milliards sur la période correspondante de 2013. L'évolution positive des soldes de biens et de services a été renforcée par une hausse de 7% dans le surplus cumulé du revenu primaire qui a atteint 72 milliards. A cela s'ajoute l'amélioration du revenu secondaire dont le déficit structurel s'est légèrement résorbé (-2%) en atteignant 141 milliards en septembre 2014.

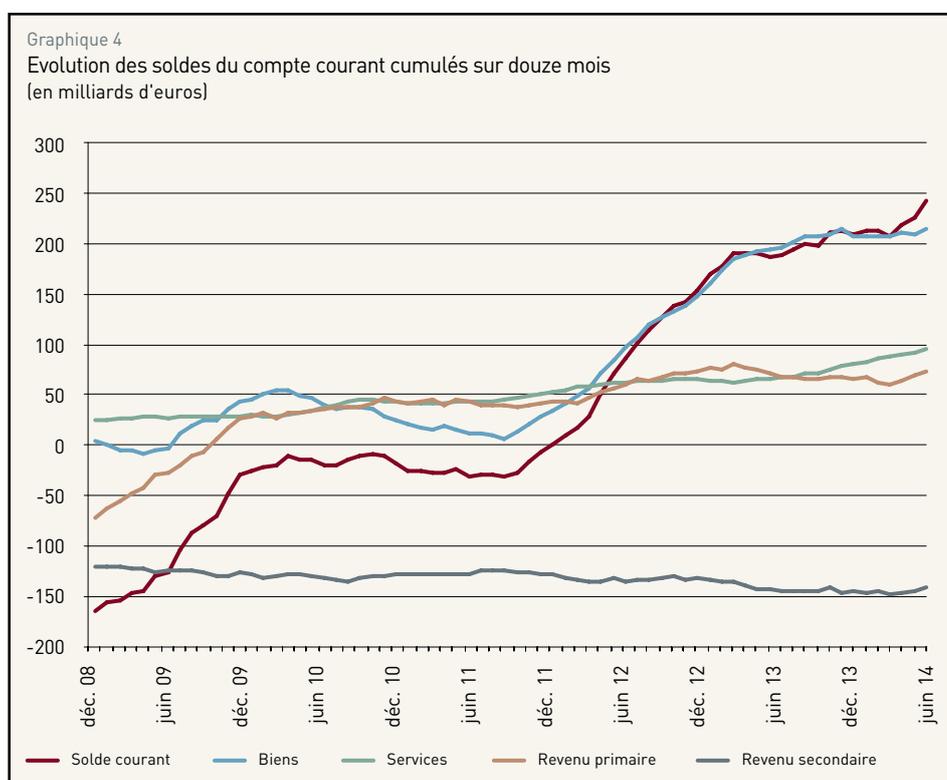
Dans le compte des transactions financières, sur la période couvrant les douze derniers mois s'achevant en septembre 2014, les investisseurs non-résidents ont acquis des titres émis par la zone euro à concurrence de 472 milliards d'euros (dont 285 milliards d'actions, 222 milliards d'obligations et des ventes nettes de 35 milliards de titres de dette à court terme). Sur la même période, les résidents de la zone euro ont investi 369 milliards d'euros dans les titres étrangers, dont 138 milliards en actions, 178 milliards en obligations et 53 milliards en titres de dette à court terme. Les flux d'investissement de portefeuille se sont ainsi globalement soldés par des entrées nettes de capitaux de 103 milliards d'euros sur ces douze derniers mois.

Dans les autres composantes du compte financier, la hausse des prises de participation dans les entreprises étrangères s'est traduite par des sorties nettes d'investissements directs qui en cumulé se sont établies à 92 milliards d'euros. Finalement, la poursuite de la baisse des engagements, couplée à une

hausse des avoirs des institutions financières monétaires (y compris l'Eurosystème) a occasionné des sorties nettes de 337 milliards d'euros dans les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques).

1.1.8 Les projections macroéconomiques pour la zone euro

A l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs du début du mois de décembre, la BCE a publié les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème pour la zone euro. Cet exercice a été élaboré dans le contexte d'une activité économique qui s'est avérée plus faible que prévue, principalement en raison de l'atonie de l'investissement et des exportations. Cette phase actuelle de croissance modeste devrait se poursuivre en 2015.



Source : BCE

En décembre, les services de l'Eurosystème projetaient une hausse du PIB annuel de 0,8 % en 2014, de 1,0 % en 2015 et de 1,5 % en 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques des services de la BCE de septembre 2014 les projections de croissance du PIB en volume sont restées inchangées pour 2014, mais ont été révisées à la baisse pour 2015 et 2016.

La demande intérieure serait soutenue par un certain nombre de facteurs externes et internes. Tout d'abord, la politique monétaire très accommodante dans la zone euro - renforcée par les mesures standards et non standards décidées en juin et septembre 2014 - contribuerait à améliorer davantage les conditions de financement, en particulier celles des entreprises. Ensuite, l'orientation budgétaire serait globalement neutre après les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire au cours des dernières années. De plus, la baisse des prix de l'énergie soutiendrait le revenu réel disponible. Enfin, les exportations bénéficieraient de la reprise économique au niveau mondial, effet renforcé par l'impact de la dépréciation de l'euro.

Dans ce contexte d'accélération de la croissance, les perspectives sur le marché de l'emploi s'amélioreraient également. L'emploi progresserait de 1,6% en cumulé d'ici la fin de l'année 2016 et le taux chômage reculerait de 11,6% en 2014 à 10,9% en 2016. Les salaires nominaux augmenteraient pour leur part de 1,6% en moyenne sur trois ans.

Tableau 2

Projections macroéconomiques de l'Eurosystème pour la zone euro
(taux de variation annuels en pourcentages, révisions en points de pourcentage)

| | PROJECTIONS DE DÉCEMBRE 2014 | | | | RÉVISIONS DEPUIS SEPTEMBRE 2014 | | |
|---|------------------------------|-------------|-------------|-------------|---------------------------------|------|------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2014 | 2015 | 2016 |
| PIB réel | -0,4 | 0,8 | 1,0 | 1,5 | 0,0 | -0,6 | -0,3 |
| | | [0,7 - 0,9] | [0,4 - 1,6] | [0,4 - 2,6] | | | |
| Emploi | -0,9 | 0,4 | 0,6 | 0,5 | 0,1 | 0,0 | -0,2 |
| Taux de chômage | 11,9 | 11,6 | 11,2 | 10,9 | 0,0 | 0,0 | 0,2 |
| Coût salarial moyen | 1,7 | 1,6 | 1,5 | 1,8 | 0,0 | -0,3 | -0,4 |
| IPCH | 1,4 | 0,5 | 0,7 | 1,3 | -0,1 | -0,4 | -0,1 |
| | | [0,5 - 0,5] | [0,2 - 1,2] | [0,6 - 2,0] | | | |
| IPCH hors énergie | 1,4 | 0,8 | 1,1 | 1,3 | 0,0 | -0,2 | -0,2 |
| Solde budgétaire des administrations publiques [% du PIB] | -2,9 | -2,6 | -2,5 | -2,2 | 0,0 | -0,1 | -0,3 |
| Dettes brutes des administrations publiques [% du PIB] | 90,8 | 92,0 | 91,8 | 91,1 | -1,9 | -1,3 | -0,4 |

Source: BCE

La progression annuelle de l'IPCH se maintiendrait à de faibles niveaux au cours des prochains mois, avant d'accélérer graduellement en 2015 et 2016. Ces faibles taux s'expliquent principalement par la baisse des prix de l'énergie due à la récente chute des prix du pétrole. L'Eurosystème anticipe une hausse annuelle de l'IPCH de 0,5% en 2014, de 0,7% en 2015 et de 1,3% en 2016. Par rapport aux projections de septembre 2014, les projections d'inflation ont été revues à la baisse de respectivement 0,1 p.p., 0,4 p.p. et 0,1 p.p. pour les années 2014, 2015 et 2016.

Le ratio de déficit public diminuerait progressivement jusqu'en 2016. Le ratio de dette publique commencerait à baisser à partir de 2015 en raison des améliorations récentes du solde primaire et du différentiel «intérêt/croissance» plus favorable. Par rapport aux projections de septembre 2014, les perspectives de déficit et de dette se sont quelque peu détériorées en raison d'une perspective macroéconomique moins favorable et d'un léger assouplissement des politiques budgétaires discrétionnaires. La révision à la baisse du ratio de dette sur toute la période est principalement due à la mise en œuvre de la nouvelle norme statistique SEC2010.

Il convient de souligner que les projections reposent sur un certain nombre d'hypothèses techniques et que l'incertitude entourant ces projections s'accroît avec l'allongement de l'horizon de projection, tant pour le PIB que pour l'inflation. Selon le Conseil des gouverneurs, les perspectives de croissance économique dans la zone euro pourraient s'avérer moins favorables qu'actuellement projetées par les services de l'Eurosystème. En particulier, la faiblesse du rythme de croissance de la zone euro, conjuguée à l'importance des risques géopolitiques, pourrait réduire la confiance et freiner surtout l'investissement privé. Par ailleurs, l'insuffisance des progrès en matière de réformes structurelles dans les pays de la zone euro constitue un risque à la baisse majeur pour les perspectives économiques.

En ce qui concerne l'inflation, si les prévisions ont été fortement revues à la baisse, il convient de noter que ces ajustements ne tiennent pas encore compte du recul des prix du pétrole observé ces dernières semaines, étant donné la date d'arrêt des projections. Ainsi, au cours des prochains mois, la progression annuelle de l'IPCH pourrait encore se ralentir, en raison de ce nouveau repli des cours du pétrole.

1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

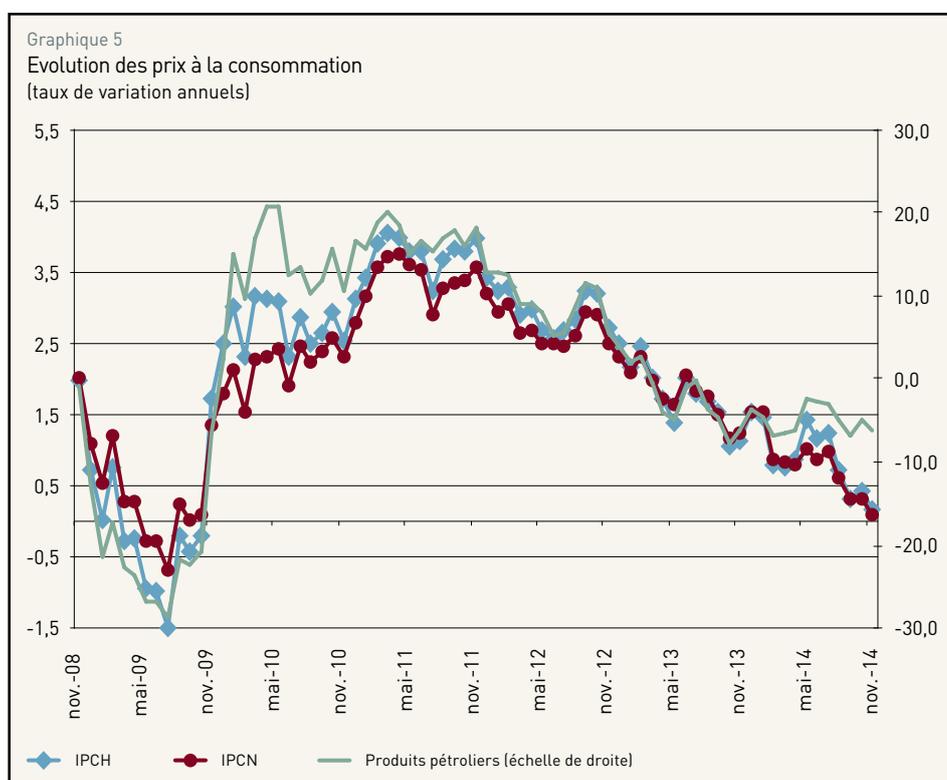
1.2.1 Les prix et les coûts

1.2.1.1 Les prix à la consommation

Le recul de l'inflation globale entamé en 2011 s'est poursuivi en 2014. Le taux de variation annuel moyen de l'IPCN s'est ainsi replié de 2,7% en 2012 à 1,7% en 2013, pour s'établir à 0,7% lors des onze premiers mois de 2014. L'inflation observée sur la base de l'IPCH a connu une dynamique similaire en passant de 2,9% en 2012 à 1,7% en 2013 et à 0,8% lors des onze premiers mois de 2014. Il s'agit des taux d'inflation moyens les plus bas depuis plus d'une décennie, si l'on ne tient pas compte de l'année 2009, année

durant laquelle la baisse de l'inflation était largement déterminée par la chute marquée du prix du pétrole.

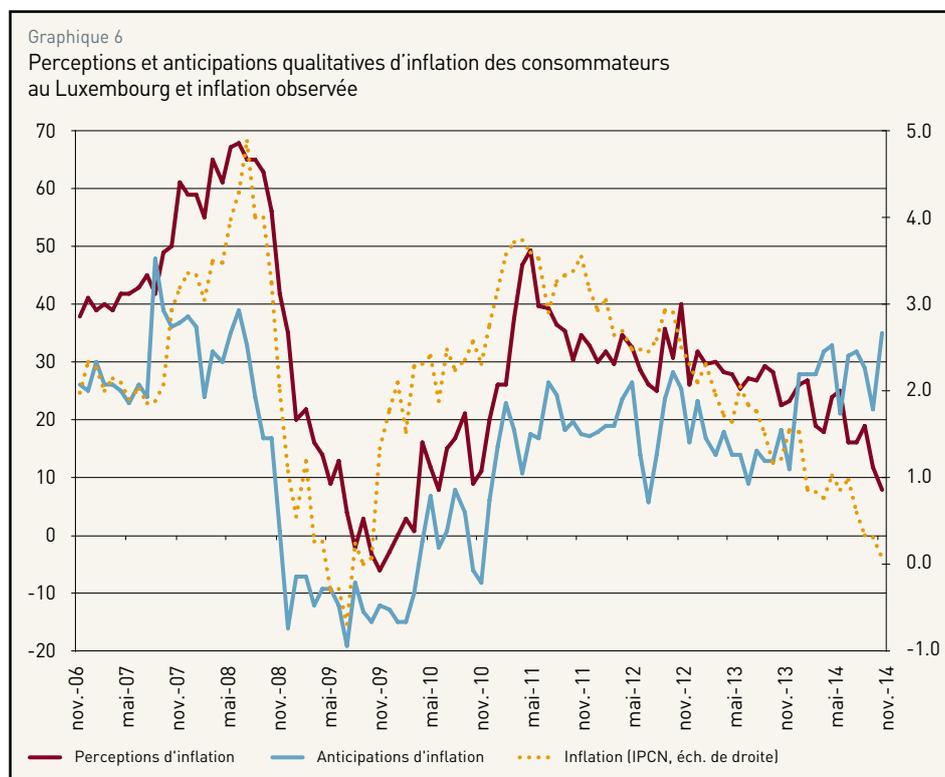
Le recul de l'inflation est considérable et est imputable à plusieurs facteurs. La chute des prix de l'énergie en est la principale cause. Ces prix ont reculé de 16% depuis leurs sommets observés en septembre 2012. Le taux d'inflation annuel qui se dégage de la composante énergétique est ainsi devenu négatif depuis mars 2013 : il a été de -5,0% en moyenne sur les onze premiers mois de 2014. Néanmoins, l'inflation hors produits pétroliers s'est également repliée de manière conséquente, pour se situer à 0,6% en novembre, soit son niveau le plus bas observé depuis 1996 et ceci pour les raisons suivantes. L'inflation des produits alimentaires traités et non-traités a fortement



Source : STATEC

reculé sous l'influence des conditions climatiques très favorables et des récoltes plus abondantes. L'augmentation des prix des services a ralenti dans le contexte d'un faible ajustement des prix administrés ainsi que d'une modération de l'échelle mobile des salaires. L'inflation des biens industriels non-énergétiques s'est fortement modérée sous l'effet d'une inflation importée plus basse, des effets indirects de la baisse du prix du pétrole et d'une demande atone.

Malgré cette modération, l'inflation globale au Luxembourg reste plus élevée que dans la zone euro¹. Au troisième trimestre 2014, cet écart défavorable s'est chiffré à 0,3 p.p.. Le différentiel défavorable cumulé par rapport à la zone euro sur la période allant du 1^{er} janvier 1999 au troisième trimestre 2014 a atteint 5,7 p.p.



Source : BCL et STATEC

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL², les perceptions d'inflation se sont repliées au cours des derniers mois, un mouvement en ligne avec le recul de l'inflation globale observée sur cette période (voir graphique). Les anticipations d'inflation par contre ont connu une évolution contraire, car elles se sont redressées depuis la fin 2013. Ce mouvement ne s'explique ni par l'inflation globale, ni par l'anticipation d'une inflation plus élevée des produits fréquemment consommés tels que les produits alimentaires ou les carburants. Il est vraisemblablement la conséquence de l'annonce de l'ajustement à la hausse de 2 p.p. de plusieurs taux de TVA à partir de janvier 2015.

1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Sur l'ensemble de l'année 2013, les prix à la production de l'ensemble des produits industriels ont connu un recul de 2,6%. Cette baisse a été imputable pour l'essentiel à la forte diminution des prix des biens intermédiaires. Les prix des biens d'équipement ont quasiment été stables alors que les prix des biens énergétiques ont été en nette hausse. Les prix des biens de consommation progressaient également, mais de manière moins marquée. Bien que le recul des prix pour l'ensemble de l'industrie ait été observé pour tous les trimestres de 2013, la décomposition sectorielle a laissé apparaître des différences selon le trimestre considéré. Le premier trimestre 2014 dénote une baisse marquée des prix à la production dans l'ensemble de l'industrie. Tous les secteurs ont été affectés par ce recul des prix, les secteurs les plus touchés ayant été les biens de consommation et les biens énergétiques.

1 L'indice des prix à la consommation national (IPCN) a été utilisé pour le Luxembourg, tandis que l'inflation dans la zone euro a été mesurée par l'IPCH.

2 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs effectuée au Luxembourg par la BCL s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne et bénéficie à ce titre du cofinancement de la Commission européenne.

Néanmoins, le poids de ces deux secteurs est relativement faible comparé à celui des biens intermédiaires. Ce constat semble se confirmer lors du deuxième trimestre bien que la baisse observée soit moins importante. Les prix des biens énergétiques ont été en légère hausse. Au troisième trimestre de 2014, une stabilisation semble s'être profilée pour l'ensemble des produits industriels, les prix des biens énergétiques et les prix de biens de consommation ayant remonté légèrement, tandis que les prix des biens d'équipement ont continué leur baisse.

Tableau 3

Prix à la production industrielle
(en variation par rapport à la période précédente)

| | 2012 | 2013 | 2014-T1 | 2014-T2 | 2014-T3 |
|-----------------------------------|------|------|---------|---------|---------|
| Ensemble des produits industriels | 1,1 | -2,6 | -1,5 | -0,9 | 0,0 |
| Biens intermédiaires | -0,2 | -5,2 | -0,5 | -1,6 | 0,0 |
| Biens d'équipement | -0,1 | -0,2 | -0,2 | -0,9 | -0,2 |
| Biens de consommation | 2,1 | 0,7 | 0,6 | -0,3 | 0,3 |
| Biens énergétiques | 6,4 | 2,0 | -7,9 | 0,6 | 0,3 |

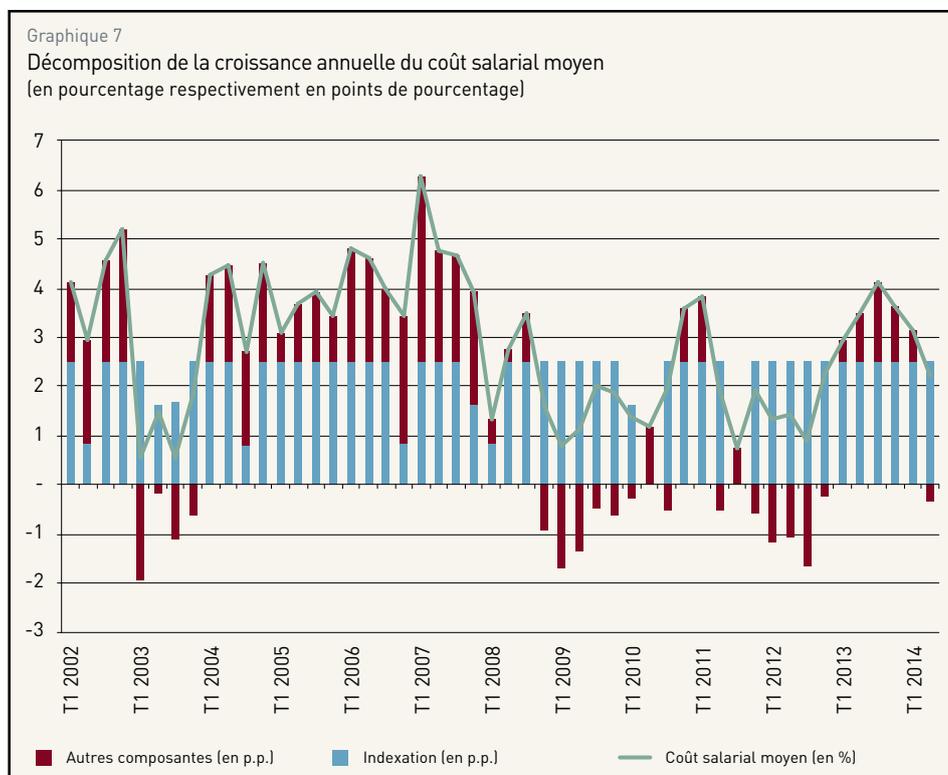
Sources : STATEC, calculs BCL

1.2.1.3 Les coûts salariaux

La plus récente actualisation de la comptabilité nationale fait état d'une progression annuelle du coût salarial moyen de 2,2% au deuxième trimestre 2014, après une hausse de 3,1% au trimestre précédent.

Une analyse détaillée révèle que cette progression, certes modérée mais somme toute positive, est entièrement imputable à l'apport de l'indexation des salaires aux prix (2,5 p.p.). Au contraire, la contribution des « autres composantes » qui incorporent les éléments « réels » s'est inscrite en retrait (de -0,3 p.p.).

L'indicateur de court terme calculé à partir des données administratives de la sécurité sociale témoigne d'une progression relativement plus forte du coût salarial moyen que celle retracée par les comptes nationaux. En effet, sur base des fichiers mensuels de la sécurité sociale, la rémunération par tête aurait progressé d'un peu plus de 3,0% au cours du trimestre sous revue. Rappelons néanmoins que les données issues de ces deux sources



Sources : STATEC, calculs BCL

statistiques ne sont pas parfaitement comparables, en raison de l'existence de divergences d'ordre méthodologique³.

Une ventilation sectorielle révèle que la progression annuelle du coût salarial moyen a été particulièrement dynamique dans les services aux entreprises (3,9%), l'industrie (3,9%), le secteur commercial au sens large, y compris les activités de transports et l'horeca (3,4%), ainsi que la branche « information et communication ». Au contraire, la rémunération par tête s'est inscrite en retrait dans le secteur financier (-1,1%). Cette diminution s'explique en partie par un effet de base négatif, le coût salarial moyen ayant fortement augmenté tout au long de l'année 2013, sous l'effet déterminant du versement d'indemnités de licenciement dans le cadre de plans sociaux dans le secteur bancaire⁴. Dans la construction, on observe au deuxième trimestre 2014 un fort ralentissement de la progression annuelle du coût salarial moyen (par rapport au premier trimestre) : après un sensible redressement en début d'année courante, le volume d'activité s'est en effet inscrit en retrait au deuxième trimestre.

Tableau 4

Evolution du coût salarial moyen selon le secteur économique
(en % par rapport à la même période de l'année précédente)

| | T1 2013 | T2 2013 | T3 2013 | T4 2013 | T1 2014 | T2 2014 |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Industrie, y compris énergie | 0,3 | 5,1 | 3,2 | 3,0 | 3,5 | 3,9 |
| Construction | -3,1 | 3,0 | 4,8 | 5,3 | 12,4 | 1,8 |
| Commerce; réparation d'automobiles et de motocycles; transports et entreposage; hébergement et restauration | 4,8 | 5,9 | 6,1 | 6,7 | 3,7 | 3,4 |
| Information et communication | 5,6 | 1,0 | 1,9 | 2,8 | 3,3 | 3,2 |
| Activités financières et d'assurance | 5,9 | 4,8 | 6,5 | 5,1 | 0,5 | -1,1 |
| Activités immobilières | 7,8 | 8,5 | 8,6 | 5,2 | 5,0 | 0,8 |
| Activités spécialisées, scientifiques et techniques; activités de services administratifs et de soutien | 3,5 | 2,3 | 4,6 | 1,6 | 2,4 | 3,9 |
| Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale | 0,5 | 1,0 | 0,7 | 1,1 | 2,3 | 2,2 |
| Arts, spectacles et activités récréatives; autres activités de services | 4,0 | 4,0 | 4,1 | 4,2 | 2,9 | 2,2 |
| Coût salarial moyen - économie totale | 3,0 | 3,5 | 4,1 | 3,7 | 3,1 | 2,2 |

Sources: Statec, calculs BCL

En conclusion, la plus récente estimation des comptes nationaux fait état d'une modération salariale. La dynamique des salaires est de surcroît exclusivement imputable à l'apport de l'indexation, sans lequel le coût salarial moyen aurait diminué au deuxième trimestre 2014. Ces estimations doivent cependant être considérées avec prudence, eu égard leur caractère encore provisoire.

- 3 En effet, les comptes nationaux sont compilés à partir d'une multitude de sources administratives et statistiques et font l'objet de divers retraitements. Dans ce cas particulier, la divergence pourrait provenir des indemnités de licenciement, comptabilisées dans les frais de personnel des établissements bancaires mais pas nécessairement incluses dans les salaires (et leurs composantes) tels que recensés auprès de la sécurité sociale.
- 4 Selon les comptes de profits et pertes des établissements de crédit, les frais de personnel par tête se sont inscrits en baisse au cours du premier semestre de l'année en cours, après avoir progressé de manière très dynamique tout au long de l'année 2013. Une ventilation détaillée par poste de dépense révèle que cette baisse s'explique (en partie) par une contribution négative des « autres dépenses », qui incorporent notamment les primes de licenciement versées dans le cadre de plans sociaux. Ce poste avait fortement contribué à la hausse des frais de personnel en 2013.

1.2.2 Le marché du travail

1.2.2.1 L'emploi

En écho au redressement graduel de la conjoncture, les informations les plus récentes confirment le repositionnement de l'emploi sur un sentier de croissance. Selon les données définitives disponibles, l'emploi salarié a progressé de 2,4% en glissement annuel en août 2014, en décélération par rapport au mois précédent. Selon des estimations, à interpréter donc avec prudence au regard de leur caractère provisoire, la progression de l'emploi se serait stabilisée autour de 2,5% en septembre et octobre, pour retomber ensuite à 2,3% en novembre 2014.

Tableau 5

Evolution de l'emploi et taux de chômage (en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente)

| | SALARIÉS FRON- TALIERS ENTRANTS | EMPLOI SALARIÉ NATIONAL | EMPLOI SALARIÉ INTÉRIEUR | EMPLOI NON-SA- LARIÉ NATIONAL | EMPLOI NON-SA- LARIÉ INTÉRIEUR | EMPLOI TOTAL NATIONAL | EMPLOI TOTAL INTÉRIEUR | DEMANDES D'EMPLOI NON SATISFAITES | POPULATION ACTIVE | TAUX DE CHÔMAGE «STRICT» DÉSAISON- NALISÉ |
|----------------|--|-------------------------------|--------------------------------|--|---|-----------------------------|------------------------------|--|----------------------|---|
| 2010 | 1,9 | 1,6 | 1,8 | 1,2 | 1,9 | 1,6 | 1,8 | 8,7 | 2,0 | 5,8 |
| 2011 | 3,1 | 2,8 | 3,0 | 1,8 | 2,7 | 2,7 | 3,0 | -0,3 | 2,5 | 5,7 |
| 2012 | 2,1 | 2,5 | 2,5 | 1,2 | 1,9 | 2,4 | 2,4 | 10,9 | 2,9 | 6,1 |
| 2013 | 2,0 | 1,8 | 2,0 | 2,4 | 2,3 | 1,9 | 2,0 | 15,1 | 2,7 | 6,9 |
| 2013 T4 | 2,4 | 1,7 | 2,1 | 2,7 | 2,3 | 1,8 | 2,1 | 14,8 | 2,7 | 7,1 |
| 2014 T1 | 2,5 | 2,1 | 2,3 | 1,3 | 1,3 | 2,1 | 2,3 | 10,5 | 2,7 | 7,1 |
| 2014 T2 | 2,4 | 2,2 | 2,4 | 1,0 | 1,0 | 2,1 | 2,3 | 7,7 | 2,5 | 7,2 |
| 2014 T3 | 2,7 | 2,2 | 2,5 | 0,9 | 1,0 | 2,1 | 2,4 | 6,0 | 2,3 | 7,2 |
| jan. 14 | 2,4 | 2,0 | 2,2 | 1,6 | 1,6 | 2,0 | 2,2 | 12,4 | 2,7 | 7,1 |
| fév. 14 | 2,6 | 2,2 | 2,4 | 1,2 | 1,3 | 2,1 | 2,3 | 10,3 | 2,6 | 7,1 |
| mars 14 | 2,5 | 2,2 | 2,4 | 1,1 | 1,2 | 2,1 | 2,3 | 8,8 | 2,6 | 7,1 |
| avr. 14 | 2,5 | 2,2 | 2,4 | 0,8 | 0,9 | 2,1 | 2,3 | 8,5 | 2,5 | 7,1 |
| mai 14 | 2,3 | 2,2 | 2,3 | 1,2 | 1,2 | 2,1 | 2,2 | 8,1 | 2,5 | 7,2 |
| juin 14 | 2,4 | 2,2 | 2,3 | 0,9 | 1,0 | 2,1 | 2,3 | 6,6 | 2,4 | 7,2 |
| juil. 14 | 2,6 | 2,3 | 2,5 | 1,0 | 1,1 | 2,2 | 2,4 | 6,6 | 2,5 | 7,2 |
| août 14 | 2,7 | 2,1 | 2,4 | 0,8 | 0,9 | 2,0 | 2,4 | 6,3 | 2,3 | 7,2 |
| sep. 14 | 2,8 | 2,1 | 2,5 | 0,9 | 1,0 | 2,0 | 2,4 | 5,2 | 2,2 | 7,2 |
| oct. 14 | 3,0 | 2,0 | 2,5 | 0,3 | 0,5 | 1,8 | 2,3 | 3,5 | 2,0 | 7,1 |
| nov. 14 | 2,6 | 1,9 | 2,3 | 0,7 | 0,9 | 1,8 | 2,2 | 1,7 | 1,8 | 7,1 |

Remarque: les données relatives aux mois de septembre à novembre 2014 sont des estimations

Sources: ADEM, IGSS, STATEC (comptes nationaux) et calculs BCL

Après avoir pâti des effets de la crise, l'emploi frontalier – qui est davantage sensible aux fluctuations cycliques en raison de sa répartition sectorielle – semble s'être rétabli. L'écart de croissance par rapport à l'emploi résident est redevenu positif et tourne autour de +0,5 p.p. en moyenne depuis le début de l'année courante.

Après s'être sensiblement accru en début d'année courante (en raison notamment du redressement de l'activité dans la construction), l'emploi intérimaire s'est replié aux mois de mai et juin 2014 avant de ré-augmenter légèrement par la suite. A noter que face à une incertitude toujours importante, les entreprises sont (dans un premier temps) susceptibles de recourir davantage à l'emploi intérimaire, plutôt que d'opter pour des embauches définitives.

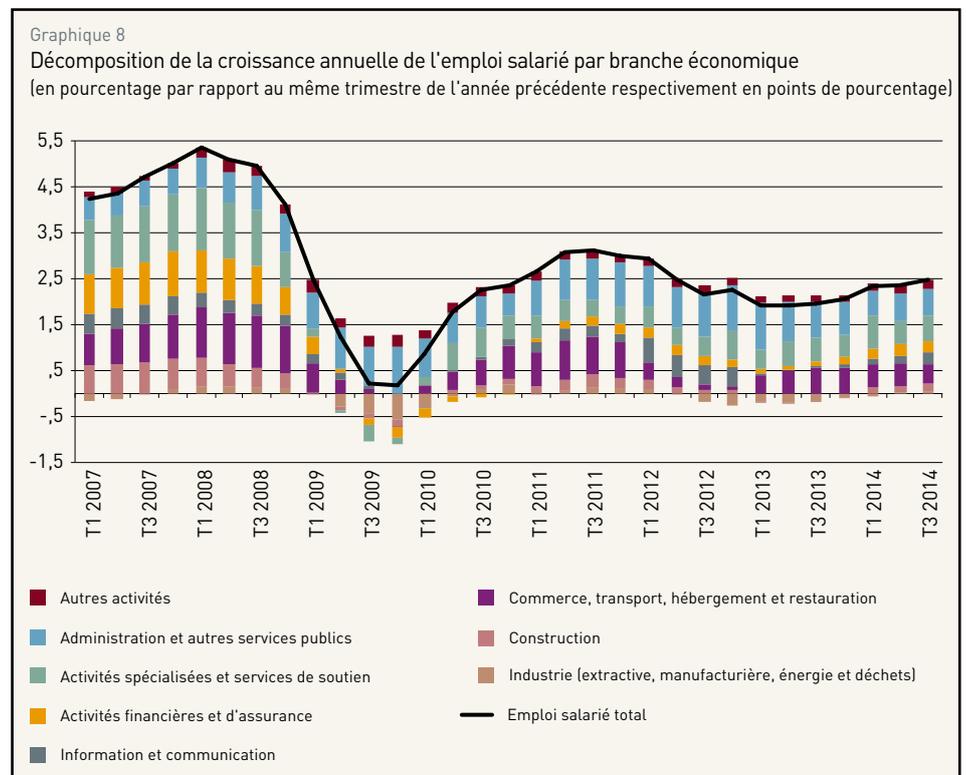
Au niveau sectoriel, la progression annuelle de l'emploi est essentiellement imputable aux contributions provenant du secteur public (y compris la santé et l'éducation), des services aux entreprises

ainsi que du « commerce, transports et horeca ». Alors que l'industrie a cessé de ponctionner la croissance annuelle de l'emploi, l'emploi dans le secteur bancaire continue de s'inscrire à la baisse.

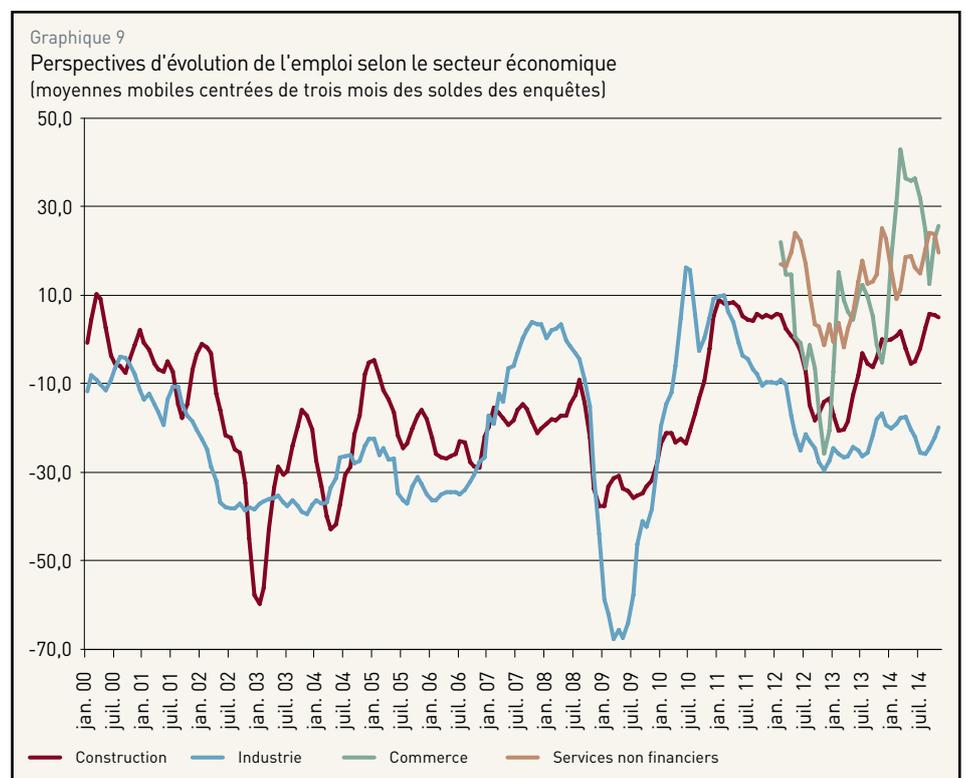
De manière générale, les entreprises luxembourgeoises donnent encore la priorité à un ajustement de la marge intensive du travail plutôt qu'à des embauches nettes. Les données administratives de l'Inspection générale de la sécurité sociale (IGSS) font état d'un redressement de la durée moyenne du travail (corrigée des jours ouvrables) au premier trimestre 2014, après plusieurs mois de baisses consécutives. La hausse des heures supplémentaires et le recours moins important au chômage partiel en début d'année courante y contribuent notamment. A noter cependant un certain tassement du volume de travail au deuxième trimestre, sous l'effet notamment de l'esoufflement (temporaire) de l'activité dans certains secteurs (dont la construction).

Dans une optique prospective, les perspectives d'évolution de l'emploi – telles qu'esquissées par les enquêtes de conjoncture – révèlent des anticipations favorables dans les services (non financiers) et le commerce. Alors qu'on dénote une orientation favorable des anticipations d'évolution de l'emploi dans la construction, dans l'industrie celles-ci ont cessé de se dégrader, tout en demeurant cependant négatives.

Dans ce contexte, le stock d'offres d'emploi non satisfaites déclarées auprès de l'Agence pour le développement de l'emploi (ADEM) s'est établi à près de

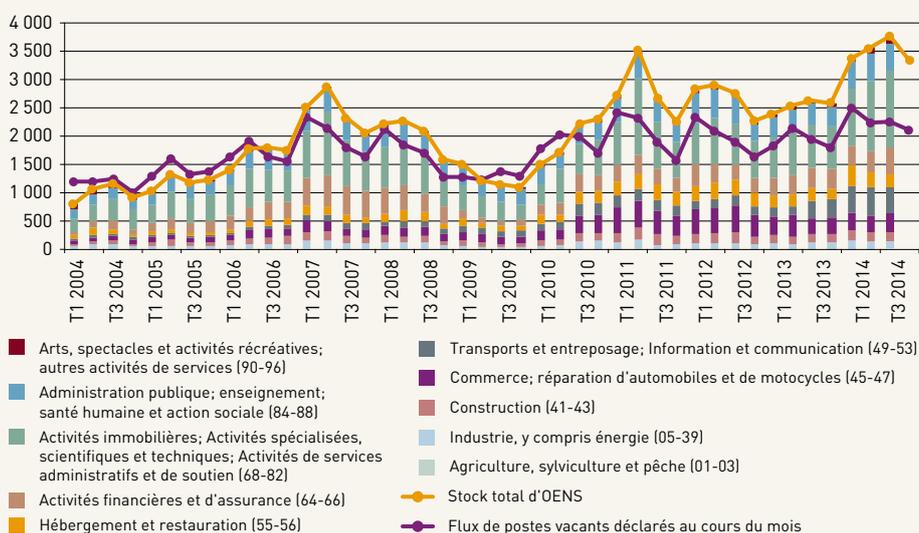


Source: STATEC (comptes nationaux), calculs BCL



Sources : EUROSTAT, STATEC, calculs BCL

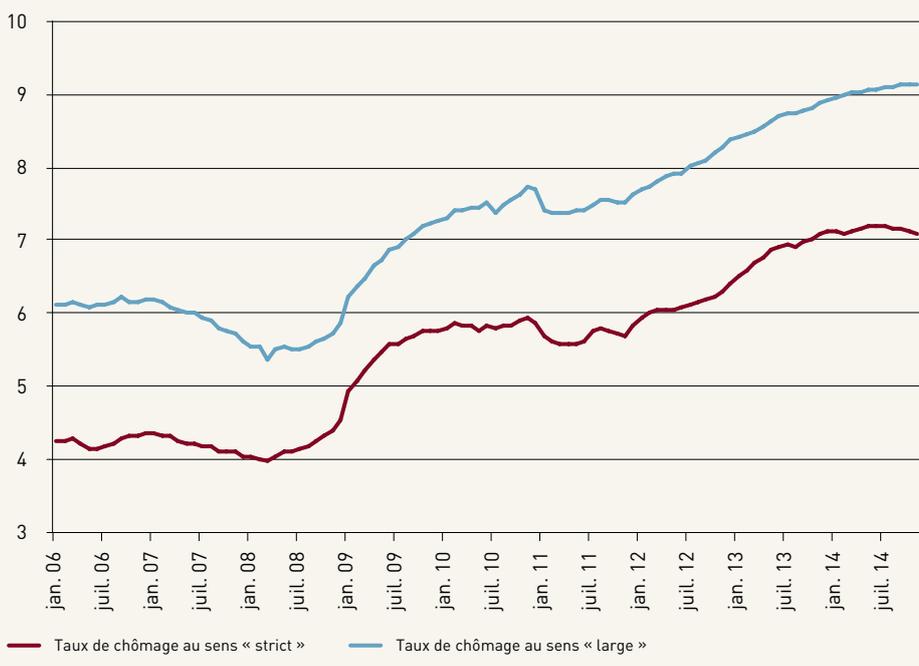
Graphique 10
Décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites (OENS)
(en nombre)



Remarque: Rupture de série au premier trimestre 2009 en raison de changements introduits dans la nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne (NACE). Les branches économiques sont en effet classées selon la Nomenclature, NACE Rév. 2. * La décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites n'était pas encore disponible à la date de rédaction de ce bulletin en ce qui concerne le quatrième trimestre 2014. Par ailleurs, les données relatives au quatrième trimestre font uniquement référence aux mois d'octobre et novembre 2014.

Sources: ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

Graphique 11
Evolution du chômage
(données ajustées pour les variations saisonnières)



Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

3 600 postes au cours des onze premiers mois de l'année 2014, en hausse de 35,9% par rapport à la même période de l'année précédente. Le taux d'emplois vacants, qui mesure la part de postes vacants dans l'emploi intérieur, demeure donc largement au-dessus de sa moyenne historique d'avant la crise. Par ailleurs, le nombre de postes vacants déclarés au cours du mois auprès de l'ADEM (flux) s'est établi à un peu plus de 2 300 en moyenne au cours des mois de janvier à novembre 2014, en hausse de 17,3% par rapport à la même période de l'année 2013. Au niveau sectoriel, les plus récentes données disponibles indiquent qu'au troisième trimestre 2014, plus d'un tiers des offres d'emploi proviennent des services aux entreprises et des activités immobilières (36,9%), qui incluent entre autres les activités juridiques et comptables, les activités d'architecture et d'ingénierie ou encore les services de conseil. Ensuite, 12,5% des postes vacants émanent du secteur public au sens large (en particulier du sous-secteur de la santé), 12,5% de la finance, 12,2% du secteur « transports, information et communication », 9,1% du commerce, 6,2% de l'horeca, 4,3% de la construction et 4,1% de l'industrie.

1.2.2.2 Le chômage

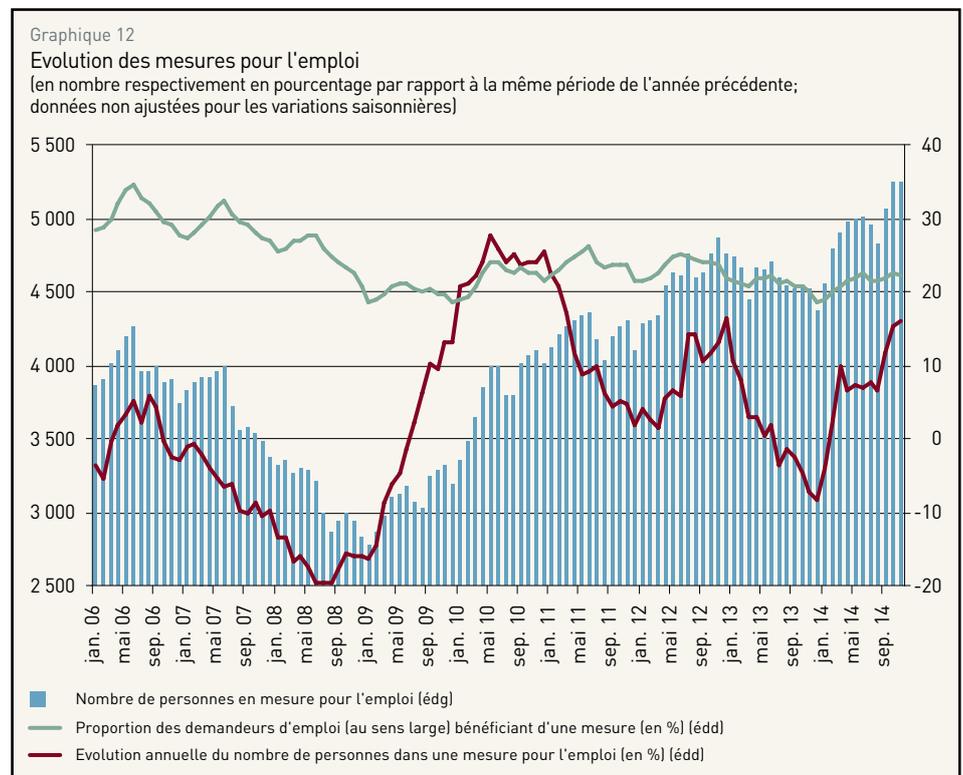
Le taux de chômage au sens « strict » s'est établi à 7,1% en novembre 2014, stable par rapport au mois précédent et en légère baisse par rapport au niveau observé au cours des premiers mois de l'année 2014. Le nombre de demandeurs d'emploi disponibles a progressé de 1,7% en novembre, soit l'équivalent

d'environ 300 chômeurs supplémentaires sur une année. Aussi, on remarque depuis la mi-2013 une sensible décélération de la progression annuelle du nombre de demandeurs d'emploi.

La stabilisation du taux de chômage au sens « restreint » s'explique entre autres par un accroissement des flux de sortie du chômage plus important que celui des flux d'entrée (c'est-à-dire du nombre de nouvelles inscriptions auprès des bureaux de placement).

Cette stabilisation s'explique cependant aussi par une recrudescence du nombre de chômeurs dans une mesure d'activation⁵. Après une période de baisse en 2013, le nombre de mesures a emprunté une trajectoire clairement ascendante depuis le début de l'année courante. Sur les onze premiers mois de 2014, plus de 4 950 demandeurs d'emplois ont bénéficié d'une mesure de soutien à l'emploi (en moyenne chaque mois), soit 7,8% de plus qu'il y a un an⁶. Au final, en tenant compte des demandeurs d'emploi ayant bénéficié d'une telle mesure, on constate que le taux de chômage au sens « large » continue sur une trajectoire légèrement ascendante.

Une analyse détaillée révèle par ailleurs que la hausse du nombre de chômeurs au sens strict s'explique essentiellement par la contribution des demandeurs d'emploi non indemnisés. Sur les onze premiers mois de l'année en cours, ce nombre a augmenté de 12,5% en glissement annuel, contre 0,3% seulement du côté des chômeurs indemnisés. Rappelons que la population des chômeurs non indemnisés est constituée de personnes sans emploi dont les droits aux allocations de chômage sont arrivés à échéance ou qui ne remplissent pas les pré-requis pour pouvoir en bénéficier. Il s'agit par exemple de femmes au foyer (ou toute autre personne) qui décident de (ré-) intégrer le marché du travail. Dans la littérature on fait référence à *l'effet du travailleur additionnel*, en vertu duquel des personnes qui auparavant étaient exclues du marché du travail, décident d'intégrer la population active afin de contribuer aux revenus du ménage. Les chômeurs non indemnisés peuvent par ailleurs inclure des étudiants qui à l'issue de leur parcours scolaire ne trouvent pas d'emploi⁷ ou encore de nouveaux arrivants sur le territoire national. L'accroissement du nombre de chômeurs non indemnisés reflète



Sources : ADEM, calculs BCL

5 Rappelons que les demandeurs d'emploi bénéficiant d'une mesure pour l'emploi ne sont pas comptabilisés dans le chômage au sens « strict ».

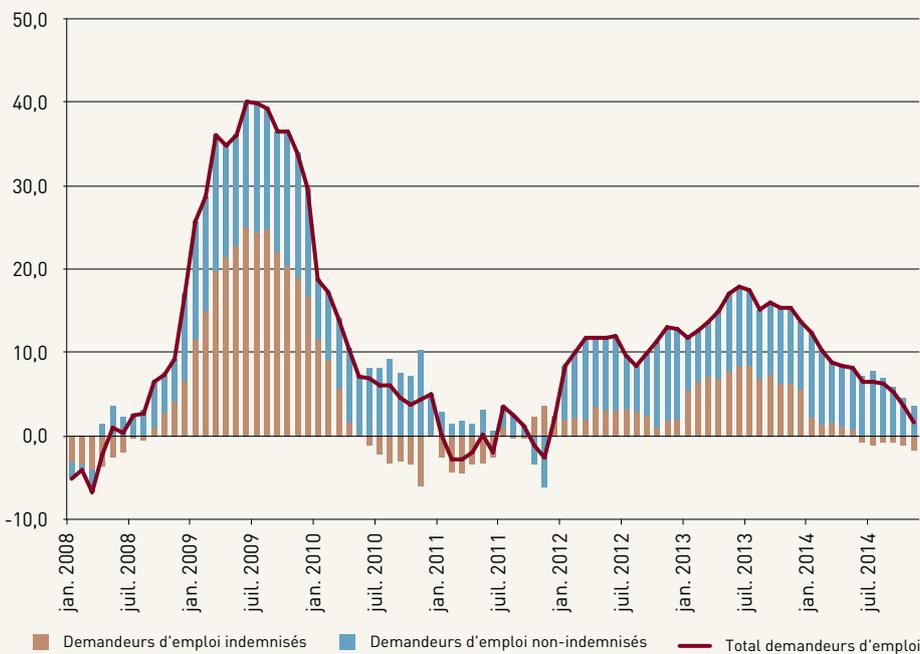
6 Notons à cet égard la mise en place, en juin 2014, de la garantie « jeunesse », assurant aux jeunes âgés de moins de 25 ans de se voir offrir un emploi, un apprentissage, une formation continue ou un stage endéans les quatre mois suivant leur sortie du système scolaire.

7 A l'issue de leur parcours scolaire, les jeunes sont susceptibles de bénéficier d'une indemnisation de chômage sous réserve du respect de certaines conditions dont les principales sont les suivantes : pour pouvoir bénéficier d'une indemnisation, le jeune doit s'inscrire auprès de l'ADEM en tant que demandeur d'emploi endéans les douze mois suivant la fin de la formation. Par ailleurs, le jeune doit être inscrit comme demandeur d'emploi pendant au moins 26 semaines avant de pouvoir bénéficier d'une allocation-chômage.

Graphique 13

Evolution du nombre de chômeurs selon leur statut

(en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente respectivement en point de pourcentage)

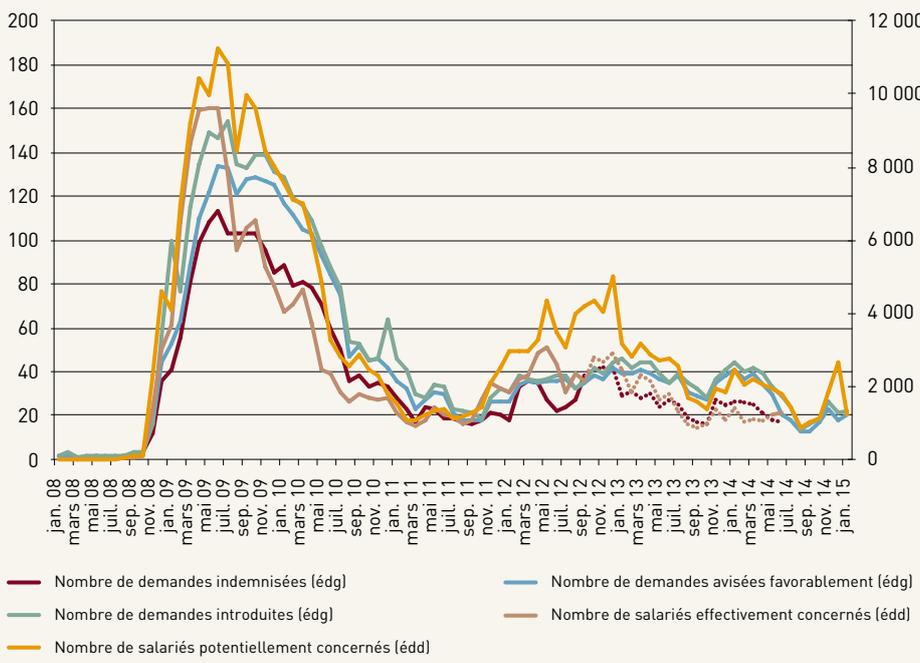


Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

Graphique 14

Evolution du chômage partiel

(en nombre)



Source : Comité de conjoncture

sans doute également celui des chômeurs de longue durée.

En raison du récent tassement de l'activité économique et après plusieurs mois de baisses consécutives, le recours au chômage partiel est de nouveau orienté à la hausse. Selon les données les plus récentes, le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit s'est établi à 2 674 au mois de décembre, soit 47,0% de plus qu'il y a un an. Cependant, les données concernant le mois de janvier 2015 sont à nouveau orientées à la baisse⁸. Les données relatives au nombre de salariés travaillant effectivement à horaire réduit demeurent provisoires et ne sont disponibles que pour les six premiers mois de l'année, de sorte qu'elles ne permettent pas encore de tirer de conclusions quant à l'utilisation récente de ce dispositif dans les faits.

En conclusion, les plus récents chiffres disponibles révèlent une image assez mitigée du marché du travail luxembourgeois. D'un côté, le taux de postes vacants continue de progresser au-delà de sa moyenne historique, ce qui témoigne de la robustesse de la demande de travail. A cela s'ajoutent des perspectives d'évolution de l'emploi relativement favorables. D'un autre côté, la stabilisation du taux de chômage au sens « strict » masque une hausse du nombre de demandeurs d'emploi bénéficiant d'une mesure pour

8 Il convient de noter que la forte hausse observée au mois de décembre 2014 et la baisse subséquente au mois de janvier est essentiellement imputable à une grande entreprise luxembourgeoise (qui n'a pas renouvelé sa demande de chômage partiel en janvier).

l'emploi. De même, la hausse du chômage partiel au cours de la deuxième moitié de l'année 2014 témoigne d'un regain de pessimisme de la part des entrepreneurs luxembourgeois. A noter également l'aggravation du chômage de longue durée qui témoigne des difficultés de certains chômeurs à retrouver un emploi, en particulier les demandeurs peu qualifiés, plus âgés ou souffrant d'une incapacité (partielle) de travail.

1.2.3 Les activités sectorielles

1.2.3.1 Industrie et construction

Sur l'ensemble de l'année 2013 la **production industrielle** avait reculé de 3,4% pour l'ensemble des secteurs industriels. Le quatrième trimestre de 2013 avait amorcé une hausse de la production industrielle dans tous les secteurs. Bien que significative, cette hausse n'avait pas été suffisante pour compenser les chutes successives observées lors des trois premiers trimestres de 2013. Les données concernant le premier trimestre de l'année 2014 ont été positives, grâce à une nette progression de la production industrielle dans tous les secteurs à l'exception des biens énergétiques. Le deuxième trimestre a confirmé cette tendance. La production a augmenté dans tous les secteurs à l'exception des biens d'équipement. La hausse a été particulièrement marquée dans le secteur des biens intermédiaires et dans la sidérurgie. Lors du troisième trimestre, la tendance haussière a continué. L'augmentation de la production s'est répartie plus équitablement entre les différents secteurs, seule la production de biens énergétiques ayant connu une légère baisse.

Tableau 6

Indicateurs relatifs à l'industrie (en taux de variation annuel)

| | 2012 | 2013 | 2014-T1 | 2014-T2 | 2014-T3 |
|--|-------|------|---------|---------|---------|
| Production par jour ouvrable (pjo) y.c. Sidérurgie | -4,3 | -3,4 | 7,6 | 8,7 | 5,1 |
| Pjo - Biens intermédiaires | -9,5 | -1,8 | 12,1 | 17,3 | 5,0 |
| Pjo - Biens d'équipement | 3,3 | -6,6 | 3,1 | -2,7 | 8,3 |
| Pjo - Biens de consommation | -0,7 | -1,1 | 7,3 | 7,5 | 3,8 |
| Pjo - Biens énergétiques | -4,3 | -8,0 | -3,3 | 1,6 | -1,8 |
| Pjo - Industrie, sidérurgie exclue | -3,6 | -3,1 | 7,3 | 8,1 | 5,2 |
| Pjo - Sidérurgie | -12,4 | -6,8 | 11,5 | 15,9 | 3,1 |

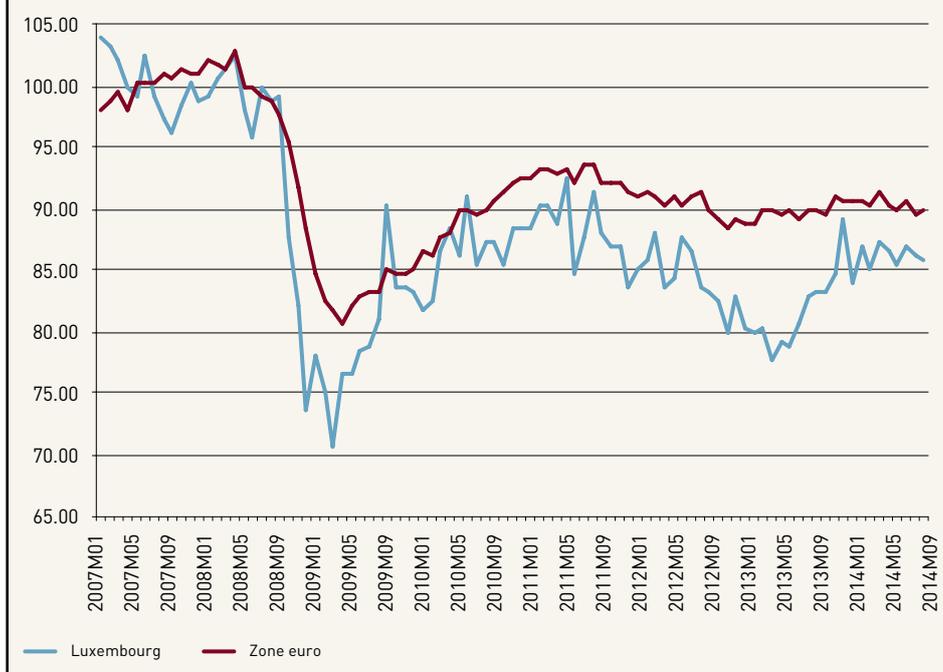
Sources: STATEC, calculs: BCL

Depuis fin 2008, la production industrielle dans l'ensemble de la zone euro a été caractérisée par une forte baisse. Ce recul fut plus marqué au Luxembourg, qui a connu un décrochage par rapport à la zone euro depuis le milieu de l'année 2010. Toutefois, en 2013, alors que la production industrielle de la zone euro connaissait une certaine stabilisation, la progression de celle-ci au Luxembourg a permis une nette réduction du différentiel existant entre la zone euro et le Luxembourg. Depuis 2014, la production industrielle semble se stabiliser à un niveau légèrement inférieur à celui de la zone euro.

Les enquêtes récentes de conjoncture font globalement présager une tendance baissière de la production luxembourgeoise. Au mois de novembre, les répondants sont plus nombreux qu'au mois précédent à signaler une tendance récente de la production en diminution (+2 p.p.). Il en est de même pour les perspectives d'évolution de la production où ils sont désormais 27% (+6 p.p.) à la considérer comme étant orientée à la baisse. L'état du carnet de commande est jugé comme insuffisant par 59% des répondants (+4 p.p.). Ce faible carnet de commande est principalement imputable aux commandes étrangères que 63% des entreprises sondées jugent insuffisantes (+19 p.p.), alors que seulement 7% anticipent une hausse de celles-ci (-3 p.p.). Le degré d'utilisation des capacités de production reste stable à 66%,

Graphique 15

Production de l'ensemble de l'industrie à l'exception de la construction (indice 2007=100), corrigé pour les variations saisonnières



Sources : Eurostat, calculs : BCL

soit un niveau très faible, pénalisé par un secteur sidérurgique dont seulement 41% de la capacité de production est utilisée.

La baisse de la production de la **construction** observée en 2012 au Luxembourg s'est accompagnée d'une réduction des heures travaillées. Cette tendance négative s'est poursuivie jusqu'au troisième trimestre 2013. Précisons que les conditions météorologiques, caractérisées par un mois de janvier 2013 particulièrement froid, ont pesé sur l'activité dans la construction (bâtiment et génie civil) au premier trimestre 2013. Globalement, la production par jour ouvrable (pjo) a baissé de 4,5% en 2013, accompagnée d'une diminution des heures travaillées de 4,1%. Lors du quatrième trimestre de 2013, un redressement avait toutefois pu être observé, redressement qui s'est accentué

au cours du premier trimestre 2014, tant en termes de production que d'heures travaillées, ces deux indicateurs ayant en effet enregistré une croissance de respectivement 16% et 15,3%. Les conditions climatiques furent clémentes lors du premier trimestre de 2014, alors qu'elles étaient particulièrement défavorables au cours des mois de janvier et février de l'année 2013. En revanche, au cours du deuxième trimestre 2014, la production par jour ouvrable a été en légère progression (+0,4%), alors que les heures travaillées ont connu une hausse plus marquée (+1,3%).

Dans le secteur résidentiel, le nombre total de permis de bâtir accordés en 2013 a régressé de 15%. Cette baisse touche essentiellement les maisons à appartements (-24,7% en 2013 par rapport à 2012), tandis que les maisons individuelles voient leur nombre d'autorisations progresser de 7,4% en 2013. Toutefois, au cours de la première moitié de l'année 2014, le nombre de permis a augmenté de 39% au premier trimestre et de 13,5% au second trimestre, soit un rebond conséquent.

Tableau 7

Indicateurs relatifs au secteur de la construction (en taux de variation annuel)

| | 2012 | 2013 | 2014-T1 | 2014-T2 | 2014-T3 |
|--|------|-------|---------|---------|---------|
| Production par jour ouvrable (pjo) - Total | -3,1 | -4,5 | 16,1 | -0,8 | 0,4 |
| Heures travaillées | -4,9 | -4,1 | 15,4 | -0,9 | 1,3 |
| Permis de bâtir | 0,3 | -15,0 | 39,0 | 13,5 | - |

Sources : STATEC, calculs BCL.

Les résultats de la plus récente enquête de conjoncture dans le secteur de la construction au Luxembourg dénotent une certaine stabilisation de l'activité. En novembre 2014, l'indicateur global s'est établi à -0,2, soit en léger recul par rapport au mois d'octobre (1,3). Cette évolution est le résultat de la baisse de la composante « perspectives d'évolution de l'emploi », les autres composantes étant restées relativement stables. Le troisième trimestre et les deux premiers mois du quatrième trimestre sont par ailleurs en nette amélioration par rapport à la première moitié de l'année 2014.

Globalement, l'indicateur de confiance se situe en 2014 à un niveau nettement supérieur qu'en 2013. Par ailleurs, l'indicateur correspondant relatif à la zone euro a été beaucoup moins favorable, avec un solde passant de -24,6 en octobre 2014 à -26,3 en novembre 2014.

1.2.3.2 Secteur financier

1.2.3.2.1 Les établissements de crédits

L'évolution de l'effectif dans le secteur financier

Fin septembre 2014, 26 055 personnes étaient employées dans les établissements de crédit du Luxembourg, soit une hausse de 158 emplois par rapport au 30 juin 2014. Il convient toutefois de souligner que cette augmentation est essentiellement due à une opération particulière. En effet, une banque a augmenté son effectif de 168 personnes au cours du dernier trimestre, en rémunérant désormais directement des salariés qui travaillaient auparavant pour un prestataire de services financiers du même groupe. En neutralisant cette opération non-récurrente, l'emploi au 30 septembre 2014 est donc en baisse de 10 postes par rapport au trimestre précédent. Fin septembre 2014 et en comparaison annuelle, la baisse est de 177 emplois.

Evolution du nombre des établissements de crédit

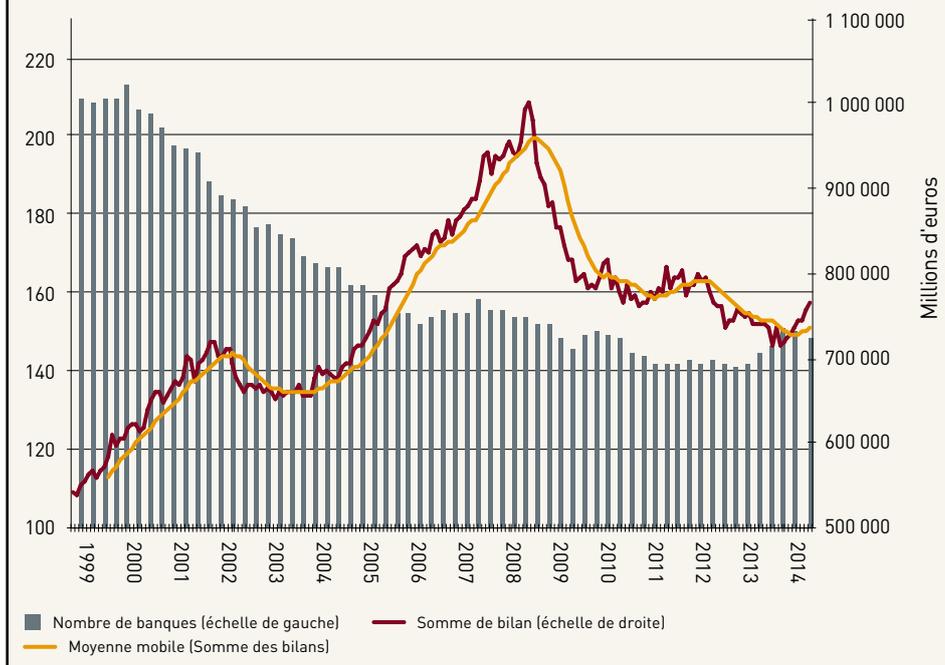
Au 30 novembre 2014, la liste officielle recensant les établissements de crédit dénombrait 148 inscriptions. Ceci correspond à une diminution de 2 unités par rapport à fin juillet 2014. En ce qui concerne la répartition géographique des établissements de crédit, les banques allemandes dominaient toujours l'activité bancaire de la place financière avec 33 unités présentes. On dénombrait également 15 banques françaises, 12 banques suisses, 10 établissements italiens et enfin 5 entités luxembourgeoises.

Le bilan des établissements de crédit

Au 31 octobre 2014, l'activité bancaire, mesurée par la somme des bilans de l'ensemble des banques présentes sur le territoire luxembourgeois, s'élevait à 766 104 millions d'euros. L'agrégat bilanciel enregistré une hausse cumulée de 27 114 millions d'euros, soit 3,7%, par rapport au 31 octobre 2013.

Graphique 16

Evolution de la somme des bilans par rapport à l'évolution du nombre des établissements de crédit de janvier 2000 à fin octobre 2014



Source : BCL

Evolution des principaux postes de l'actif

Comme à son habitude, les créances interbancaires représentaient plus de la moitié (52,3%) du volume de l'activité bancaire fin octobre 2014. Ces dernières ont augmenté de 12 644 millions d'euros, soit 2,2%, par rapport au même mois de l'année précédente, pour porter l'encours à 400 482 millions d'euros.

Dans ce contexte, on note encore que les montants déposés par les banques luxembourgeoises auprès de la Banque centrale du Luxembourg ont baissé de 784 millions d'euros sur un an, portant l'encours à 22 619 millions d'euros en octobre 2014. En effet, le taux de la facilité de dépôt auprès de l'Eurosystème est passé de 0% à -0,1% en date du 11 juin 2014, puis à -0,2% à en date du

10 septembre 2014. Un taux de la facilité de dépôt négatif a pour effet, notamment, d'inciter les banques à placer leurs liquidités excédentaires auprès des autres établissements de crédit. Pour la période de constitution des réserves prenant fin le 11 novembre 2014, l'exigence de réserves s'élevait à 3 883 millions d'euros et le montant des réserves excédentaires était de 5 999 millions d'euros.

Toujours fin octobre 2014, les créances sur la clientèle non bancaire ont enregistré une hausse de 4,3% en rythme annuel pour s'élever à 176 563 millions, avec néanmoins un léger repli (-0,1%) par rapport à septembre 2014. De plus, entre octobre 2013 et octobre 2014, les banques de la place ont augmenté l'octroi de crédits aux entreprises non financières résidant dans les pays membres de la zone euro de 1 754 millions d'euros, soit une augmentation de 3,7%. Sur ces 1 754 millions, 644 étaient attribuables à l'octroi de crédits aux entreprises non financières luxembourgeoises. Enfin, le crédit immobilier envers les ménages luxembourgeois ainsi que les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM) a progressé de 1 489 millions d'euros depuis octobre 2013, soit une hausse significative de 7,1%.

Le portefeuille de titres financiers détenus à l'actif, qui représentait 21,4% du total bilantaire, s'élevait à 163 309 millions d'euros fin octobre 2014. Ce poste a contribué largement à la reprise de l'activité bancaire dans son ensemble en ayant comptabilisé une progression de 5,3%, soit 8 263 millions d'euros, par rapport à son niveau de l'année précédente. Ce portefeuille était composé à 91,7% de titres de créances à revenus fixes, le solde étant constitué de titres à revenus variables comprenant des actions, participations et parts d'OPC monétaires. Fin octobre 2014, le portefeuille obligataire s'élevait à 150 176 millions d'euros, ayant enregistré un accroissement nominal de 4,7% en rythme annuel, soit 6 697 millions d'euros. Ces titres étant portés à l'actif à leur juste valeur, il convient de distinguer les effets de valorisation des transactions afin de mieux éclairer cette évolution. Ces effets de valorisation furent favorables, de l'ordre de 1 590 millions d'euros, en raison d'une évolution positive du prix des

actifs. Les établissements de crédit ont également réalisé de nombreux achats de titres, les transactions s'élevant à 5 107 millions d'euros durant la fenêtre d'observation.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a diminué de 1 005 millions d'euros pour s'établir à 25 374 millions d'euros fin octobre 2014, soit 3,3% de l'actif.

Tableau 8

Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)

| ACTIFS | MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS | | | VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN % | | | | POIDS RELATIF ¹⁾ |
|---------------------------|------------------------------|---------|---------|---------------------------------------|------|---------------------|------|-----------------------------|
| | 10-2013 | 09-2014 | 10-2014 | 10-2013 - 10-2014 | | 09-2014 - 10-2014 | | |
| | | | | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | |
| Créances interbancaires | 387 838 | 391 712 | 400 482 | 12 644 | 3,3 | 8 770 | 2,2 | 52,3 |
| Créances sur la clientèle | 169 351 | 176 684 | 176 563 | 7 212 | 4,3 | - 121 | -0,1 | 23,0 |
| Portefeuille titres | 155 422 | 163 309 | 163 685 | 8 263 | 5,3 | 376 | 0,2 | 21,4 |
| Autres actifs | 26 379 | 26 511 | 25 374 | -1 005 | -3,8 | -1 137 | -4,3 | 3,3 |
| Total de l'actif | 738 990 | 758 217 | 766 104 | 27 114 | 3,7 | 7 887 | 1,0 | 100,0 |

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

Evolution des principaux postes du passif

Les dettes interbancaires ont atteint un encours de 305 053 millions d'euros fin octobre 2014 suite à une augmentation annuelle de 9 600 millions d'euros. Le concours de la BCL aux établissements de crédit a diminué de 1 474 millions d'euros en comparaison annuelle. Partant, les dettes envers les autres établissements de crédit ont augmenté de 11 074 millions sur douze mois. Hors opérations auprès de la BCL, le solde interbancaire (soit la différence entre les créances et les dettes interbancaires) se situait à 73 726 millions d'euros fin octobre 2014.

Les dépôts de la clientèle non bancaire ont évolué favorablement et ont représenté actuellement la principale source de financement bancaire au Luxembourg, à savoir 41,3% du total du passif. En effet, les dettes envers la clientèle non bancaire ont progressé de 4,5%, sur une base annuelle, pour atteindre un encours de 316 023 millions d'euros fin octobre 2014. Cette hausse s'explique principalement par une augmentation des dépôts des autres intermédiaires financiers luxembourgeois, une composante particulièrement volatile du financement bancaire. Notons que par rapport au mois d'octobre 2013, les dépôts des ménages et ISBLM luxembourgeois ont augmenté de 3 195 millions d'euros, soit une progression annuelle de 11,5%. Cette augmentation était encore plus marquée pour les dépôts des sociétés non financières luxembourgeoises atteignant 21 409 millions d'euros, soit une variation positive annuelle de 42,5%. A contrario, les dépôts des ménages et ISBLM des autres pays membres de la zone euro ont diminué 3 038 millions d'euros (-16,6%) par rapport à fin octobre 2013. Cette diminution des dépôts des autres pays membres de la zone euro était encore plus perceptible pour les sociétés non financières, ayant accusé une baisse de 24,8% (ou 5 039 millions d'euros) par rapport à l'année dernière.

Le financement par émission de titres de dette a continué de décroître et ne représentait plus que 55 800 millions d'euros en fin de période, soit 7,3% du total du passif. Tout comme à l'actif, les titres financiers étant comptabilisés à leur juste valeur, les effets de valorisation sont également pris en compte. Pour la période couvrant octobre 2013 à octobre 2014, les établissements de crédit ont émis des titres pour un montant agrégé s'élevant à 2 325 millions d'euros. Pour la même période, les effets de prix et change ont été globalement négatifs, à concurrence de -3 135 millions d'euros.

Tableau 9

Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)

| PASSIFS | MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS | | | VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN % | | | | POIDS RELATIF ¹⁾ |
|----------------------------------|------------------------------|---------|---------|---------------------------------------|------|---------------------|------|-----------------------------|
| | 10-2013 | 09-2014 | 10-2014 | 10-2013 - 10-2014 | | 09-2014 - 10-2014 | | 10-2014 |
| | | | | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | |
| Dettes interbancaires | 295 453 | 295 777 | 305 053 | 9 600 | 3,2 | 9 276 | 3,1 | 39,8 |
| Dettes envers la clientèle | 302 271 | 313 806 | 316 023 | 13 752 | 4,5 | 2 217 | 0,7 | 41,3 |
| Dettes représentées par un titre | 56 609 | 57 828 | 55 800 | - 809 | -1,4 | -2 029 | -3,5 | 7,3 |
| Autres passifs | 84 656 | 90 806 | 89 229 | 4 572 | 5,4 | -1 578 | -1,7 | 11,6 |
| Total du passif | 738 990 | 758 217 | 766 104 | 27 114 | 3,7 | 7 887 | 1,0 | 100,0 |

1) Poids relatif par rapport au total des passifs.

Source : BCL

Au 31 octobre 2014, 89 229 millions d'euros étaient comptabilisés sous la catégorie des autres passifs, qui se sont contractés de 1,7% par rapport à septembre 2014.

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire, menée par la BCL depuis fin 2002, s'inscrit dans le cadre de l'enquête globale sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro mise au point par l'Eurosystème. L'enquête se présente sous forme d'un questionnaire de nature qualitative envoyé à un échantillon représentatif de sept banques au Luxembourg et destiné aux responsables dans le domaine du crédit aux ménages et aux entreprises. Les questions portent à la fois sur l'offre de crédits (c'est-à-dire sur les critères d'octroi⁹) ainsi que sur la demande. Les résultats de l'enquête sont généralement exprimés en « pourcentages nets », dont la définition varie en fonction des questions figurant dans le questionnaire. Pour les critères d'octroi, les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement et la part des banques ayant signalé un assouplissement. Quant à la demande, celle-ci est la différence entre le pourcentage des banques ayant signalé une augmentation de la demande et le pourcentage de banques qui ont signalé une diminution. A noter que les résultats luxembourgeois ne sont pas pondérés par la taille des banques et sont donc à interpréter avec précaution.

La plus récente enquête fut réalisée en octobre 2014 et couvre le troisième trimestre 2014. Au Luxembourg, les résultats indiquent que les critères d'octroi de crédits aux entreprises et de crédits à l'habitat se sont assouplis. S'agissant de la demande nette, cette dernière est restée stable au cours du troisième trimestre pour les crédits aux entreprises, tandis qu'elle a diminué pour les crédits à l'habitat. Les critères d'octroi ainsi que la demande relative aux crédits à la consommation sont restés inchangés au troisième trimestre. Au niveau de la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi de prêts appliqués par les banques se sont assouplis pour les trois catégories recensées par l'enquête (crédits aux entreprises, crédits à l'habitat et crédits à la consommation). De même, la demande au niveau de la zone euro a augmenté pour toutes les catégories de crédit lors du troisième trimestre.

Pour les données dérivées des questions régulières de l'enquête, le graphique 17 représente l'évolution au Luxembourg des pourcentages nets se rapportant aux questions clefs.

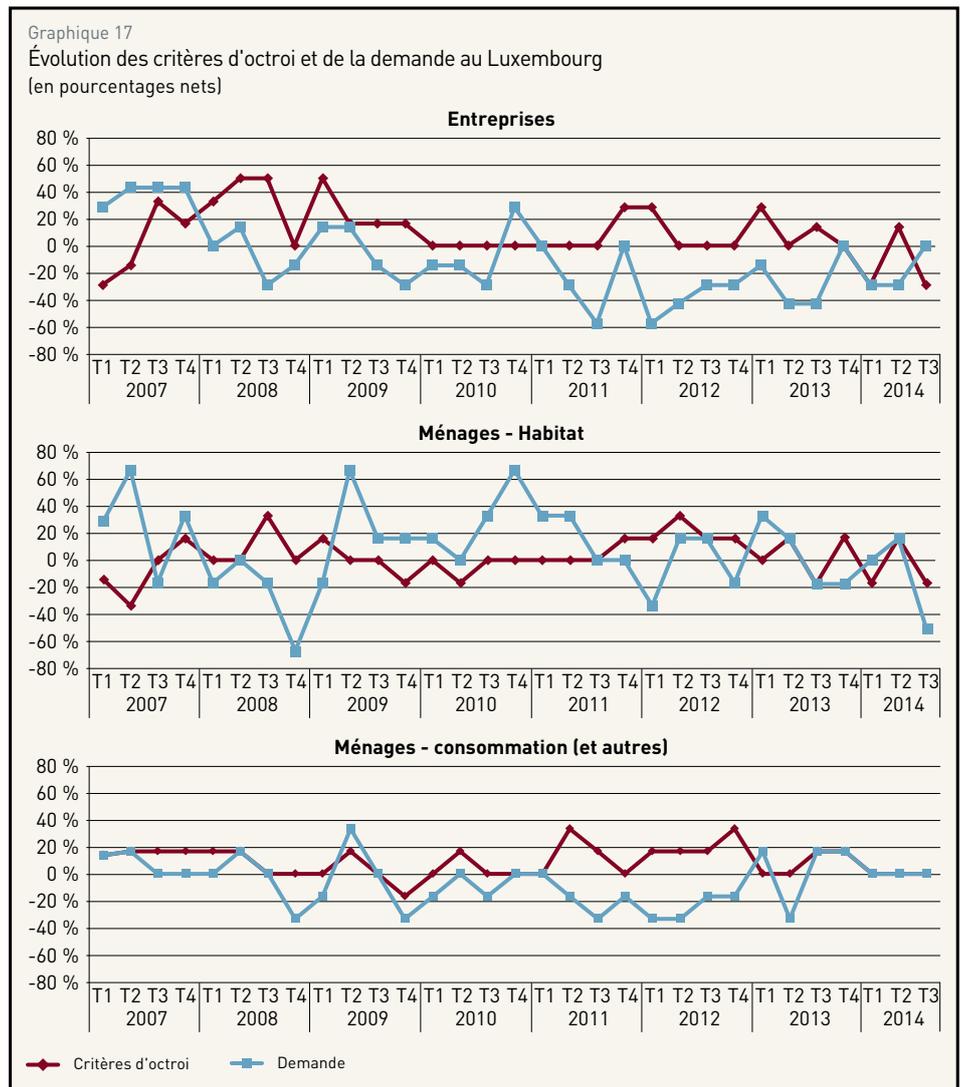
⁹ Les critères d'octroi des crédits sont les directives ou les critères internes selon lesquels une banque octroie les crédits. Ils sont fixés préalablement à la négociation relative aux conditions du crédit et à la décision d'octroi ou de refus.

Entreprises: Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits octroyés aux petites et moyennes entreprises (PME) et aux grandes entreprises se sont assouplis pendant les trois premiers trimestres 2014, et cela pour la première fois depuis l'émergence des turbulences financières en 2007. Cet assouplissement est principalement attribuable à une amélioration de la position de liquidité des banques et à une augmentation de la concurrence bancaire. Des risques liés à l'évolution de l'activité économique au Luxembourg et dans la zone euro ont cependant eu un effet resserrant sur les critères d'octroi. Dans la zone euro, les critères d'octroi se sont assouplis au deuxième et au troisième trimestre, après un léger durcissement au premier trimestre.

Cet assouplissement des critères d'octroi au Luxembourg s'est surtout traduit par une diminution des marges sur les prêts moyens, mais s'est également reflété dans d'autres conditions d'attribution plus favorables (par exemple une diminution des demandes de garanties).

La demande nette émanant des entreprises au Luxembourg est restée stable après une diminution au deuxième trimestre 2014. La demande de crédit a légèrement augmenté seulement pour les PME. Selon les banques, cette évolution découle, d'une part, d'une augmentation de besoins de fonds de roulement et, d'autre part, d'une diminution de l'investissement en capital fixe ainsi que d'un financement par d'autres moyens. Dans la zone euro, la demande de crédit de la part des entreprises a légèrement augmenté au cours des deux premiers trimestres 2014.

Ménages (habitat): En ce qui concerne les crédits immobiliers octroyés aux ménages luxembourgeois, les critères d'octroi se sont légèrement détendus, après un durcissement au deuxième trimestre. L'évolution des marges sur les prêts moyens, cette évolution s'est également traduite par un assouplissement des conditions d'octroi (c'est-à-dire les conditions du crédit effectivement approuvées dans le contrat conclu entre la banque et l'emprunteur). La quotité d'emprunt (ratio « loan-to-value » ou LTV) a cependant été légèrement resserrée. Dans la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont légèrement assouplis.



Source : BCL

Au Luxembourg, la demande nette relative aux crédits immobiliers a diminué au troisième trimestre 2014 après une augmentation de la demande au deuxième trimestre. Selon les banques cette évolution est principalement attribuable à une diminution relative de l'épargne dont disposent les ménages par rapport au niveau des prix de l'immobilier, ce qui rend l'accès à la propriété de plus en plus difficile. Dans la zone euro, la demande nette s'est inscrite en hausse au cours des deux premiers trimestres 2014.

Ménages (consommation et autres): Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) sont restés inchangés au cours des trois premiers trimestres 2014. Dans la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont quelque peu assouplis, une évolution qui découle d'une amélioration de la position de liquidité des banques.

La demande de la part des ménages pour les crédits à la consommation (et autres crédits) est restée inchangée au Luxembourg au cours des trois premiers trimestres 2014, tandis que cette demande s'est inscrite en hausse au niveau de la zone euro.

Réponses aux questions supplémentaires: L'enquête sur la distribution du crédit bancaire réalisée en octobre 2014 comprenait aussi des questions supplémentaires.

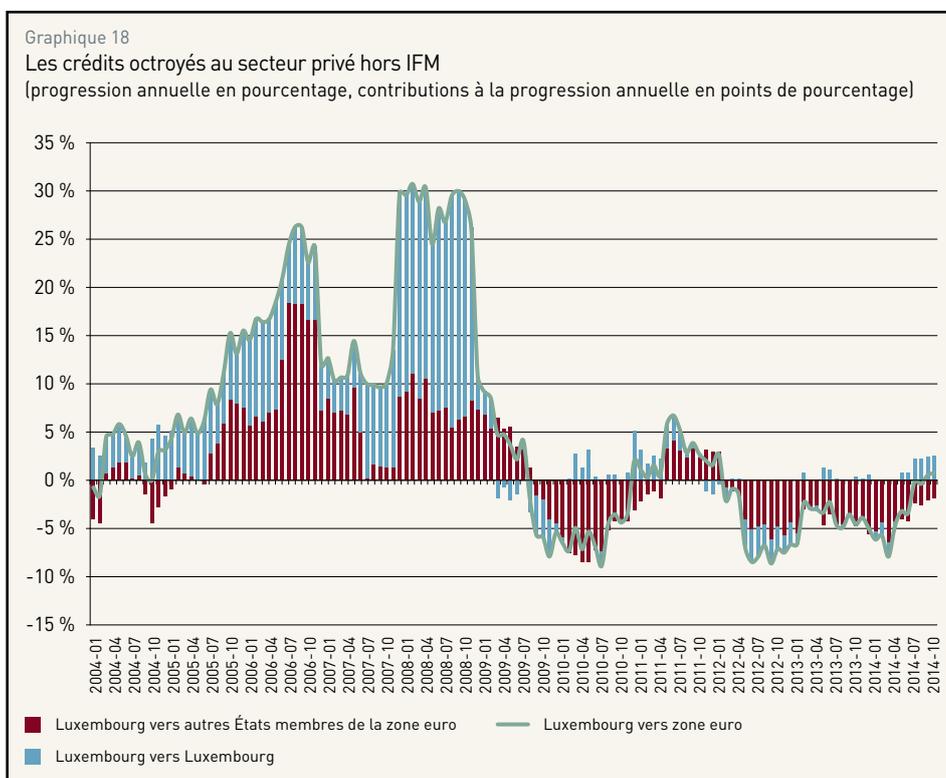
La première question portant sur les conditions de refinancement des banques n'a révélé aucun changement substantiel quant à l'accès au financement des banques au Luxembourg, alors qu'une légère amélioration pouvait être constatée au niveau de la zone euro.

La deuxième question supplémentaire a porté sur l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les conditions de refinancement des banques, ainsi que sur leurs critères d'octroi de crédits. Aucune inci-

dence n'a été rapportée par les banques de l'échantillon luxembourgeois. Au niveau de la zone euro, les banques ont indiqué que l'accalmie des tensions sur le marché de la dette souveraine avait contribué à une légère amélioration de leurs conditions de financement.

L'évolution des crédits au secteur privé

L'évolution des crédits accordés au secteur privé par les établissements de crédit au Luxembourg est devenue positive en septembre pour la première fois depuis janvier 2012. La progression annuelle des crédits octroyés par les établissements de crédit luxembourgeois au secteur privé de la zone euro était de +0,8% en octobre. Celle-ci a été freinée



Source : BCL

par une contribution négative des crédits octroyés aux contreparties non-résidentes (-1,7 point de pourcentage).

Quant aux crédits accordés aux contreparties résidentes, ceux-ci ont progressé de 5,2% en octobre (voir Graphique 19). La majeure partie de ces crédits a été accordée au secteur financier hors établissements de crédit, soit aux autres intermédiaires financiers (AIF). Selon les données bilantaires d'octobre, 36% des encours de crédits octroyés aux résidents ont été destinés à ce secteur qui est majoritairement composé de fonds d'investissement. Pour le reste, 34% des crédits ont été octroyés aux ménages pour l'acquisition de biens immobiliers, alors que 22% des encours ont été destinés aux entreprises. Des montants relativement limités ont été destinés aux crédits à la consommation et aux crédits octroyés aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension.

Compte tenu du poids des crédits aux AIF et de la croissance assez stable des crédits immobiliers, il est peu surprenant de constater que la dynamique des crédits octroyés aux contreparties résidentes ait largement été attribuable à l'évolution des crédits octroyés en particulier aux AIF (voir Graphique 19).

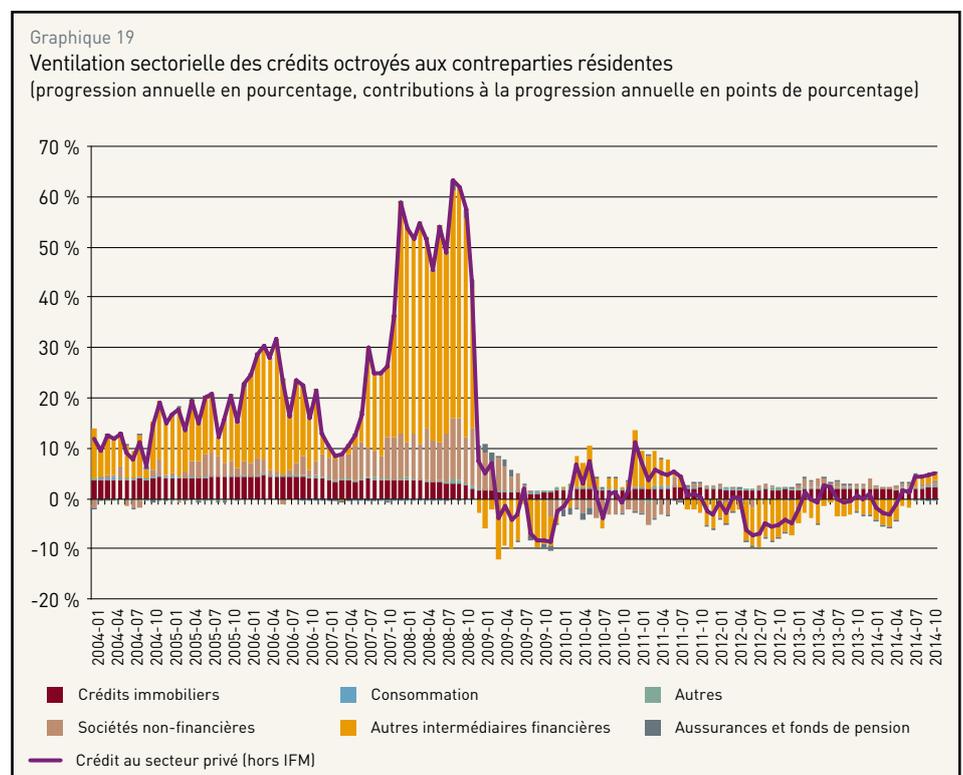
De même, la contribution des crédits accordés aux AIF implantés au Luxembourg a été assez positive depuis juillet. La contribution des crédits aux ménages, principalement attribuable aux crédits immobiliers, était toujours largement positive. La contribution des crédits octroyés aux sociétés non-financières (SNF) est restée positive mais a été plus faible qu'en 2013.

Eu égard aux différents secteurs non-financiers résidents, on constate une diminution de la croissance annuelle des crédits accordés aux SNF de 3,6% en avril à 0,5% en septembre suivi d'un rebond en octobre. La croissance annuelle des crédits immobiliers accordés aux ménages est restée assez stable. La croissance des crédits à la consommation est restée légèrement négative avec un possible retour à la croissance en fin de période. Toutefois, il convient de rappeler que les crédits à la consommation se caractérisent par une forte saisonnalité, de sorte que leur évolution doit être appréhendée avec prudence.

Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les établissements de crédit

Taux d'intérêt des crédits accordés

Au 31 octobre 2013, le taux de la BCE pour les opérations principales de refinancement était de 0,50%. Depuis, ce taux a connu 3 baisses successives. La première a eu lieu le 13 novembre 2013, où ce taux est passé à 0,25%, pour ensuite être abaissé à 0,15% le 11 juin 2014 et finalement s'établir à 0,05%, taux en vigueur depuis le 10 septembre 2014. Les chiffres commentés ci-après se réfèrent



Source : BCL

aux dernières données disponibles, à savoir celles du mois d'octobre 2014, relatives aux taux d'intérêt de détail pratiqués par les établissements de crédit luxembourgeois envers les ménages et les sociétés non financières de la zone euro.

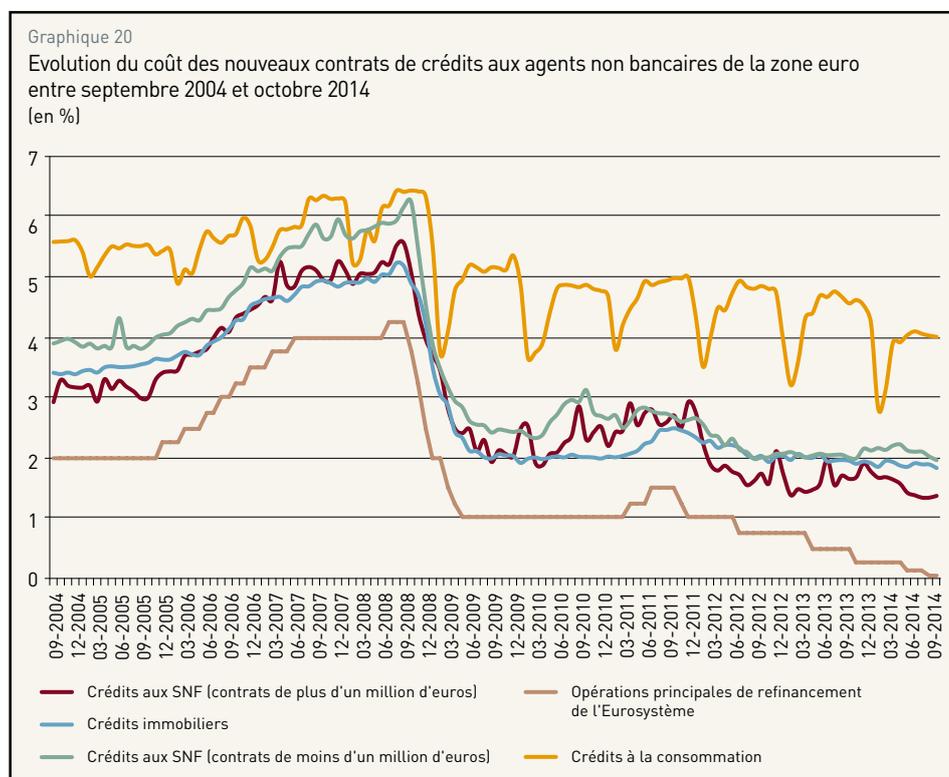
Les baisses successives des taux directeurs ont généralement été répercutées sur les taux de détail pratiqués. Ainsi, les taux d'intérêt se sont établis à des niveaux historiquement bas ou à des niveaux très proches. En même temps, certains taux d'intérêt n'ont guère changé sur les périodes plus récentes. La baisse des taux créditeurs est ainsi restée limitée par souci de préserver les marges par rapport aux taux débiteurs qui s'inscrivent à des niveaux déjà historiquement bas, voir même proches de zéro sur certaines ventilations.

Ainsi, si fin octobre 2014 le taux d'intérêt variable¹⁰ sur les crédits immobiliers nouvellement accordés aux ménages a atteint son plus bas niveau historique de 1,83%, il a diminué de seulement 12 points de base par rapport au mois d'octobre 2013. La baisse des taux de détail est toutefois plus perceptible pour ce qui est du taux d'intérêt fixe¹¹ sur les crédits immobiliers nouvellement accordés aux ménages. En effet, sur la même période, ce taux a baissé de 33 points de base pour s'inscrire à 2,31%.

Le coût des crédits à la consommation s'est également inscrit à la baisse. Ainsi, le coût des crédits à la consommation, dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à 1 et inférieure ou égale à 5 ans, a diminué de 55 points de base, en comparaison annuelle, pour atteindre 4,00% en fin de période. Les conditions de financement des crédits à la consommation se caractérisent toutefois par une forte

saisonnalité et sont influencées par des événements externes tels que le festival de l'automobile, période pendant laquelle les banques octroient des crédits à taux préférentiels. A titre d'exemple, ce même taux s'établissait à 2,81% fin février 2014.

A contrario, la catégorie des autres crédits à taux variable, regroupant les crédits qui ne sont destinés ni aux investissements immobiliers, ni à la consommation, a vu son coût augmenter entre octobre 2013 (1,54%) et octobre 2014 (1,66%). Il convient de souligner que ces crédits sont souvent destinés à la réalisation d'investissements financiers. En outre, contrairement aux autres catégories de crédits, ces crédits sont majoritairement offerts à une clientèle non résidente.



Source : BCL

¹⁰ Taux d'intérêt variable ou dont la période de fixation initiale du taux d'intérêt est inférieure ou égale à 1 an.

¹¹ Taux d'intérêt fixe pondéré par les montants des contrats pour tous les crédits immobiliers accordés indépendamment de la durée de fixation initiale du taux. Cette série n'est publiée par la BCL qu'à partir de février 2009 pour des raisons méthodologiques liées à l'identification des déclarants.

S'agissant des crédits accordés aux sociétés non financières, le taux d'intérêt variable sur les crédits d'un montant inférieur ou égal à 1 million d'euros a baissé de 4 points de base, par rapport à octobre 2013, pour atteindre son plus bas niveau historique de 1,96%.

Le taux d'intérêt variable sur les crédits d'un montant supérieur à 1 million d'euros accordés aux sociétés non financières a diminué de 28 points de base sur la même période pour s'élever à 1,37%. Le taux d'intérêt enregistré en octobre est donc très proche de son plus bas niveau historique de 1,34% atteint en août et septembre 2014.

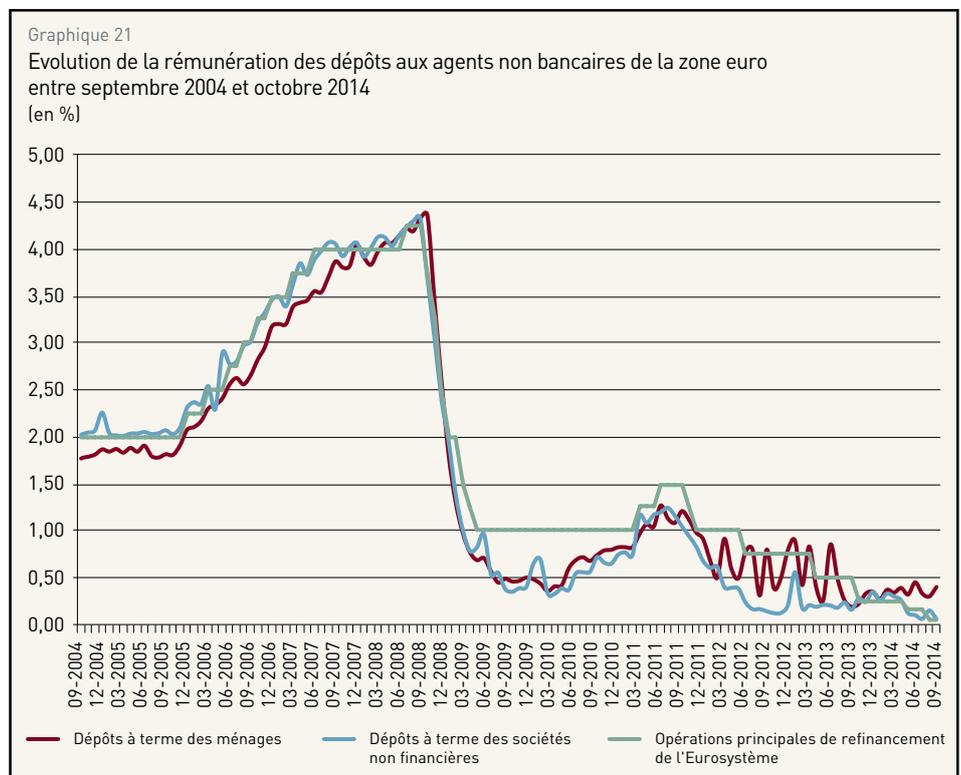
Taux d'intérêt des dépôts

La rémunération des dépôts à terme des ménages nouvellement contractés d'une durée inférieure ou égale à 1 an a augmenté de 21 points de base sur douze mois. Ainsi, la rémunération sur ces dépôts est passée de 0,19% en octobre 2013, taux le plus faible enregistré, à 0,40%. Néanmoins, il convient de souligner que cette évolution est à interpréter avec précaution. En effet, l'évolution des volumes de dépôts nouvellement contractés peut engendrer des ajustements considérables en ce qui concerne les pondérations relatives sous-jacentes. Par exemple, un taux favorable accordé à un client fortuné qui dépose une somme importante auprès d'un établissement de crédit peut avoir un impact très important sur les données agrégées. Effectivement, les taux d'intérêt appliqués aux nouveaux contrats sont pondérés au sein des catégories d'instruments concernées par les montants des contrats individuels. Or, ces pondérations sont particulièrement volatiles pour ce qui est des dépôts à terme des ménages nouvellement contractés d'une durée inférieure ou égale à 1 an.

S'agissant des nouveaux dépôts à terme des sociétés non financières ayant une échéance initiale inférieure ou égale à 1 an, le taux d'intérêt appliqué à ces dépôts a baissé de 10 points de base pour atteindre son plus bas niveau historique de 0,06% en date du 31 octobre 2014.

L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit

En utilisant des données révisées (voir bulletin précédent), tenant compte des effets de calendriers liés à l'hétérogénéité des dates de clôture des comptes de certains établissements de crédit, le résultat avant dépréciations, provisions et impôts des établissements de crédit luxembourgeois à l'exclusion de leurs succursales à l'étranger s'est élevé à 4 272 millions d'euros au 30 septembre 2014. Ce résultat représente une légère diminution de 0,8% par rapport au troisième trimestre de l'année précédente.



Source : BCL

Les taux de détail offerts par les banques au secteur privé non financier se sont à nouveau orientés à la baisse sous l'impulsion de la diminution des taux directeurs. Les montants liés aux intérêts perçus ont baissé de 5,3% (soit 494 millions d'euros) en comparaison annuelle, pour s'établir à 8 849 millions d'euros. Ceci a été contrebalancé par une baisse des charges d'intérêts à concurrence de 6,7% (ou 407 millions d'euros en termes bruts) pour s'élever à 5 710 millions d'euros, permettant de stabiliser la marge sur intérêts, qui a été soutenue exclusivement par les produits de dividendes. Ces derniers ont affiché un encours de 721 millions d'euros, en augmentation de 15,2%, ou 95 millions d'euros, sur une année.

Les revenus nets sur commissions, provenant essentiellement des activités de banque dépositaire, et les revenus sur opérations de change ont connu une évolution défavorable, ayant diminué respectivement de 46 millions d'euros (-1,5%) et 43 millions d'euros (-25,2%) par rapport au troisième trimestre de l'année 2013.

Du côté des revenus hors-intérêts, notons la hausse significative des autres revenus nets, qui reflètent les variations de juste valeur des portefeuilles-titres détenus par les banques. Ces revenus non-récurrents, d'un caractère typiquement hétérogène et volatil, ont contribué à hauteur de 1 020 millions d'euros au produit bancaire, en progression de 75 millions d'euros en perspective annuelle.

Par conséquent, le produit bancaire, représentant la somme de la marge sur intérêts et des revenus hors intérêts, est restée relativement stable pour s'élever à 8 034 millions d'euros au 30 septembre 2014.

Les frais de personnel ont connu un recul de 1,2% en rythme annuel pour s'établir à 2 013 millions d'euros au 30 septembre 2014.

Tableau 10

Comptes de profits et pertes agrégés en cours d'année des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales étrangères des banques luxembourgeoises

| | RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS | 09-2013 | 09-2014 | VARIATION EN TERMES BRUTS | VARIATION EN POURCENT |
|----|---|---------|---------|---------------------------|-----------------------|
| 1 | Produits d'intérêts | 9 343 | 8 849 | - 494 | -5,3 |
| 2 | Produits de dividendes | 626 | 721 | 95 | 15,2 |
| 3 | Charges d'intérêts | 6 117 | 5 710 | - 407 | -6,7 |
| 4 | Marge sur intérêts (1+2-3) | 3 852 | 3 860 | 8 | 0,2 |
| 5 | Revenus nets sur commissions | 3 072 | 3 026 | - 46 | -1,5 |
| 6 | Revenus nets sur opérations de change | 171 | 128 | - 43 | -25,1 |
| 7 | Autres revenus nets | 945 | 1 020 | 75 | 7,9 |
| 8 | Revenus hors intérêts (5+6+7) | 4 188 | 4 174 | - 14 | -0,3 |
| 9 | Produit bancaire (4+8) | 8 040 | 8 034 | - 6 | -0,1 |
| 10 | Frais de personnel | 2 038 | 2 013 | - 25 | -1,2 |
| 11 | Frais d'exploitation | 1 505 | 1 555 | 50 | 3,3 |
| 12 | Frais de personnel et d'exploitation (10+11) | 3 543 | 3 568 | 25 | 0,7 |
| 13 | Amortissements sur immobilisé non financier | 189 | 194 | 5 | 2,6 |
| 14 | Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13) | 4 308 | 4 272 | - 36 | -0,8 |

1) Les montants sont exprimés en millions d'euros. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

Source : CSSF

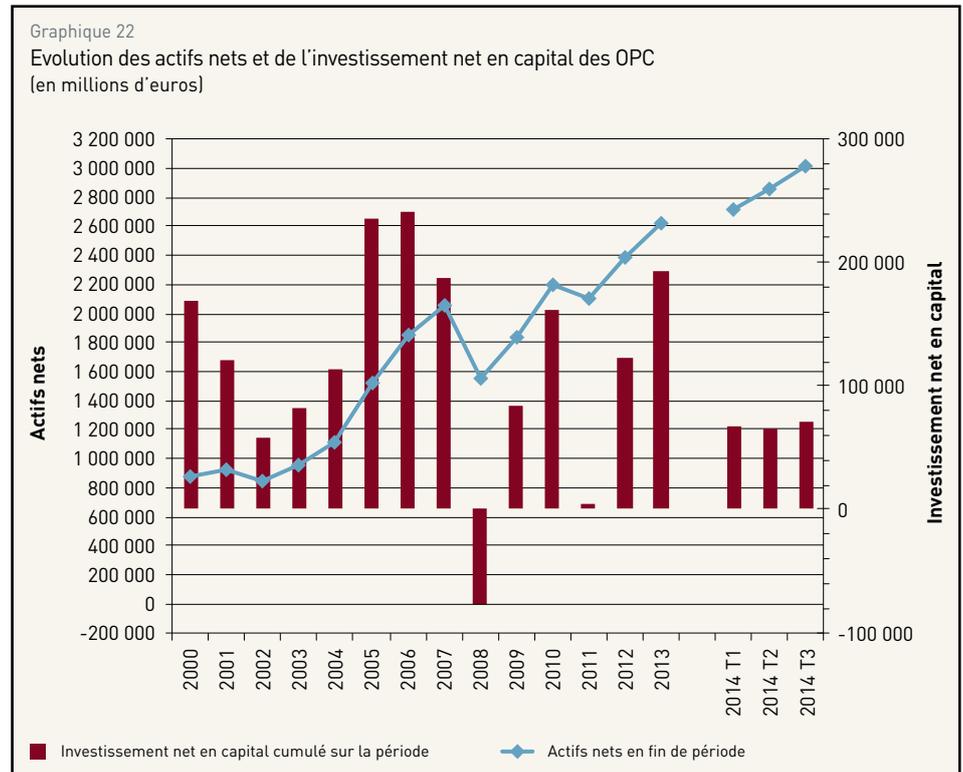
1.2.3.2.2 Les organismes de placement collectif

L'évolution en nombre

Le nombre des fonds d'investissement a augmenté de 16 unités au cours du troisième trimestre de 2014, pour s'établir à un total de 3 900 unités à la fin du mois de septembre. Le nombre de compartiments a quant à lui augmenté de 8 unités au cours du trimestre écoulé, passant ainsi de 13 791 à 13 799 unités.

L'évolution de la valeur nette d'inventaire des OPC

Au cours du troisième trimestre de 2014, la valeur nette d'inventaire (VNI) de l'ensemble des OPC a progressé de près de 5,3% pour s'établir, à la fin du mois de septembre, à 3 006 762 millions d'euros. La hausse de la VNI s'explique à la fois par la variation des marchés financiers (+80 534 millions d'euros) et la hausse des investissements nets (+71 588 millions d'euros).



Source : CSSF

Tableau 11

Evolution de la situation globale des organismes de placement collectif

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

| | Nombre d'OPC | Nombre de compart. | dont nombre de compart. monétaires | Valeur nette d'inventaire | Investissement net en capital ¹⁾²⁾ | Variation des marchés financiers ²⁾³⁾ | Variation annuelle en termes bruts | Variation annuelle en % | Variation mensuelle en termes bruts | Variation mensuelle en % |
|-------|--------------|--------------------|------------------------------------|---------------------------|---|--|------------------------------------|-------------------------|-------------------------------------|--------------------------|
| 2002 | 1 941 | 7 806 | 375 | 844 508 | 57 314 | -141 206 | -83 939 | -9,0 | | |
| 2003 | 1 870 | 7 509 | 445 | 953 302 | 82 609 | 26 185 | 108 794 | 12,9 | | |
| 2004 | 1 968 | 7 876 | 432 | 1 106 222 | 113 731 | 39 189 | 152 920 | 16,0 | | |
| 2005 | 2 060 | 8 497 | 449 | 1 525 208 | 236 277 | 182 709 | 418 986 | 37,9 | | |
| 2006 | 2 238 | 9 473 | 451 | 1 844 850 | 241 344 | 78 298 | 319 642 | 21,0 | | |
| 2007 | 2 868 | 11 115 | 463 | 2 059 395 | 188 488 | 26 057 | 214 545 | 11,6 | | |
| 2008 | 3 372 | 12 325 | 477 | 1 559 653 | -77 191 | -422 549 | -499 742 | -24,3 | | |
| 2009 | 3 463 | 12 232 | 479 | 1 840 993 | 84 369 | 196 971 | 281 340 | 18,0 | | |
| 2010 | 3 667 | 12 937 | 461 | 2 198 994 | 161 568 | 196 433 | 358 001 | 19,4 | | |
| 2011 | 3 845 | 13 294 | 412 | 2 096 512 | 5 284 | -107 766 | -102 482 | -4,7 | | |
| 2012 | 3 845 | 13 420 | 209 | 2 383 826 | 16 601 | 7 503 | 287 314 | 13,7 | | |
| 2013 | 3 902 | 13 685 | 201 | 2 615 363 | 17 681 | -10 046 | 231 537 | 9,7 | | |
| 2014 | | | | | | | | | | |
| jan. | 3 885 | 13 689 | 198 | 2 623 836 | 19 624 | -11 151 | 217 908 | 9,1 | 8 473 | 0,3 |
| fév. | 3 881 | 13 674 | 197 | 2 679 511 | 25 164 | 30 511 | 211 441 | 8,6 | 55 675 | 2,1 |
| mars | 3 885 | 13 690 | 192 | 2 709 201 | 23 279 | 6 411 | 180 281 | 7,1 | 29 690 | 1,1 |
| avril | 3 898 | 13 725 | 192 | 2 742 208 | 30 306 | 2 701 | 176 952 | 6,9 | 33 007 | 1,2 |
| mai | 3 900 | 13 758 | 192 | 2 815 869 | 16 261 | 57 400 | 231 770 | 9,0 | 73 661 | 2,7 |
| juin | 3 884 | 13 791 | 191 | 2 854 640 | 19 123 | 19 648 | 368 056 | 14,8 | 38 771 | 1,4 |
| juil. | 3 891 | 13 790 | 191 | 2 904 136 | 32 921 | 16 575 | 380 950 | 15,1 | 49 496 | 1,7 |
| août | 3 896 | 13 801 | 188 | 2 970 520 | 15 979 | 50 405 | 471 681 | 18,9 | 66 384 | 2,3 |
| sep. | 3 900 | 13 799 | 187 | 3 006 762 | 22 688 | 13 554 | 467 562 | 18,4 | 36 242 | 1,2 |

Source : CSSF

1) L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.

2) Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles.

3) Il s'agit de la variation de la VNI en termes bruts qui est due à la variation des marchés financiers.

L'évolution du total bilantaire des OPC non-monétaires détaillée selon la politique d'investissement

L'évolution du total bilantaire des OPC non-monétaires détaillée selon la politique d'investissement (fonds actions, fonds obligataires, fonds mixtes, fonds immobiliers, *hedge funds* et autres fonds) est présentée dans le tableau suivant.

Tableau 12

Evolution du total bilantaire des OPC non monétaires par politique d'investissement

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

| | FONDS OBLIGATAIRES | FONDS ACTIONS | FONDS MIXTES | FONDS IMMOBILIERS | HEDGE FUNDS | AUTRES FONDS |
|-----------|--------------------|---------------|--------------|-------------------|-------------|--------------|
| 2009 | 582 018 | 590 183 | 410 548 | 31 407 | 26 587 | 52 904 |
| 2010 | 754 800 | 743 181 | 506 794 | 39 009 | 31 961 | 62 355 |
| 2011 | 783 790 | 628 879 | 515 043 | 43 419 | 31 070 | 60 843 |
| 2012 | 1 020 211 | 709 446 | 573 515 | 44 286 | 27 553 | 59 420 |
| 2013 | 1 071 875 | 850 930 | 656 009 | 48 931 | 27 744 | 74 942 |
| 2014 | | | | | | |
| janv. | 1 103 570 | 847 520 | 666 422 | 44 436 | 28 688 | 77 032 |
| fév. | 1 122 227 | 880 054 | 684 661 | 43 465 | 28 976 | 78 040 |
| mars | 1 149 253 | 893 548 | 697 437 | 44 536 | 29 096 | 78 743 |
| avril | 1 156 741 | 895 329 | 709 667 | 44 189 | 28 373 | 84 309 |
| mai | 1 179 460 | 928 471 | 730 961 | 44 219 | 28 277 | 87 495 |
| juin | 1 181 974 | 941 426 | 744 966 | 44 431 | 28 006 | 89 811 |
| juillet | 1 213 311 | 956 020 | 760 873 | 44 511 | 27 347 | 88 461 |
| août | 1 240 197 | 980 041 | 785 116 | 45 211 | 27 379 | 90 151 |
| septembre | 1 265 959 | 981 417 | 798 951 | 44 800 | 28 294 | 89 123 |

Source : BCL

Le tableau ci-dessus reprend le total de l'actif par type de fonds depuis décembre 2009. En termes de total bilantaire, les fonds obligataires, les fonds actions et les fonds mixtes représentent les catégories de fonds les plus importantes. Les trois autres catégories sont minoritaires. La catégorie « autres fonds » reprend principalement les fonds investis en matières premières ou en autres actifs moins conventionnels, ainsi que les fonds créés récemment et qui n'ont pas encore pu être catégorisés.

Rappelons qu'en janvier 2012, le reclassement de certains fonds monétaires en fonds non-monétaires a eu pour conséquence d'augmenter le total bilantaire des fonds obligataires d'un montant de 38 983 millions d'euros.

Au cours du troisième trimestre de 2014, l'activité des fonds obligataires a connu une hausse de +7,1%. Le bilan des fonds investis principalement en actions a quant à lui augmenté de +4,3% sur la période étudiée pour atteindre un encours de 981 417 millions d'euros à la fin du mois de septembre. Les actifs des fonds mixtes ont connu un accroissement de +7,3%. Enfin, les fonds immobiliers, les *hedge funds*, et les autres fonds ont respectivement affiché des taux de croissance de leur total bilantaire de +0,8%, +1,0% et -0,8% au cours du troisième trimestre.

Les OPC monétaires

Le nombre de compartiments

Fin septembre 2014, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 187 unités, en baisse de 4 unités par rapport au mois de juin, poursuivant ainsi la lente érosion entamée depuis le début de la crise financière.

Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était déjà tombé de 412 à 232 en raison d'un changement de définition¹².

La somme des bilans

Au cours du troisième trimestre de 2014, la somme des bilans a progressé de +9,0%, passant de 195 694 millions d'euros à 213 265 millions d'euros. Cette évolution marque ainsi une rupture de tendance par rapport aux trimestres précédents et ce en dépit du maintien d'un contexte de faibles taux d'intérêt.

La politique d'investissement

Les investissements des OPC monétaires sont majoritairement, voire exclusivement, constitués de dépôts en banques et d'un portefeuille de titres de créance dont la maturité moyenne est relativement courte. De plus, ces titres de créances doivent répondre à certains critères de qualité définis dans le Règlement 883/2011 de la BCE.

Fin septembre 2014, le portefeuille de titres représentait 81,3% de l'actif, soit 173 450 millions d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 17,3%, soit 36 944 millions d'euros. Au cours du troisième trimestre de 2014, la progression du total bilantaire s'est principalement concrétisée par une hausse du portefeuille de titres (+11,6%).

Tableau 13

Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan des OPC monétaires et leur évolution (encours en fin de période)

| ACTIFS | MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS | | | VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN % | | | | POIDS RELATIF ¹⁾ |
|---------------------|------------------------------|---------|---------|---------------------------------------|-------|---------------------|------|-----------------------------|
| | 09-2013 | 06-2014 | 09-2014 | 09-2013 - 09-2014 | | 06-2014 - 09-2014 | | 09-2014 |
| | | | | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | |
| Créances | 42 503 | 37 768 | 36 944 | -5 559 | -13,1 | - 824 | -2,2 | 17,3 |
| Portefeuille titres | 158 654 | 155 475 | 173 450 | 14 796 | 9,3 | 17 975 | 11,6 | 81,3 |
| Autres actifs | 2 466 | 2 451 | 2 871 | 405 | 16,4 | 420 | 17,1 | 1,3 |
| Total de l'actif | 203 623 | 195 694 | 213 265 | 9 642 | 4,7 | 17 571 | 9,0 | 100,0 |

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Fin septembre 2014, le portefeuille de titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se composait de titres émis par des établissements de crédit (87 728 millions d'euros), de titres émis par le secteur public (35 581 millions d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (43 128 millions d'euros).

¹² Pour plus de détails sur ce changement de définition, voir nos éditions précédentes.

Au cours du troisième trimestre de 2014, le volume total des titres en portefeuille a augmenté de +11,6%. Entre juin 2014 et septembre 2014, la hausse de la détention de titres émis par les administrations publiques, les établissements de crédit et les autres secteurs a respectivement augmenté de 26,1%, 6,6% et 10,5%.

Tableau 14

Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par contrepartie¹⁾

| EMETTEUR DES TITRES | MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS | | | VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN % | | | | POIDS RELATIF ²⁾ |
|---------------------------|------------------------------|----------------|----------------|---------------------------------------|------------|---------------------|-------------|-----------------------------|
| | 2013/09 | 2014/06 | 2014/09 | 2013/09 - 2014/09 | | 2014/06 - 2014/09 | | |
| | | | | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | 2014/09 |
| Etablissements de crédit | 88 948 | 82 270 | 87 728 | -1 220 | -1,4 | 5 458 | 6,6 | 51,8 |
| Administrations publiques | 34 230 | 30 598 | 38 581 | 4 351 | 12,7 | 7 983 | 26,1 | 22,8 |
| Autres secteurs | 31 640 | 39 016 | 43 128 | 11 488 | 36,3 | 4 112 | 10,5 | 25,5 |
| Total | 154 818 | 151 884 | 169 437 | 14 619 | 9,4 | 17 553 | 11,6 | 100,0 |

Source : BCL

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Poids relatif par rapport au total des crédits

1.2.3.3 Commerce et autres services non financiers

Les données pour l'année 2013 indiquent des hausses toujours notables du chiffre d'affaires (CA) dans le commerce de détail, mais des évolutions nettement moins favorables dans le commerce de détail hors VPC (ventes par correspondance) et VCMS (vente de carburants en magasins spécialisés). Cette évolution différenciée s'explique principalement par la montée en puissance du commerce électronique, dont témoigne également l'évolution favorable des recettes de TVA de l'Etat au cours de l'année 2013. Les évolutions du chiffre d'affaires dans les secteurs du transport aérien, fluvial et de l'hôtellerie restauration ont en moyenne été favorables en 2013. Dans les autres principaux secteurs, à savoir le commerce et réparation d'automobiles (avec toutefois une inflexion favorable au second semestre de 2013) et les services auxiliaires des transports, les évolutions moyennes constatées en 2013 ont en revanche été globalement négatives, comme l'illustre le tableau suivant. Le commerce de gros a quant à lui été globalement stable en 2013.

Les taux de progression en glissement annuel témoignent de certains changements au cours des trois premiers trimestres de 2014. Le commerce et réparation d'automobiles a été en progression. En revanche, le commerce de gros, stable en 2013, a régressé lors du deuxième et du troisième trimestre de l'année 2014. Le commerce de détail hors VPC et VCMS a chuté assez nettement au premier trimestre pour ensuite remonter légèrement au second trimestre. Le troisième trimestre a dénoté de nouveau un léger recul. Le transport par eau, dont les données doivent être interprétées avec grande prudence compte tenu de leur volatilité extrêmement marquée, a régressé fortement lors des trois premiers trimestres de 2014. Dans les autres secteurs, la tendance observée en 2013 s'est poursuivie. Tout comme pour le transport aérien, le chiffre d'affaires dans l'hôtellerie restauration a progressé. Dans le secteur des services auxiliaires des transports le chiffre d'affaires continue de baisser.

Tableau 15

Immatriculations de voitures et chiffre d'affaires en valeur dans différents secteurs (en taux de variation annuel)

| | 2012 | 2013 | 2014-T1 | 2014-T2 | 2014-T3 |
|---|-------|------|---------|---------|---------|
| Immatriculation de voitures | 1,0 | -7,5 | 0,0 | 5,3 | 14,4 |
| Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles | -6,9 | -0,2 | 4,8 | 2,9 | 5,6 |
| Commerce de gros hors automobiles et motocycles | -9,4 | 0,4 | 0,4 | -3,3 | -1,1 |
| Commerce de détail | 22,4 | 13,7 | 13,9 | 13,7 | 8,2 |
| Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et VCMS) | 3,1 | 1,8 | -5,2 | 1,7 | -1,0 |
| Hôtels et restaurants | 2,2 | 5,2 | 5,7 | 2,6 | 2,3 |
| Transports terrestres | 1,3 | 0,5 | -0,2 | 6,8 | -2,5 |
| Transports par eau | -14,6 | 24,9 | -29,9 | -44,3 | -18,0 |
| Transports aériens | -0,4 | 7,5 | 6,2 | 9,1 | 4,5 |
| Services auxiliaires des transports | -3,7 | -9,5 | -4,9 | -1,1 | 0,4 |

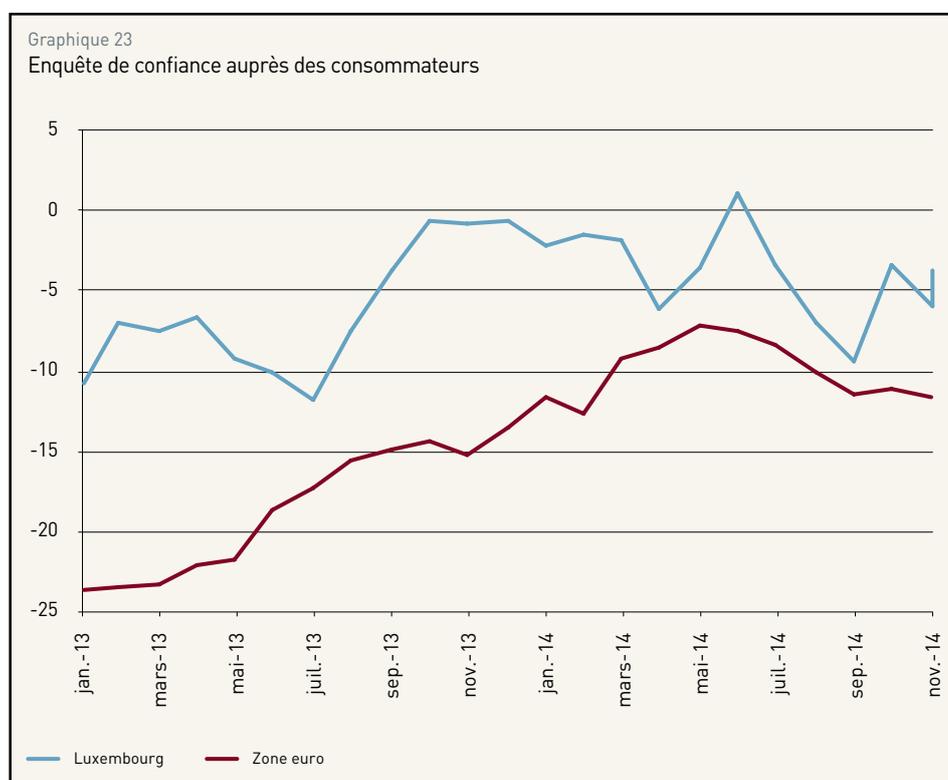
Source : STATEC, calculs BCL

Dans le secteur automobile, 46 624 nouvelles immatriculations ont été enregistrées sur l'ensemble de l'année 2013 au Luxembourg. Ce chiffre est en retrait de quelque 7,5% par rapport à l'année 2012. Une inflexion favorable s'est cependant dessinée au premier trimestre de 2014, les immatriculations enregistrées au cours de ce mois ayant demeuré au même niveau que lors du trimestre correspondant de l'année précédente. Cette rupture par rapport aux taux en glissement annuel fortement négatif précédemment observés a été confirmée par les données du deuxième et du troisième trimestre 2014 (+5,3% et +14,4% respectivement). Elle doit néanmoins être interprétée avec prudence, car les immatriculations de véhicules avaient été particulièrement faibles durant les premiers mois de l'année 2013, en raison de l'arrivée à terme fin décembre 2012 de la « PRIME CARE » de 750 € à l'achat d'une voiture à faibles émissions de

CO₂. L'inflexion favorable observée début 2014 pourrait également avoir été favorisée par la décision, prise lors du Conseil de Gouvernement du 13 décembre 2013, de reconduire jusqu'au 31 décembre 2014 le régime d'aides financières « prime CARE » en faveur des voitures et camionnettes propulsées exclusivement par un moteur électrique et mises en circulation pour la 1ère fois en 2014.

1.2.4 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

Après avoir évolué aux alentours de sa moyenne historique au cours du premier trimestre 2014, l'indicateur de confiance des consommateurs a connu depuis lors une tendance baissière marquée par une forte volatilité. En baisse sur les trois derniers trimestres de 2014, l'indicateur



Sources: BCL, Commission européenne

a atteint son niveau le plus haut de l'année en juin (+1) et son niveau le plus bas en septembre (-9). Sur l'ensemble de l'année 2014, l'indicateur affiche néanmoins une tendance en légère amélioration par rapport à l'année 2013 (-4 en moyenne en 2014 contre -6 en 2013). Dans la zone euro, la confiance des consommateurs a connu une tendance similaire mais son évolution a été moins volatile qu'au Luxembourg. L'indicateur pour la zone euro est historiquement plus faible qu'au Luxembourg, mais cet écart s'est amoindri lors des derniers mois.

Les dernières données disponibles, de décembre 2014, dénotent une légère amélioration de la confiance des consommateurs, l'indicateur s'établissant à -4 contre -6 en novembre 2014. Les anticipations des ménages relatives à la situation économique générale au Luxembourg se sont dégradées. En revanche, les anticipations concernant la situation financière des ménages et leur capacité à épargner sont en amélioration tout comme les anticipations relatives au chômage au Luxembourg.

Les résultats corrigés des variations saisonnières sont repris dans le tableau ci-dessous:

Tableau 16

Enquête de confiance auprès des consommateurs au Luxembourg

| | | ANTICIPATIONS SUR LES DOUZE PROCHAINS MOIS | | | | |
|------|-----------|---|--|--------------------------|--|---------------------------------------|
| | | INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSOUMATEURS | SITUATION ÉCONOMIQUE GÉNÉRALE AU LUXEMBOURG | CHÔMAGE AU LUXEMBOURG | SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES | CAPACITÉ D'ÉPARGNER DES MÉNAGES |
| 2013 | décembre | -1 | -10 | 31 | -1 | 39 |
| 2014 | janvier | -2 | -12 | 34 | -4 | 42 |
| | février | -1 | -9 | 33 | -6 | 43 |
| | mars | -2 | -12 | 31 | -9 | 44 |
| | avril | -6 | -19 | 35 | -7 | 36 |
| | mai | -4 | -14 | 36 | -5 | 41 |
| | juin | 1 | -9 | 29 | -1 | 43 |
| | juillet | -3 | -8 | 38 | -8 | 41 |
| | août | -7 | -18 | 38 | -8 | 36 |
| | septembre | -9 | -19 | 43 | -11 | 35 |
| | octobre | -3 | -16 | 33 | -7 | 43 |
| | novembre | -6 | -21 | 31 | -9 | 37 |
| | décembre | -4 | -25 | 27 | -4 | 41 |

Source : BCL

Note: Les soldes relatifs à la situation économique générale, à la situation financière et à la capacité d'épargner des ménages représentent l'écart entre les pourcentages pondérés des consommateurs qui anticipent une amélioration et les pourcentages pondérés des consommateurs qui anticipent une détérioration sur les douze prochains mois. En ce qui concerne la question relative aux anticipations en matière de chômage, une augmentation témoigne au contraire d'une évolution défavorable, alors qu'une diminution indique une évolution favorable des attentes.

L'indicateur de confiance des consommateurs résulte de la moyenne arithmétique des quatre composantes : situation économique générale au Luxembourg, chômage au Luxembourg (signe inversé), situation financière des ménages et capacité d'épargner des ménages.

1.2.5 La croissance économique

Comptes annuels

La plus récente estimation des comptes nationaux annuels publiée en octobre 2014 apporte des révisions conséquentes aux données historiques publiées en juillet dernier¹³. Plus précisément, la progression annuelle du PIB réel est désormais estimée à +2,0% en 2013 (contre +2,1% dans la version précédente), +2,6% en 2011 (contre 1,9% auparavant), +5,1% en 2010 (contre 3,1% précédemment), -5,3% en 2009 (au lieu de -5,6%), +0,5% en 2008 (au lieu de -0,7%) et 6,5% en 2007 au lieu de 6,6%. Pour l'année 2012, la croissance économique n'a fait l'objet d'aucune révision.

En 2013, les composantes de la demande ont évolué de manière quelque peu contrastée. Tandis que la consommation des ménages et celle des administrations publiques ont enregistré une hausse de respectivement 1,5% et 5,0%, la formation brute de capital fixe a pour sa part affiché une diminution de 4,5% (cette dernière évolution devant cependant être examinée à l'aune de la forte volatilité inhérente aux transactions sur avions et satellites). De leur côté, les exportations nettes ont augmenté de 4,2%.

Tableau 17

Croissance annuelle du PIB réel et des composantes de la demande (% de variation en volumes)

| | COMPTES NATIONAUX OCTOBRE 2014 | | | | | | | RÉVISIONS APPORTÉES À LA CROISSANCE PAR RAPPORT AUX COMPTES NATIONAUX DE JUILLET 2014 (EN P.P.) | | | | | | | CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE ANNUELLE (EN P.P.) |
|---------------------------------|--------------------------------|------|-------|------|------|------|------|---|------|------|------|------|------|------|--|
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2013 |
| Consommation privée | 2,6 | 0,0 | 0,8 | 2,0 | 1,2 | 1,9 | 1,5 | -0,7 | 0,8 | 2,2 | -0,4 | -0,1 | -0,3 | -0,3 | 0,5 |
| Consommation publique | 1,4 | 2,3 | 4,0 | 3,1 | 1,2 | 3,7 | 5,0 | -1,4 | 0,8 | -0,9 | 0,6 | -0,1 | -1,1 | 0,5 | 0,8 |
| Formation brute de capital fixe | 8,4 | 9,9 | -12,2 | -0,2 | 14,4 | 2,4 | -4,5 | -10,0 | 7,9 | 4,0 | 0,5 | 2,3 | -1,1 | -0,1 | -0,8 |
| Exportations | 7,7 | 7,3 | -12,7 | 8,2 | 5,0 | 2,9 | 5,6 | -1,3 | 2,9 | 0,2 | 1,0 | -0,4 | 4,8 | 3,0 | 10,9 |
| Importations | 7,3 | 9,2 | -14,0 | 9,6 | 6,9 | 3,8 | 5,8 | -2,0 | 3,1 | 1,4 | -1,8 | -0,5 | 4,8 | 4,6 | -9,3 |
| Produit intérieur brut | 6,5 | 0,5 | -5,3 | 5,1 | 2,6 | -0,2 | 2,0 | -0,1 | 1,2 | 0,3 | 2,0 | 0,7 | 0,0 | -0,1 | 2,0 |

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

Au niveau sectoriel, la progression de l'activité a été particulièrement soutenue dans les services aux entreprises, le secteur des transports et entreposage ainsi que les activités immobilières. A l'inverse, l'activité a poursuivi son repli dans le secteur industriel.

Comptes trimestriels

La première estimation du PIB en volume pour le deuxième trimestre 2014 fait ressortir une hausse du PIB réel de 0,7% par rapport au trimestre précédent. En glissement annuel, le PIB affiche une progression de 3,2%.

Par ailleurs, il convient de noter que les estimations relatives aux trimestres précédents ont fait l'objet de révisions par l'office des statistiques, ce qui se traduit par les modifications suivantes du profil de croissance annuelle : +1,3% au lieu de +3,0% pour le quatrième trimestre 2013 et +3,9% au lieu de +3,8% pour le premier trimestre 2014.

¹³ Notons que les comptes nationaux publiés en octobre 2014 sont marqués par deux changements majeurs, à savoir le passage au nouveau Système Européen de Comptabilité SEC 2010 et une révision générale des chiffres pour la période 2000 à 2012.

Ces développements indiquent que l'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année en cours atteindrait 3,0% à l'issue du deuxième trimestre 2014.

Une ventilation des composantes de la demande révèle qu'au deuxième trimestre 2014 et en glissement annuel, les consommations privée et publique auraient progressé de respectivement 1,9% et 2,4%. La formation brute de capital fixe afficherait pour sa part un repli de 12,4% (après +6,1% le trimestre précédent). Il convient de rappeler que le profil de ces investissements est particulièrement volatil en raison notamment des fluctuations inhérentes aux achats d'avions et de satellites. Les exportations ont pour leur part enregistré une hausse de 5,4% au cours du trimestre sous revue alors que les importations ont augmenté de 1,7%.

En base trimestrielle, toutes les composantes du PIB se sont accrues au deuxième trimestre 2014, à l'exception de la formation brute de capital fixe qui s'est contractée de 13,8% et de la consommation publique qui s'est inscrite en léger retrait (de -0,2%).

Tableau 18

Croissance du PIB réel et des composantes de la demande (données en volume corrigées des variations saisonnières, en %)

| | POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT | | | | POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE | | | |
|---------------------------------|--|---------|---------|---------|---|---------|---------|---------|
| | T3 2013 | T4 2013 | T1 2014 | T2 2014 | T3 2013 | T4 2013 | T1 2014 | T2 2014 |
| Consommation privée | 0,5 | 0,7 | -0,2 | 0,9 | 1,9 | 1,9 | 0,9 | 1,9 |
| Consommation publique | 0,6 | 0,0 | 1,9 | -0,2 | 5,7 | 4,2 | 5,0 | 2,4 |
| Formation brute de capital fixe | 1,3 | -10,9 | 12,5 | -13,8 | 2,2 | -9,0 | 6,1 | -12,4 |
| Exportations | 0,6 | 3,1 | -1,2 | 3,0 | 4,3 | 6,8 | 2,6 | 5,4 |
| Importations | 0,9 | 0,9 | -0,3 | 0,2 | 5,9 | 6,7 | 2,7 | 1,7 |
| PIB réel | 0,6 | 0,2 | 1,7 | 0,7 | 2,8 | 1,3 | 1,9 | 3,2 |

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

Au niveau sectoriel et par rapport au même trimestre de l'année précédente, la valeur ajoutée brute s'est contractée dans le secteur financier (-3,6%) et dans la branche « information et communication » (-1,9%). Toujours par rapport au deuxième trimestre 2013, la progression de la valeur ajoutée a été la plus soutenue dans les services aux entreprises (et activités de location) (+15,7%), les activités immobilières (+8,0%) ainsi que le secteur commercial au sens large (+5,7%).

En glissement trimestriel, tous les secteurs ont enregistré une progression positive, à l'exception de la finance (-1,2%), du secteur primaire et du secteur public au sens large (-0,5%).

Tableau 19

Tableau : Croissance de la valeur ajoutée par branche économique

(données en volumes corrigées des variations saisonnières, en %)

| | POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT | | | | POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE | | | |
|---|---|---------|---------|---------|--|---------|---------|---------|
| | T3 2013 | T4 2013 | T1 2014 | T2 2014 | T3 2013 | T4 2013 | T1 2014 | T2 2014 |
| Agriculture, sylviculture et pêche | 2,8 | -4,3 | 7,2 | -1,2 | -6,8 | -7,1 | 1,7 | 4,1 |
| Industrie, y compris énergie | 3,3 | -4,0 | -0,1 | 2,7 | -5,8 | -10,4 | 9,7 | 1,8 |
| Construction | 2,6 | 1,8 | -1,1 | 0,1 | 12,1 | 2,6 | 21,3 | 3,4 |
| Commerce, transports, hébergement et restauration | -0,2 | 2,0 | 2,2 | 1,7 | 1,1 | 0,2 | 3,5 | 5,7 |
| Information et communication | -2,1 | -0,8 | -0,5 | 1,6 | -5,0 | -3,3 | -0,8 | -1,9 |
| Activités financières et d'assurance | -0,7 | -1,6 | -0,2 | -1,2 | 1,0 | 0,5 | -1,4 | -3,6 |
| Activités immobilières | 1,2 | 0,7 | 4,9 | 1,0 | 6,6 | 5,5 | 8,6 | 8,0 |
| Services aux entreprises et location | 5,3 | 2,6 | 1,1 | 5,9 | 10,5 | 6,6 | 3,8 | 15,7 |
| Administrations publiques, éducation et santé | 0,6 | -1,0 | 3,6 | -0,5 | 3,8 | 1,7 | 5,2 | 2,7 |
| Autres activités de services | -0,5 | 1,4 | 0,6 | 0,3 | 1,3 | 2,7 | 2,2 | 1,8 |
| Valeur ajoutée totale | 0,6 | -0,4 | 1,6 | 1,2 | 2,5 | 0,6 | 4,0 | 3,1 |
| PIB réel | 0,6 | 0,2 | 1,7 | 0,7 | 2,8 | 1,3 | 3,9 | 3,2 |

*Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)***1.2.6 Les projections macroéconomiques de décembre 2014**

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL dataient de juin 2014¹⁴ et avaient été élaborées dans un contexte conjoncturel mitigé. Dans la zone euro, les enquêtes de conjoncture signalaient un revirement de la production au milieu de l'année. Au Luxembourg en revanche, les indicateurs à court terme faisaient état d'une évolution assez favorable et pointaient vers une conjoncture assez robuste en début d'année. Ainsi, la BCL prévoyait une accélération graduelle de la croissance du PIB réel de 2,1% en 2013 à 2,7% en 2014 et une progression autour de 3,0% en 2015 et 2016. Ce scénario se fondait sur une poursuite graduelle de la reprise, sur la base de l'hypothèse que le ralentissement dans la zone euro serait de courte durée. Il était néanmoins admis que la dynamique de croissance à moyen terme resterait en deçà de sa moyenne historique, intégrant ainsi les ajustements futurs du secteur financier qui pourraient affecter durablement la croissance potentielle du Luxembourg. De nombreux risques entouraient aussi ce scénario et ils faisaient pencher la balance des risques vers une croissance plus basse.

Evolutions récentes

Depuis cet exercice de juin 2014, l'affaiblissement de la reprise économique dans la zone euro a été largement confirmé, et ceci malgré l'accélération à 0,2% de la croissance au troisième trimestre, contre 0,1% au deuxième trimestre. Ces taux s'établissent en effet nettement en-deçà des attentes d'il y a quelques mois. Les anticipations à court terme laissent également présager une expansion modeste pour la fin de l'année 2014 et pour le début de 2015.

Au niveau national, les estimations des comptes nationaux annuels d'octobre 2014 ont confirmé les anticipations antérieures d'une croissance proche de 2% en 2013. La dynamique trimestrielle, issue des comptes nationaux trimestriels, serait néanmoins un peu plus favorable. La croissance trimestrielle moyenne au premier semestre 2014 aurait été de 1,2%, donc supérieure à la moyenne historique.

14 Voir le communiqué de presse de la BCL du 18 juillet 2014.

L'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2014 tel qu'enregistré à la fin du deuxième trimestre sur la base des seuls comptes nationaux se chiffrerait déjà à 3,0%, donc légèrement au-dessus de la projection précédente de 2,7% pour l'année 2014. A l'issue du deuxième trimestre 2014, le PIB réel aurait aussi dépassé de 5% son niveau d'avant la crise¹⁵.

Au cours de la deuxième moitié de l'année 2014, les indicateurs conjoncturels au Luxembourg ont toutefois connu une évolution moins favorable. En ce qui concerne l'industrie, le sentiment de confiance des chefs d'entreprises s'est dégradé. Les demandes de recours au chômage partiel, largement concentrées dans l'industrie, se sont à nouveau réorientées à la hausse pour rejoindre en fin d'année les niveaux observés vers le milieu de l'année 2013. Ce retrait n'est pas surprenant compte tenu du manque de dynamisme affiché par la zone euro et il n'est pas de bon augure pour l'évolution de la production industrielle au Luxembourg.

L'activité dans le secteur bancaire est apparue stagnante. Au troisième trimestre 2014, le produit bancaire est resté quasiment au même niveau qu'il y a un an. Le léger retrait des revenus nets sur commissions est sans doute à mettre en relation avec les changements structurels dans ce secteur.

Le secteur des fonds d'investissement a toutefois continué à profiter de la confiance qui s'est manifestée sur les marchés financiers. Ainsi, au troisième trimestre 2014, la VNI des OPC a progressé de 6% sur base trimestrielle pour atteindre un nouveau niveau record. L'accroissement de la volatilité observée sur les marchés boursiers depuis octobre pourrait toutefois atténuer son expansion en fin d'année. La progression moyenne pour l'année 2014 pourrait être proche, voire légèrement supérieure à celle observée en 2013.

Il semble ainsi probable que l'activité économique ait nettement ralenti au deuxième semestre 2014. Si le Luxembourg et la zone euro ont pu éviter la récession, dans une approche prospective une prudence certaine doit être de mise. Ainsi l'absence d'un retour vers une croissance soutenue pourrait être le résultat de faiblesses structurelles qui se pérennisent depuis la survenance de la crise économique et financière. Au Luxembourg, le recours au dispositif du chômage partiel pour la septième année consécutive est le symptôme phare de cette fragilité du climat conjoncturel national et européen. Il témoigne à la fois de la faiblesse de la demande et des risques entourant l'emploi. En ce qui concerne le secteur financier, la mise en œuvre d'un ensemble de réglementations pourrait affecter la rentabilité, du moins à court terme, des banques, ce qui pourrait avoir des conséquences sur l'emploi. Au niveau européen, il semble improbable que la croissance de l'activité renoue avec son rythme d'avant-crise. Dans ces conditions, il est peu envisageable que le Luxembourg retourne à sa croissance tendancielle historique dans un futur proche.

Hypothèses techniques et environnement international

Les projections macroéconomiques de la BCL font partie intégrante de l'exercice de projection commun de l'Eurosystème. Elles se basent, entre autres, sur un ensemble d'hypothèses dites techniques. Celles-ci sont dérivées de divers indicateurs financiers observés au moment de la finalisation de l'exercice et elles reflètent l'anticipation moyenne des opérateurs des marchés financiers quant à l'évolution future de ces indicateurs. Le détail de ces hypothèses est présenté au tableau 20.

S'agissant des marchés financiers, les taux d'intérêt à court terme, soit l'Euribor à 3 mois, s'étaient établis à des niveaux historiquement bas en 2013 et demeureraient à ce niveau en 2014 avant de diminuer

¹⁵ Compte tenu des révisions du profil trimestriel, le PIB réel aurait rejoint son niveau d'avant la crise vers la fin 2011, c'est-à-dire plusieurs trimestres en avance par rapport à ce qu'indiquait les précédentes estimations.



d'avantage en 2015 et 2016. Les taux longs baisseraient quant à eux en 2014 et 2015 et se redresseraient ensuite légèrement. Néanmoins, le taux de 2,1% en 2016 demeurerait inférieur à la moyenne historique.

Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée par l'indice Eurostoxx, progresseraient en moyenne de 12,7% en 2014, soit une croissance plus faible qu'en 2013, avant de reculer par la suite. Par rapport à juin, les anticipations relatives aux évolutions futures de l'indice Eurostoxx ont été révisées à la hausse pour 2014 et à la baisse pour 2015 et 2016. Depuis la fin 2013, l'euro s'était apprécié par rapport au dollar, pour s'établir à 1,38 \$/€ à la mi-mai 2014 ; il s'est ensuite graduellement déprécié pour atteindre un taux de 1,24 \$/€ à la mi-décembre. Sur base d'une hypothèse technique, il est prévu que ce taux se stabilise à ce niveau en 2015 et 2016. Enfin, le prix du pétrole a été caractérisé par une tendance baissière en 2014. Partant d'un baril proche des 110\$ en début d'année, le prix du baril a connu une baisse modérée durant le premier semestre pour chuter ensuite de manière plus soutenue à partir de septembre et pour atteindre un prix d'environ 60\$ à la mi-décembre. Selon les marchés des « futures », le prix du baril serait en nette baisse en 2015 par rapport à l'ensemble de l'année 2014 et remonterait ensuite légèrement. Par rapport à l'exercice précédent, les prix du pétrole ont été révisés à la baisse, modérément pour 2014 et plus fortement pour 2015 et 2016.

La demande internationale adressée au Luxembourg synthétise l'impact de la dynamique des économies mondiale et européenne sur l'économie luxembourgeoise. Elle est calculée en fonction des importations de nos partenaires commerciaux et elle constitue un facteur clef pour une économie fortement tournée vers l'extérieur. La demande internationale adressée au Luxembourg devrait progresser plus fortement en 2014 et en 2015 avant de se rapprocher graduellement de sa dynamique historique en 2016. Par rapport à l'exercice précédent, ces dynamiques ont cependant été revues à la baisse pour les années 2014, 2015 et 2016.

Au-delà des hypothèses purement techniques, les projections de la BCL intègrent aussi le scénario macroéconomique de l'Eurosystème pour la zone euro. Ce scénario est décrit en détail au point 1.1.8 de ce Bulletin. Bien que le niveau de la croissance soit moins élevé que prévu antérieurement, son rythme connaîtrait néanmoins une accélération en 2015 et 2016. Après le recul de 0,4% en 2013, la variation annuelle du PIB réel de la zone euro deviendrait à nouveau positive par la suite, avec des taux de 0,8% en 2014, de 1,0% en 2015 et de 1,5% en 2016.

Par rapport à l'exercice de juin 2014, l'environnement international et les hypothèses techniques sont dans leur ensemble moins favorables, avec une demande externe plus faible, des marchés financiers mitigés et un marché des actions en berne. Toutes choses égales par ailleurs, ceci plaiderait pour un scénario de croissance un peu moins porteur pour l'économie luxembourgeoise.

Tableau 20

Projections de l'Eurosystème et hypothèses techniques (taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)¹⁶

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|------------|--------------|--------------|-------------|
| Prix du pétrole en \$/bl | 108,8 (-) | 101,2 [-5,6] | 85,6 [-16,2] | 88,5 [-9,9] |
| Taux de change \$/€ | 1,33 (-) | 1,33 [-3,6] | 1,25 [-9,4] | 1,25 [-9,4] |
| Taux d'intérêt à 3 mois (niveau en %) | 0,2 (-) | 0,2 (-) | 0,1 [-0,2] | 0,1 [-0,3] |
| Taux d'intérêt à 10 ans (niveau en %) | 2,9 (-) | 2,0 [-0,4] | 1,8 [-0,8] | 2,1 [-0,9] |
| Eurostoxx (évolution en %) | 17,6 (-) | 12,7 [-1,0] | -3,7 [-2,2] | -2,4 [-0,2] |
| Commerce mondial | 3,4 (+0,1) | 2,7 [-1,6] | 3,9 [-1,8] | 5,2 [-0,7] |
| PIB mondial (hors zone euro) | 3,7 [-0,3] | 3,6 (-) | 4,0 (-) | 4,2 [-0,1] |
| PIB zone euro | -0,4 (-) | 0,8 [-0,2] | 1,0 [-0,7] | 1,5 [-0,3] |
| Demande internationale adressée au Luxembourg | 2,1 (+0,6) | 2,8 [-1,1] | 3,6 [-1,4] | 4,9 [-0,5] |

Source: Banque centrale européenne

Projections du PIB réel et de ses composantes

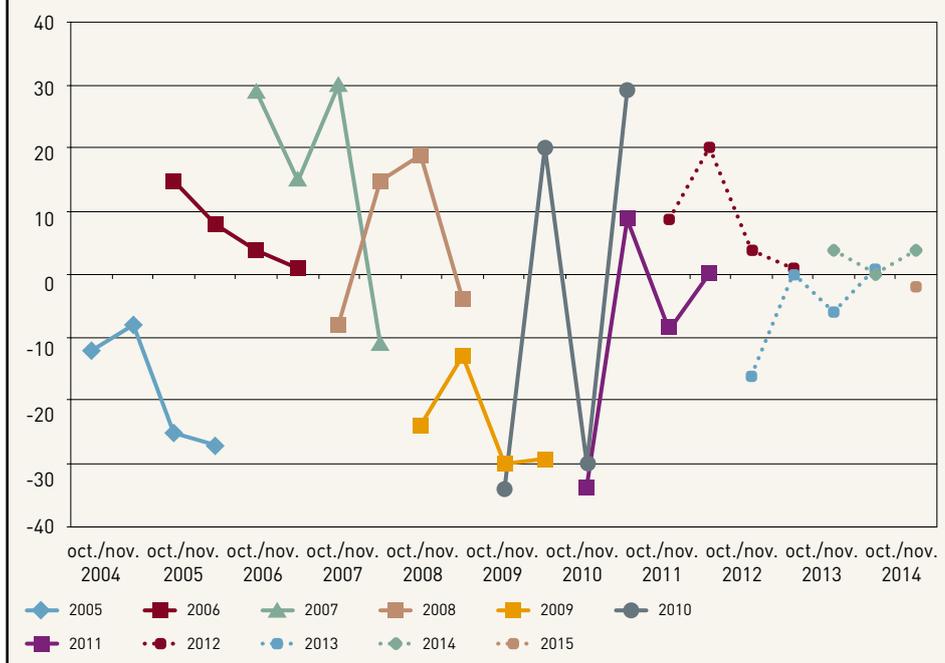
Les projections de la BCL de décembre 2014 font état d'une progression du PIB réel en 2014 située entre 2,8% et 3,4%, soit 0,4 p.p. de plus qu'anticipé précédemment (points centraux). Cette révision à la hausse est principalement le résultat du dynamisme observé au premier semestre de l'année 2014. Le ralentissement net observé lors de la deuxième moitié de l'année 2014 se répercuterait davantage sur la progression moyenne escomptée pour l'année 2015. Celle-ci ne se situerait plus qu'aux environs de 2%, donc 0,7 p.p. de moins qu'anticipé en juin 2014. Pour l'année 2016, la projection gravite autour de 3,2%, ce qui correspond à un scénario quasiment inchangé. Sur une période de quatre ans, la progression en volume du PIB oscillerait donc autour de 2,5% et ne renouerait ainsi pas avec la tendance historique se situant au-delà des 4%. Ce scénario est aussi basé sur l'hypothèse d'une accélération graduelle de la croissance dans la zone euro sur tout l'horizon de projection, mais qui demeurerait néanmoins en-dessous du niveau de la croissance historique. Il intègre également les mesures telles que spécifiées dans le projet de budget 2015.

En 2013, la croissance de l'activité reposait principalement sur le rebond du commerce international ainsi que sur l'expansion de la consommation publique, alors que la demande domestique privée stagnait. L'année 2014 devrait être marquée par une croissance plus vigoureuse, mais également plus équilibrée, une progression des exportations de biens et services étant évidemment essentielle à la croissance au Luxembourg. La croissance de la demande domestique serait principalement portée par un marché de l'emploi robuste.

Au-delà de 2014, la poursuite de la reprise vers des taux plus élevés en fin d'horizon repose entièrement sur les hypothèses relatives à l'environnement international, à savoir une zone euro qui continue sur sa lancée de croissance et une demande mondiale qui s'approche graduellement de sa moyenne historique. La hausse des taux de la TVA en janvier 2015 devrait renchérir les biens et services d'environ un pourcent. Elle devrait en conséquence peser sur les dépenses des ménages, pour les biens durables en particulier. Si la demande domestique devait progresser en 2015, son taux de croissance ne s'accroîtrait vraisemblablement qu'en 2016. Par rapport à l'exercice de juin, la projection du PIB en volume a été revue à la baisse sur fond des ajustements relatifs à la demande internationale adressée au Luxembourg ainsi que des adaptations relatives à la politique budgétaire suite au dépôt du projet de budget 2015. Les mesures décidées dans le cadre du « Paquet pour l'avenir » devraient en effet atténuer

¹⁶ Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de juin 2014. Celles-ci sont calculées en pourcentage pour les variables en niveau, en différence pour les taux de croissance et en points de pourcentage pour les taux d'intérêt et les rendements obligataires.

Graphique 24
Enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie luxembourgeoise
(dépenses à prix courants, en taux de variation annuel) ¹⁷



Source : Commission européenne

internationale léthargique et à des taux d'utilisation des capacités de production qui persistent à des niveaux très bas. Ce ne sont cependant pas les conditions de financement extrêmement favorables qui peuvent constituer une pierre d'achoppement. Le niveau historiquement bas des taux d'intérêts officiels s'est en effet répercuté sous la forme de taux bancaires pour les crédits extrêmement faibles. Etant donné que ces crédits sont pour la plupart octroyés à taux variables, les emprunteurs en bénéficient tant sur les nouveaux crédits, que sur l'encours existant. La persistance des taux d'intérêts à des niveaux bas implique que les débiteurs, aussi bien les entreprises que les consommateurs, ont bénéficié via une charge d'intérêts amoindrie d'une hausse non anticipée et non négligeable de leur revenu disponible. Ces liquidités additionnelles peuvent atténuer les effets défavorables d'une éventuelle perte de revenu lors d'une période de basse conjoncture. Si les effets d'une variation des taux d'intérêt sur le revenu et le comportement des agents ne sont pas à sous-estimer, ils demeurent néanmoins difficiles à quantifier.

la croissance de la consommation publique.

Selon les enquêtes d'investissement du mois d'octobre, les chefs d'entreprises du secteur manufacturier demeurent forts prudents pour leurs projets d'investissement (voir le graphique). Ces dépenses ne progresseraient que marginalement par rapport à l'année passée, ce qui constituerait un scénario inchangé par rapport aux enquêtes de l'année précédente. Pour l'année 2015 et selon les mêmes enquêtes, ces dépenses pourraient même reculer légèrement. Cette dynamique serait moins favorable que dans la zone euro où les dépenses d'investissement progresseraient légèrement. Sur base de cette série d'enquêtes, ces dépenses n'auraient plus progressé depuis 2010 : ce résultat n'est guère surprenant eu égard à la demande

¹⁷ Les enquêtes sont effectuées en octobre/novembre et en mars/avril de chaque année. Sur base d'un échantillon d'entreprises de l'industrie, les taux de variation annuels des dépenses d'investissement sont calculés à prix courants pour l'année passée (A-1), l'année en cours (A) et l'année prochaine (A+1). Avec deux enquêtes par an, on obtient ainsi quatre résultats par année de référence: les projets recensés en A-1 pour A, les projets en mars/avril-A pour A, les projets quasi-définitifs en octobre/novembre-A pour A et les dépenses effectives en A telles que recensées en A+1.

Tableau 21

Projections macroéconomiques générales et révisions par rapport à juin 2014

(en % de variation annuel et en points de pourcentage)

| | PROJECTIONS DE DÉCEMBRE 2014 | | | | RÉVISIONS PAR RAPPORT À JUIN 2014 | | | |
|-----------------------------|------------------------------|------|------|------|-----------------------------------|------|------|------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| PIB réel | 2,0 | 3,1 | 2,1 | 3,2 | -0,1 | 0,4 | -0,7 | 0,1 |
| IPCH | 1,7 | 0,8 | 1,3 | 2,0 | - | -0,2 | -1,0 | 0,2 |
| IPCH énergie | -2,7 | -3,7 | -3,9 | 1,3 | - | 0,1 | -3,0 | 2,9 |
| IPCH excluant l'énergie | 2,4 | 1,5 | 2,2 | 2,1 | - | -0,3 | -0,7 | -0,3 |
| IPCN | 1,7 | 0,7 | 1,3 | 1,8 | - | -0,3 | -1,0 | 0,0 |
| IPCN excluant l'énergie | 2,3 | 1,3 | 1,9 | 1,8 | - | -0,3 | -0,8 | -0,3 |
| Echelle mobile des salaires | 2,5 | 1,9 | 1,0 | 1,7 | - | - | -1,3 | -0,6 |
| Coût salarial moyen | 3,6 | 2,5 | 2,4 | 2,1 | 0,4 | 0,1 | -0,9 | -0,9 |
| Emploi salarié | 2,0 | 2,4 | 1,9 | 2,3 | 0,2 | 0,3 | -0,2 | - |
| Taux de chômage | 6,9 | 7,2 | 7,2 | 7,0 | - | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Solde public | 0,6 | 0,2 | -0,6 | 0,1 | 0,6 | 0,4 | 1,0 | 1,5 |
| Dettes publiques | 23,6 | 23,0 | 24,3 | 25,0 | 0,4 | -1,3 | -1,0 | -1,4 |

Source : données STATEC, projections BCL

Contrairement à d'autres économies qui sont confrontées à des ajustements internes ou externes importants en raison d'un surendettement des ménages, des entreprises ou de l'Etat, au Luxembourg il n'y a guère d'indications de déséquilibres majeurs qui seraient susceptibles de contrarier la reprise sur un horizon de court terme¹⁸. La part de la valeur ajoutée non distribuée aux salariés – soit l'excédent brut d'exploitation relatif à la valeur ajoutée – s'est repliée en 2012 et 2013 pour atteindre un nouveau creux historique (calculé sur la base des données du SEC2010), hormis l'année de crise 2009. Ce constat est moins favorable que celui réalisé antérieurement et basé sur les estimations du mois d'avril. Cependant, pour l'économie dans son ensemble¹⁹, la rentabilité des entreprises ne semble pas défavorable au point d'empêcher la progression projetée de l'emploi ou d'inhiber le financement des investissements des entreprises. Selon les projections, la part des profits devrait aussi graduellement converger vers sa moyenne historique, ce qui constitue un mouvement tout à fait normal pour un indicateur pro-cyclique. Sur la base de ce qui précède, il n'y a donc pas lieu d'anticiper un scénario défavorable sur une composante particulière de la demande, au-delà des effets de la dynamique suggérée par les déterminants habituels.

Marché de l'emploi et coût salariaux

Les informations disponibles révèlent une image assez contrastée de la situation sur le marché du travail luxembourgeois. Les données définitives témoignent d'une progression annuelle de l'emploi de 2,5% au troisième trimestre 2014, une évolution en accélération par rapport au trimestre précédent. D'un point de vue sectoriel, l'emploi est particulièrement dynamique dans le secteur public au sens large, la branche « commerce, transports et horeca », les services aux entreprises, les autres services et la branche « information et communication ». Au contraire, l'emploi poursuit son retrait dans le secteur bancaire. Le taux de postes vacants se situe pour sa part au-dessus de sa moyenne historique.

18 Au cours du semestre européen de 2014, la Commission européenne (CE) a conclu que le Luxembourg n'est pas en déséquilibre au sens de la « procédure de déséquilibre macroéconomique ». Elle a néanmoins conclu que la perte de la compétitivité dans l'industrie manufacturière, l'évolution du marché immobilier et l'endettement élevé du secteur non financier présentent des dynamiques justifiant un suivi continu.

19 Ce constat doit être nuancé dans une optique sectorielle. La part des profits dans la valeur ajoutée brute de l'industrie a atteint un nouveau plancher historique en 2013, donc un niveau encore plus faible qu'en 2009.



De même, les perspectives d'embauches telles qu'esquissées par les enquêtes d'opinion auprès des entreprises demeurent orientées à la hausse dans le commerce, les services non-financiers et dans une moindre mesure dans la construction. Dans l'industrie, en revanche, les anticipations d'évolution de l'emploi demeurent défavorables. S'y ajoute (fin 2014) le recours en hausse au dispositif de chômage partiel qui témoigne d'un regain de pessimisme à ce niveau. Ainsi, selon nos projections, l'emploi marquerait le pas, freiné par un tassement de l'activité économique. La hausse du nombre de personnes occupées devrait décélérer à 1,9% en 2015 avant de se redresser légèrement l'année suivante.

En ce qui concerne l'offre de travail, les mesures d'activation devraient contribuer à contenir le chômage au sens « strict ». La dynamique projetée sur le front de l'emploi demeurerait cependant insuffisante pour entraîner dans son sillage une baisse significative du taux de chômage sur l'horizon de projection. La part importante de chômeurs de longue durée atteste des difficultés d'une partie des chômeurs à retrouver un emploi (bas niveau de formation, demandeurs d'emploi âgés ou souffrant respectivement d'un handicap ou d'une incapacité de travail partielle). De plus, l'emploi frontalier – sur-représenté dans des secteurs davantage soumis à la concurrence internationale – pourrait davantage bénéficier de la reprise conjoncturelle. Au final, sur l'horizon de projection, le taux de chômage au sens « strict » se stabiliserait à 7,2% en 2015 avant de reculer légèrement l'année suivante.

A l'ajustement de la composante « volume » du marché du travail s'ajoute celui du coût du travail. Les partenaires sociaux continuent de faire preuve de prudence dans les négociations salariales. Cette retenue s'explique sans doute par la montée tendancielle du chômage et par une reprise économique entachée d'une incertitude élevée. Nos projections indiquent une progression faiblement positive des salaires réels, essentiellement sous l'effet d'un redressement graduel du volume de travail et des primes et gratifications. Notre scénario de base tient également compte de l'accord salarial dans la fonction publique et de celui conclu dans le secteur bancaire, qui prévoit un gel des salaires barémiques sur l'horizon de projection. L'ajustement de 0,1% du salaire social minimum au 1^{er} janvier 2015 n'impacterait que marginalement la progression des salaires réels. Au final, le coût salarial moyen nominal devrait progresser de 2,5% en 2014, 2,4% en 2015 et 2,1% en 2016. Sur l'horizon de projection, la progression des salaires nominaux s'expliquerait principalement par la contribution de l'indexation des salaires aux prix, à laquelle s'ajoute l'accord salarial dans la fonction publique qui exercerait un impact significatif sur le coût salarial moyen en 2015. Sur base des projections d'inflation, les prochaines tranches indiciaires devraient être déclenchées au troisième trimestre 2015 et en fin d'année 2016.

Projections d'inflation

Le scénario d'inflation a essentiellement évolué en fonction de quatre facteurs qui vont tous dans le sens d'une inflation plus basse qu'anticipé précédemment. Premièrement, les développements récents en matière d'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie ont été plus favorables que précédemment anticipé. Deuxièmement, la forte chute du prix du pétrole et, par ricochet, l'adaptation à la baisse des hypothèses en cette matière, entraînent un impact favorable direct sur les prix de l'énergie et indirect sur les coûts et les prix des autres biens et services. Troisièmement, l'inflation importée sera bien plus basse que prévue antérieurement : les projections de l'IPCH à l'exclusion de l'énergie pour la zone euro ont en effet été revues à la baisse par l'Eurosystème (voir point 1.1.8). De plus et puisque le Luxembourg importe une part élevée des biens de consommation via et en provenance de la Belgique, le taux d'inflation de ce pays revêt une importance accrue. En cette matière, le saut d'index, c'est-à-dire l'annulation du paiement d'une tranche indiciaire de 2% initialement prévue au premier trimestre 2015, entraînerait un ralentissement plus important des salaires et des prix à la consommation en Belgique²⁰. Quatrièmement, les effets de second tour du ralentissement général de l'inflation devraient

20 Voir Banque nationale de Belgique (2014), Revue économique de décembre 2014

entraîner un ralentissement plus important de l'inflation des services, à travers le report du paiement de la tranche indiciaire.

La dynamique à court terme de l'inflation est évidemment largement déterminée par le relèvement au 1^{er} janvier 2015 de 2 points des taux de TVA de 6%, 12% et 15% à respectivement 8%, 14% et 17%. Cette mesure exerce un impact théorique et mécanique de 1 p.p. sur le taux d'inflation de l'IPCN et de 1,1 p.p. sur l'IPCH. Dans les projections, une transmission intégrale²¹ a été incorporée, mais avec des impacts légèrement différés dans le temps selon la composante. Cette mesure pousse nécessairement l'inflation moyenne en 2015 à la hausse.

L'inflation globale, en fort recul au cours des derniers mois, devrait connaître une nette accélération l'année prochaine. Le taux de variation annuel moyen de l'IPCN, qui s'était replié de 1,7% en 2013 à 0,7% en 2014, s'accélérait à 1,3% en 2015 et à 1,8% en 2016. L'inflation demeurerait donc inférieure à 2% sur tout l'horizon de projection. Sans l'augmentation de la TVA, l'évolution serait forcément différente: l'inflation ralentirait encore en 2015 par rapport à 2014 et le rebond ne serait prévu que pour 2016. Le profil de l'inflation excluant l'énergie serait assez similaire, mais à des niveaux différents. Le taux de variation annuel de l'IPCN excluant l'énergie baisserait de 2,3% en 2013 à 1,3% en 2014 pour s'établir à 1,9% en 2015 et finalement se replier à 1,8% en 2016. A la fin de l'horizon de projection, le taux moyen serait donc inférieur à sa moyenne historique. Malgré la hausse des taux de TVA, les prix de l'énergie reculeraient pendant trois années consécutives et contribueraient à contenir l'inflation globale. Il convient toutefois de noter que ce recul anticipé des prix de l'énergie est entièrement lié à l'hypothèse technique d'un reflux du prix du pétrole sur l'horizon de projection.

En raison des facteurs précités, les révisions à la baisse des projections d'inflation sont relativement importantes. Cumulées sur la période 2014-2016, elles sont de 1,3 p.p. pour l'IPCN et de 1,4 p.p. pour l'IPCN excluant l'énergie.

Avec le recul de l'inflation globale, le paiement de la prochaine tranche indiciaire s'éloignerait du premier trimestre au troisième trimestre de l'année 2015. Selon ce mécanisme et en fonction des projections d'inflation sous-jacentes, la tranche indiciaire subséquente serait alors due à la fin de l'année 2016.

Analyse des risques

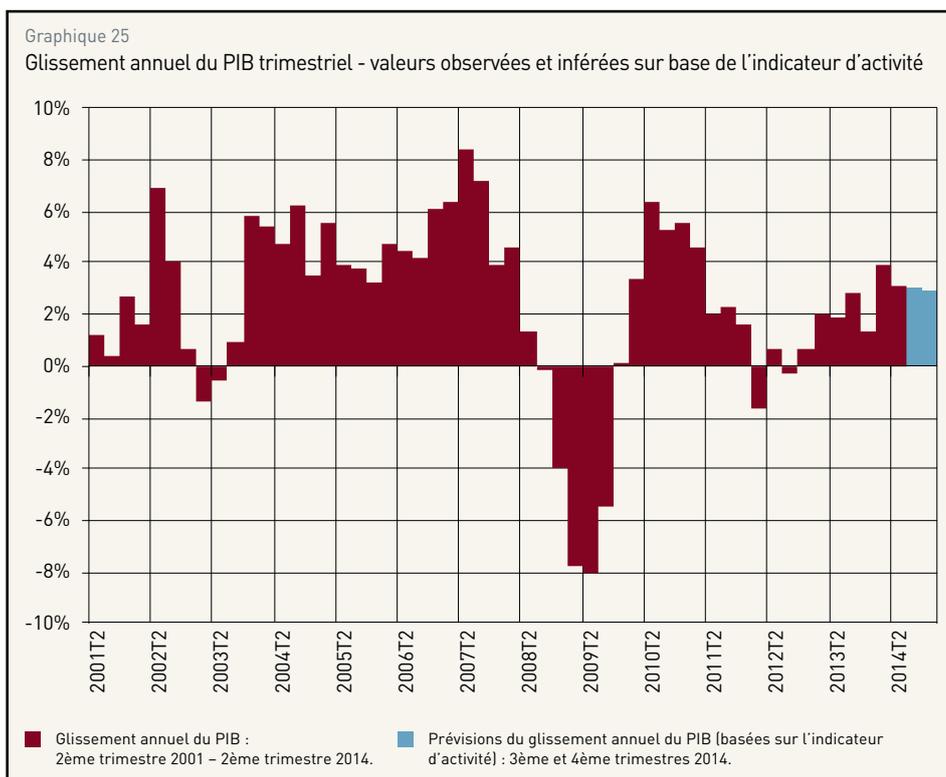
La faiblesse du rythme de croissance dans la zone euro, l'importance des risques géopolitiques et l'insuffisance des progrès en matière de réformes structurelles dans un ensemble de pays constituent un risque pesant sur les perspectives macroéconomiques du Luxembourg. A priori, ces aspects ne jouent pas de rôle direct pour le scénario du Luxembourg, mais celui-ci reste exposé à certaines répercussions éventuelles. Si l'apparition de nouvelles turbulences ne peut être exclue, il convient toutefois de noter qu'au cours des derniers trimestres de nombreux efforts ont été entrepris afin de diminuer significativement de tels risques. L'évaluation complète de la santé des principales banques européennes – consistant en un examen de la qualité des actifs des banques et en un test de résistance des banques en termes de solvabilité dans deux scénarios hypothétiques – s'est achevée en octobre 2014 et elle a permis d'identifier des risques limités planant sur le secteur bancaire européen. Si les 6

21 Une transmission incomplète des hausses de la taxation indirecte aux prix à la consommation a été récemment observée dans plusieurs pays européens. Il convient de noter que la TVA est une taxe payée par les consommateurs à l'Etat, à travers l'intermédiaire des entreprises. *Ceteris paribus*, un degré de transmission inférieur à 100% est donc synonyme d'une compression des marges des entreprises. Une telle situation est concevable lorsque le Gouvernement a par exemple introduit des mesures de compensation (baisse des impôts directs ou baisse des cotisations sociales patronales) ou lorsque les entreprises ajustent de leur propre gré leurs marges de manière préventive afin d'absorber un choc adverse trop important sur leurs volumes de ventes. Un tel comportement est souvent observé dans des pays où la demande des ménages est déjà fort déprimée.

banques luxembourgeoises ont passé ce test avec succès, 25 banques participantes seront amenées à prendre ou ont pris entretemps des mesures correctives, visant notamment à renforcer leurs bilans.

L'Eurosystème a annoncé un certain nombre de mesures pour assouplir davantage l'orientation de sa politique monétaire (voir la section 1.1.1). Lors de l'établissement des projections, la prise en compte des mesures de politique monétaire non-conventionnelles récemment engagées s'est limitée à l'impact déjà identifié sur certaines variables financières, en l'occurrence les taux d'intérêt, les cours des actions et le taux de change de l'euro. Cette approche implique que certains canaux potentiels supplémentaires n'ont pas pu être pris en compte dans ce scénario. Il en résulte une sous-estimation, au moins potentielle, de l'effet de ces programmes de politique monétaire, ce qui représente un risque à la hausse pour les projections de référence en matière de croissance et d'inflation.

Le secteur bancaire demeure en général confronté au nécessaire renforcement de la régulation et de la supervision bancaires. Ces mesures visent à renforcer la solidité du secteur bancaire, mais elles se soldent aussi par des coûts de mise en œuvre ainsi qu'une hausse du coût du capital, qui entravent la rentabilité des banques et risquent par conséquent de peser sur l'emploi. En sus, l'abolition partielle au Luxembourg du secret bancaire en 2015 devrait également exercer, du moins dans un premier temps, un impact défavorable sur la place financière. Celui-ci pourrait s'avérer plus important qu'il ne l'est admis dans le scénario sous-jacent.



Source : BCL

D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité de la BCL, le taux de croissance du PIB en glissement annuel pourrait s'établir à +3,0% au troisième trimestre et +2,9% au quatrième trimestre 2014. Cet outil, développé au sein de la BCL, intègre les dernières informations conjoncturelles disponibles et donne une vision alternative (à plus court terme) aux projections macroéconomiques. Ces résultats sont compatibles avec un taux de croissance trimestriel de +0,5% au troisième trimestre et +0,1% au quatrième trimestre (en ralentissement par rapport au premier semestre de 2014). Sur l'ensemble de l'année 2014, le taux de croissance serait dès lors de 3,3% soit légèrement supérieur aux projections macroéconomiques de décembre.

En ce qui concerne les risques pesant sur l'inflation au Luxembourg, l'hypothèse de travail adoptée dans nos projections est que les entreprises vont répercuter intégralement (mais pas instantanément) la hausse des taux de TVA sur leurs prix de vente. Cette hypothèse peut paraître forte, mais elle se justifie dans la mesure où l'ajustement des taux de TVA est permanent. Elle est aussi réaliste pour certains prix, comme par exemple les prix de l'énergie, qui sont fixés selon une formule standardisée. Elle l'est peut-être moins pour les prix

de biens et services exposés à un environnement concurrentiel prononcé. Par conséquent, on ne peut exclure que l'impact effectif de la hausse des taux de la TVA soit plus faible ou davantage réparti dans le temps. Un tel scénario repousserait par conséquent les hausses de l'échelle mobile des salaires et engendrerait également une dynamique différente pour le coût salarial moyen.

1.2.7 Le commerce extérieur

Sur les trois premiers trimestres de 2014, les exportations de biens du Luxembourg sont reparties à la hausse après avoir été négativement affectées par la faiblesse de l'activité économique dans la zone euro au cours des années 2013 et 2012. Les exportations avaient en effet reculé de 3% à 10,6 milliards sur toute l'année 2013, après une chute de 9% en 2012 (à 11 milliards d'euros). Toutefois, depuis le dernier trimestre de 2013 le taux de croissance des exportations s'est retourné en redevenant positif (+6% au quatrième trimestre 2013, +13% au premier trimestre 2014, +8% au deuxième trimestre 2014 et +5% au troisième trimestre 2014). De leur côté les importations ont poursuivi leur contraction sur les trois premiers trimestres 2014, après avoir déjà reculé de 5% en atteignant 18 milliards d'euros sur toute l'année 2013 (voir le tableau ci-dessous).

Au vu de l'évolution relativement défavorable des importations par rapport aux exportations de biens, le déficit du commerce extérieur s'est contracté de 7% à 7,6 milliards d'euros sur toute l'année 2013 et de 20% à 4,6 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2014. Pour rappel, le déficit était en hausse de 19% en 2012 (à 8 milliards) et de 21% en 2011 (à 6,8 milliards d'euros), en partie sous l'effet d'acquisition d'aéronefs et de satellites. Les indices des valeurs unitaires montrent également une évolution relativement défavorable des prix à l'importation en 2013 (-2,7%) et au premier semestre 2014 (-4%) par rapport aux exportations [-2,2% en 2013 et -0,7% au premier semestre de 2014]. En conséquence, les termes de l'échange se sont améliorés contribuant ainsi au recul du déficit du commerce extérieur.

Sur toute l'année 2013, tout comme au cours de l'année 2012, les exportations s'étaient contractées dans presque toutes les catégories de biens, à l'exception des produits chimiques, du matériel de transport ainsi que des produits alimentaires. Les produits sidérurgiques qui constituent la catégorie dominante des exportations luxembourgeoises, étaient en recul depuis le dernier trimestre 2011. Sur toute l'année 2012 et sur toute l'année 2013, suite à la contraction de la demande émanant des pays de la zone euro, les exportations de produits sidérurgiques ont chuté respectivement de 14% et de 5%. Le rythme de contraction de cette catégorie de biens s'est toutefois ralenti au deuxième et au troisième trimestre 2013 avant d'enregistrer une croissance positive au dernier trimestre de l'année 2013 (+2%). Sur les trois premiers trimestres de 2014, les livraisons de produits sidérurgiques ont progressé de 6%.

L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra-zone euro, qui absorbent habituellement près de 70% des exportations luxembourgeoises, ont reculé de 11% sur toute l'année 2012 et de 2% sur toute l'année 2013. Elles ont en revanche progressé de 4% sur les trois premiers trimestres de 2014. Les exportations à destination des Etats-Unis, qui pèsent pour 4% du total, ont augmenté de 19% sur toute l'année 2013 et de 38% sur les neuf premiers mois de 2014, alors qu'elles avaient reculé de 20% en 2012. Les livraisons vers l'Asie, qui représente environ 5% du total, ont de leur côté connu une évolution inverse : après avoir fortement progressé en 2012 (+23%), elles ont reculé sur toute l'année 2013 (-29%) et sur les neuf premiers mois de 2014 (-2%).

S'agissant des importations de biens, les fournitures de produits énergétiques ont reculé de 9% sur toute l'année 2013 et de 12% sur les trois premiers trimestres de 2014 sous l'effet de la baisse du prix du pétrole. Des reculs similaires ont été enregistrés dans les autres matières premières. Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (88% de toutes les importations) se sont contractées de 3% en 2013 et de 2% sur les trois premiers trimestres de 2014. Les livraisons des Etats-Unis (5% de

toutes les importations) ont de leur côté baissé de 32% sur les trois premiers trimestres de 2014, après avoir reculé de 8% en 2013. En 2012 et 2011, elles avaient largement été soutenues par l'acquisition d'aéronefs. Les importations en provenance d'Asie (Chine et Japon essentiellement) ont en revanche progressé de 6% sur les trois premiers trimestres de 2014, après avoir reculé de 5% en 2013.

Tableau 22

Commerce extérieur du Luxembourg

(valeur en millions d'euros et variation en % par rapport à la même période de l'année précédente)

| PÉRIODE | EXPORTATIONS | | IMPORTATIONS | | SOLDE | |
|-----------------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------|----------------|
| | VALEUR | VARIATION EN % | VALEUR | VARIATION EN % | VALEUR | VARIATION EN % |
| 2003 | 8 834 | -2 | 12 109 | -1 | -3 275 | 0 |
| 2004 | 9 785 | 11 | 13 677 | 13 | -3 892 | 19 |
| 2005 | 10 178 | 4 | 14 399 | 5 | -4 222 | 8 |
| 2006 | 11 144 | 9 | 15 715 | 9 | -4 571 | 8 |
| 2007 | 11 946 | 7 | 16 471 | 5 | -4 525 | -1 |
| 2008 | 11 988 | 0 | 17 516 | 6 | -5 528 | 22 |
| 2009 | 9 250 | -23 | 13 799 | -21 | -4 549 | -18 |
| 2010 | 10 785 | 17 | 16 422 | 19 | -5 637 | 24 |
| 2011 | 12 091 | 12 | 18 902 | 15 | -6 811 | 21 |
| 2012 | 10 951 | -9 | 19 056 | 1 | -8 106 | 19 |
| 2013 | 10 599 | -3 | 18 168 | -5 | -7 569 | -7 |
| 2014 | | | | | | |
| 1 ^{er} trim. | 2 937 | 13 | 4 516 | -1 | -1 580 | -19 |
| 2 ^e trim. | 2 881 | 8 | 4 285 | -7 | -1 404 | -27 |
| 3 ^e trim. | 2 714 | 5 | 4 343 | -4 | -1 629 | -15 |

Source : STATEC

1.2.8 La balance des paiements

1.2.8.1 Le compte courant

Sur la période couvrant les trois premiers trimestres de l'année 2014, l'excédent de la balance courante du Luxembourg a atteint 1,7 milliard d'euros, soit une hausse de 27% par rapport à la même période de l'année 2013. Ce développement favorable provient d'une forte résorption du déficit des marchandises ainsi que d'une amélioration du surplus des services. En revanche le solde du revenu primaire a poursuivi son aggravation, compensant partiellement les évolutions positives des autres balances partielles.

Le déficit de la balance des marchandises s'est chiffré à 2,7 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2014, soit un recul de 30% par rapport à la même période de 2013. Cette importante contraction s'explique d'un côté par une croissance relativement forte (+5%) des exportations de biens du commerce général. D'un autre côté, les importations de biens se sont contractées de 4%, en partie sous l'effet du non-renouvellement des achats exceptionnels de biens d'équipement (aéronefs et satellites) réalisés en 2013. Par ailleurs, les transactions sur or non-monnaire se sont soldées par un excédent sur les trois premiers trimestres de 2014, à comparer avec un déficit sur la période correspondante de 2013.

L'excédent des échanges internationaux de services s'est accru de 8% pour atteindre 17 milliards sur les trois premiers trimestres de 2014. En dégagant un surplus en hausse de 4% à 12 milliards d'euros,

les services financiers ont largement contribué à cette amélioration. Plusieurs autres catégories de services ont également enregistré une hausse de leurs excédents: le transport, les voyages, les services culturels et relatifs aux loisirs, ainsi que les autres services aux entreprises (leasing, conseil et audit). Des baisses ont toutefois été notées dans le surplus des services d'assurance ainsi que dans les services informatiques et de télécommunication.

Sur les trois premiers trimestres de 2014, la hausse du déficit du revenu primaire (+19% à 13 milliards d'euros) est en grande partie due à une progression des bénéfices réinvestis et des intérêts versés aux investisseurs non-résidents, qui ont ainsi porté le déficit global du revenu d'investissements à 7,7 milliards d'euros. A cela s'ajoute la croissance (+3%) de la rémunération nette des frontaliers qui s'est établie à 5,7 milliards sur les trois premiers trimestres de 2014.

1.2.8.2 Le compte financier de la balance des paiements

Dans le compte financier, les flux d'investissements directs ont enregistré des entrées de capitaux de 33 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2014. Les opérations en capital social se sont en effet soldées par des entrées de 56 milliards d'euros, dont une grande partie correspond à la vente des participations d'un groupe étranger. Les prêts intragroupes ont de leur côté enregistré de sorties à concurrence de 23 milliards d'euros correspondant à une hausse des créances nettes.

Les flux d'investissements de portefeuille et accessoirement les produits dérivés ont enregistré des entrées de capitaux de 62 milliards d'euros. Les non-résidents ont accru leurs placements dans les titres de participation luxembourgeois (parts d'OPC en grande partie) qui ont atteint 237 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2014 contre 139 milliards sur la même période de 2013. En ce qui concerne les titres de créance, les émissions de titres luxembourgeois ont rapporté 24 milliards sur les trois premiers trimestres de 2014 contre 52 milliards sur la même période de 2013. Au total les nouvelles souscriptions des non-résidents aux émissions de titres luxembourgeois se sont traduites par des entrées nettes de 261 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2014.

Les résidents luxembourgeois ont également accru leurs placements dans les titres étrangers. Ces placements ont occasionné des sorties de capitaux d'environ 204 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2014, dont 87 milliards sous forme d'investissements en actions étrangères et 116 milliards en titres étrangers de dette.

Les entrées de capitaux décrites ci-dessus ont été globalement compensées par des sorties nettes de 96 milliards dans les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques). Ces sorties nettes sont liées en grande partie à une hausse des créances des autres secteurs (à concurrence de 88 milliards) et, dans une moindre mesure, des institutions financières monétaires.

Tableau 23

Balance des paiements du Luxembourg (en millions d'euros)

| | JANVIER - SEPTEMBRE 2013 | | | JANVIER - SEPTEMBRE 2014 | | |
|--|--------------------------|-------------|---------|--------------------------|-------------|----------|
| | CRÉDIT | DÉBIT | SOLDE | CRÉDIT | DÉBIT | SOLDE |
| COMPTE COURANT | 218 889 | 217 507 | 1 382 | 231 150 | 229 398 | 1 752 |
| Biens | 10 528 | 14 405 | -3 877 | 10 724 | 13 422 | -2 698 |
| Services | 48 922 | 32 837 | 16 085 | 53 502 | 36 050 | 17 452 |
| Revenu primaire | 153 646 | 164 835 | -11 188 | 160 983 | 174 343 | -13 361 |
| Revenu secondaire | 5 793 | 5 431 | 362 | 5 941 | 5 583 | 359 |
| COMPTE DE CAPITAL | 29 | 448 | -419 | 20 | 155 | -135 |
| | AVOIRS | ENGAGEMENTS | NET | AVOIRS | ENGAGEMENTS | NET |
| COMPTE FINANCIER | | | 962 | | | 1 215 |
| Investissements directs | 157 854 | 160 641 | -2 787 | 14 976 | 47 516 | -32 540 |
| Opérations en capital et bénéfiques réinvestis | 74 596 | 108 642 | -34 046 | -38 557 | 17 270 | -55 828 |
| Autres capitaux | 83 257 | 51 999 | 31 259 | 53 533 | 30 246 | 23 288 |
| Investissements de portefeuille | 124 294 | 191 496 | -67 202 | 203 685 | 261 478 | -57 793 |
| Titres de participation | 53 148 | 139 371 | -86 222 | 87 262 | 237 515 | -150 253 |
| Titres de créance | 71 146 | 52 125 | 19 021 | 116 423 | 23 963 | 92 460 |
| Produits financiers dérivés | 9 027 | 9 880 | -853 | -19 896 | -15 321 | -4 576 |
| Autres investissements | 94 092 | 22 283 | 71 809 | 154 037 | 57 840 | 96 197 |
| Avoirs de réserve | | | -5 | | | -73 |
| ERREURS ET OMISSIONS | | | 0 | | | -402 |

Sources : BCL, STATEC

1.2.9 La position extérieure globale

Par rapport à la fin du deuxième trimestre de 2014, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg se sont accrus de 357 milliards d'euros (+3%) pour atteindre 7 265 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre de 2014. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger ont de leur côté progressé de 351 milliards en s'établissant à 7 159 milliards d'euros à fin septembre 2014. La position extérieure nette du Luxembourg, qui correspond à la différence entre les avoirs et les engagements financiers extérieurs, s'est ainsi accrue de 6 milliards d'euros (+5%) en atteignant 106 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2014, contre 100 milliards à la fin du second trimestre 2014. Cette amélioration de la position nette résulte essentiellement d'un effet positif de valorisation.

Dans les différentes composantes de la position extérieure, le solde créditeur sur investissements directs s'est réduit de 12 milliards à 700 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2014. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) a par contre augmenté de 76 milliards à 186 milliards d'euros. Le déficit structurel d'investissements de portefeuille s'est quant à lui alourdi de 58 milliards en atteignant 778 milliards d'euros à fin septembre 2014.

L'encours d'avoirs en investissements directs s'est établi à 3 062 milliards d'euros à fin septembre 2014, enregistrant une hausse de 69 milliards, dont 48 milliards de nouvelles transactions et 21 milliards d'effet positif de valorisation. Le stock d'engagements d'investissements directs a atteint pour sa part 2 361 milliards d'euros à fin septembre 2014, soit une hausse de 81 milliards, résultant d'une part de nouvelles transactions (55 milliards) et d'autre part d'un effet positif de valorisation (26 milliards). Comme pour les flux, les encours d'investissements directs du Luxembourg se concentrent à plus de 90% sur les SOPARFI, dont le poids important est lié à la structuration ou à l'organisation interne des entreprises multinationales.

La position nette dans les encours d'investissements de portefeuille, structurellement négative, s'est détériorée de 58 milliards pour atteindre un déficit de 778 milliards d'euros fin septembre 2014. Cette évolution négative est partiellement imputable à l'impact des flux financiers nets (à concurrence de 23 milliards). Les achats de titres luxembourgeois ont en effet totalisé 69 milliards au troisième trimestre 2014 alors que les achats de titres étrangers par les résidents se sont établis à 47 milliards. Les effets de valorisation ont eu la plus grande incidence négative (à concurrence de 36 milliards) sur la position nette en valeurs mobilières. En conséquence l'encours de titres étrangers détenus par les résidents s'est établi à 2 832 milliards d'euros à fin septembre 2014 contre 2 732 milliards à fin juin 2014. La valeur de l'encours d'engagements de portefeuille s'établit pour sa part à 3 610 milliards à fin septembre 2014, contre 3 451 milliards d'euros à fin juin 2014.

La position nette des autres investissements (crédits commerciaux, dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir) a augmenté de 76 milliards à 186 milliards d'euros à fin septembre 2014. Cette hausse résulte d'un effet positif de flux à concurrence de 29 milliards et d'un effet positif de valorisation pour le reste. L'encours de créances, qui atteint 1 186 milliards d'euros à fin septembre 2014, s'est accru globalement de 163 milliards subissant un impact positif au niveau des flux (hausse de 42 milliards), amplifié par un important effet positif de change. En atteignant 999 milliards d'euros à fin septembre 2014, l'encours d'engagements s'est globalement accru de 87 milliards, en subissant un important effet positif de change et pour le reste un effet positif de flux (13 milliards).

Tableau 24

Evolution de la position extérieure globale du Luxembourg (en milliards d'euros)

| | ENCOURS À FIN 2014Q2 ⁽²⁾ | FLUX DE BALANCE DE PAIEMENT ⁽¹⁾ | VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS ⁽¹⁾ | ENCOURS À FIN 2014Q3 ⁽²⁾ |
|--|--|---|--|--|
| Position extérieure nette | 100 | 1 | 5 | 106 |
| Avoirs extérieurs bruts | 6,908 | 137 | 220 | 7,265 |
| Engagements extérieurs bruts | 6,808 | 136 | 215 | 7,159 |
| Investissements directs | 712 | -7 | -5 | 700 |
| Avoirs | 2,993 | 48 | 21 | 3,062 |
| Engagements | 2,281 | 55 | 26 | 2,361 |
| Investissements de portefeuille | -720 | -23 | -36 | -778 |
| Titres étrangers | 2,732 | 47 | 54 | 2,832 |
| Titres de participation | 1,181 | 17 | 27 | 1,224 |
| Titres de créance | 1,551 | 30 | 27 | 1,608 |
| Titres luxembourgeois | 3,451 | 69 | 89 | 3,610 |
| Titres de participation | 2,667 | 75 | 64 | 2,806 |
| Titres de créance | 785 | -5 | 25 | 804 |
| Produits dérivés | -3 | 0 | -1 | -4 |
| Avoirs | 161 | 0 | 24 | 185 |
| Engagements | 164 | 0 | 25 | 189 |
| Autres investissements | 110 | 29 | 47 | 186 |
| Avoirs | 1,022 | 42 | 121 | 1,186 |
| Engagements | 913 | 13 | 74 | 999 |
| Avoirs de réserve | 0,73 | -0,04 | 0,03 | 0,72 |

⁽¹⁾ Pour les flux et pour les variations, un signe négatif correspond à une diminution des avoirs et des engagements ou à un effet négatif de valorisation. Un signe positif traduit une hausse des avoirs et des engagements ou à un effet positif de valorisation.

⁽²⁾ Les stocks d'avoirs et d'engagements sont repris avec un signe positif. Un signe négatif représente une position nette négative.

Source : BCL

2 AVIS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG (BCL) SUR LE PROJET DE LOI CONCERNANT LE BUDGET DES RECETTES ET DES DEPENSES DE L'ETAT POUR L'EXERCICE 2015

| | |
|---|-----|
| 1. Le contexte macroéconomique au Luxembourg et dans la zone euro | 64 |
| 1.1. Le contexte macroéconomique depuis la crise financière | 64 |
| 1.1.1. La croissance économique | 64 |
| 1.1.2. Le revenu national brut | 67 |
| 1.1.3. Le chômage | 67 |
| 1.1.4. Les coûts salariaux unitaires | 69 |
| 1.1.5. L'inflation | 70 |
| 1.2. Les perspectives de croissance à court terme | 71 |
| 1.2.1. La zone euro | 71 |
| 1.2.2. Le Luxembourg | 72 |
| 1.2.3. Les incohérences dans les données/hypothèses macroéconomiques | 73 |
| 1.3. Les finances publiques | 76 |
| 1.3.1. Les normes comptables et l'impact de la transition vers le SEC2010 sur les données de finances publiques | 76 |
| 1.3.2. La politique budgétaire au cours des années récentes | 78 |
| 1.3.3. La situation budgétaire: revue de l'année 2013 | 80 |
| 2. Les grandes lignes du projet de budget 2015 | 82 |
| 2.1. La présentation globale du projet de budget | 82 |
| 2.2. L'analyse détaillée des recettes provenant des taxes directes et indirectes | 86 |
| 2.2.1. La taxe d'abonnement | 87 |
| 2.2.2. Les recettes des douanes et accises | 90 |
| 2.2.3. Les recettes de TVA | 94 |
| 2.2.4. L'impôt sur les personnes physiques et la non-indexation des barèmes | 95 |
| 2.2.5. Les dépenses fiscales | 97 |
| 2.3. L'analyse de la contribution de 0,5% | 99 |
| 2.4. Le « Paquet pour l'avenir » | 101 |
| 2.5. Les recettes en provenance des participations de l'État | 104 |
| 2.6. Le fonds souverain | 105 |
| 2.7. L'impact macroéconomique du projet de budget | 108 |
| 3. La programmation pluriannuelle | 112 |
| 3.1. Le volet macroéconomique | 112 |
| 3.2. Le volet finances publiques | 115 |



| | |
|---|-----|
| 4. Les projections de finances publiques de la BCL de décembre 2014 | 119 |
| 4.1. Les recettes | 119 |
| 4.2. Les dépenses | 120 |
| 4.3. Les capacités ou besoins de financement | 122 |
| 4.4. La dette publique : évolution récente et perspectives | 124 |
| 4.5. La simulation des projections de finances publiques avec le scénario macroéconomique du Gouvernement | 124 |
| 5. Le test de robustesse des finances publiques luxembourgeoises | 126 |
| 5.1. Le scénario macroéconomique du test de résistance appliqué aux banques | 126 |
| 5.2. Le scénario adverse avec l'outil de la BCL | 127 |
| 5.3. L'exercice standardisé avec semi-élasticités | 128 |
| 5.4. Conclusions | 128 |
| 6. L'incertitude entourant l'estimation des soldes structurels | 129 |
| 7. Les finances des Administrations locales | 133 |
| 8. Les éléments additionnels | 135 |
| 8.1. La Trésorerie de l'Etat et le Fonds de la dette | 135 |
| 8.2. Le Conseil national des finances publiques | 138 |
| 8.3. Le Comité économique et financier national | 138 |

A l'issue des discussions du 28 novembre 2014, le Gouvernement a annoncé une série d'amendements au Projet de budget 2015 et au «Paquet pour l'avenir». Face à ces propositions venant à un stade très avancé de la rédaction de cet avis et compte tenu du manque de clarification et de chiffrage en début de la semaine du 1er décembre, la BCL n'a pas été en mesure de tenir compte de ces modifications dans les analyses chiffrées de cet avis. Les analyses et commentaires relatifs à ces amendements se limitent à quelques remarques ponctuelles.

Pour pouvoir mener à bien ses missions en matière d'analyse des finances publiques, la BCL doit bénéficier d'un accès continu à l'ensemble des statistiques de finances publiques.

Dans ce contexte, la BCL est actuellement engagée dans des discussions avec le Ministère des Finances en vue de la transmission de données. A terme, ces démarches devraient se concrétiser par des flux réguliers de données.

A ce stade, il apparaît que la mise à disposition des données par le Ministère est sur le point de s'améliorer. La BCL regrette néanmoins de ne pas pouvoir encore disposer de tout un ensemble de données qui lui aurait permis de faire une analyse circonstanciée. Le présent avis est donc basé sur les informations dont dispose la BCL à l'heure actuelle et qui constituent inévitablement un paquet d'informations incomplet. Par conséquent, il pourrait s'avérer *ex post* que certaines analyses soient erronées ou inexactes.

La BCL espère que cette remarque deviendra sans objet dans un prochain avenir.



1. LE CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG ET DANS LA ZONE EURO

Le contexte macroéconomique dans lequel s'insère la politique budgétaire pour les années 2015-2018 demeure difficile.

La croissance du PIB en volume demeure nettement en deçà des taux observés avant la crise financière doublée d'une crise économique qui a frappé de plein fouet la zone euro. La perte cumulée de l'activité économique depuis le début de la crise par rapport à un scénario hypothétique de croissance inchangée se chiffre à plus de 26 milliards d'euros ou $\frac{3}{4}$ du PIB en volume de 2013.

Les revenus de la population résidente ont stagné par rapport à leur niveau atteint en 2008. La progression de l'emploi a été insuffisante pour freiner la progression du chômage. Le taux de chômage au sens large n'a cessé de progresser depuis 2008 de façon inquiétante dépassant actuellement les 9%.

Dans le contexte des deux récessions successives que l'Europe a connues depuis le début de la crise en 2008, les entreprises domestiques, traditionnellement orientées vers l'extérieur, sont confrontées à des marchés d'exportation qui se portent moins bien et à une intensification de la concurrence. Si les exportations de services ont pu résister relativement bien à la crise, les exportations de biens ont progressé de manière bien plus faible depuis 2008.

Dans une perspective européenne, la progression des coûts salariaux unitaires luxembourgeois par rapport aux autres pays de la zone euro, qui est un élément important de la compétitivité luxembourgeoise, est inquiétante.

Le décrochage de l'activité économique en 2008/2009 et l'abaissement de la croissance tendancielle ne pouvaient que se traduire par un impact négatif important sur les finances publiques. Dans le cadre de la politique budgétaire, certaines mesures de consolidation ont été mises en œuvre sur le volet des recettes. En revanche, les dépenses publiques ont poursuivi une trajectoire non corrigée, sans doute dans une présomption, non corroborée par la suite, que le ralentissement économique était un phénomène purement transitoire.

Si le solde des Administrations publiques est actuellement en équilibre, il le doit exclusivement aux excédents dégagés par la Sécurité Sociale dont la fragilité à moyen et long terme est pourtant connue. L'Administration centrale est déficitaire pour la 6^e année consécutive et son déficit s'élève à 1,1% du PIB en 2013.

Il appartient à la politique budgétaire de mieux s'orienter selon ces faits saillants tout en intégrant, à côté des facteurs d'incertitude internationaux et européens, également les risques potentiels et nationaux.

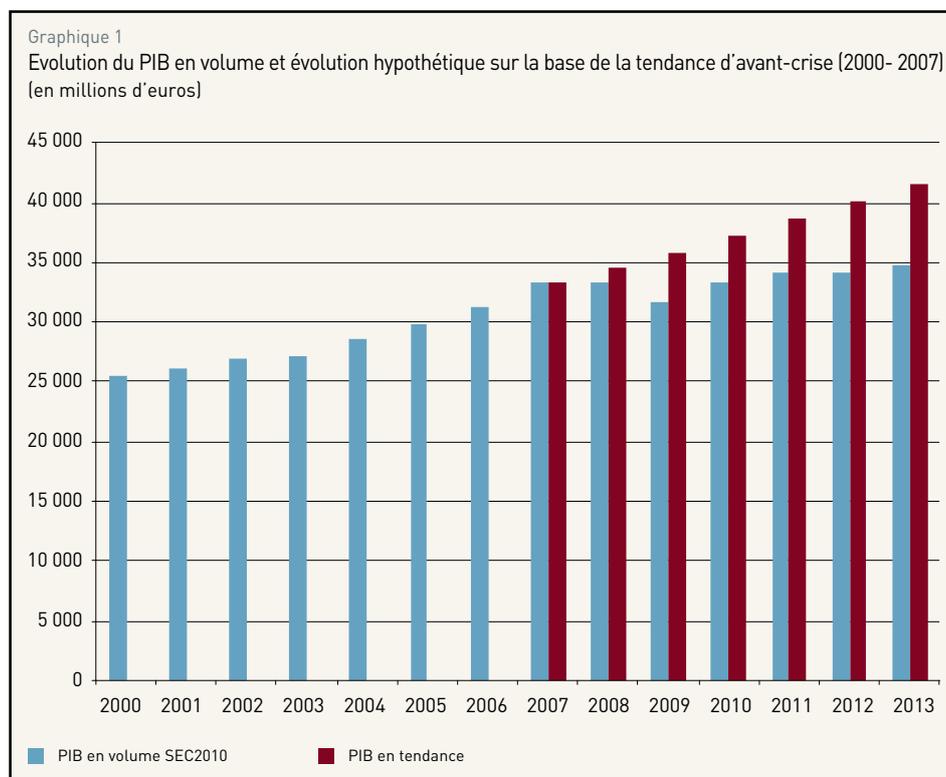
1.1. LE CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE DEPUIS LA CRISE FINANCIÈRE

1.1.1. La croissance économique

La crise financière et économique a eu un impact très important sur le niveau de l'activité économique au Luxembourg. Le niveau du PIB réel en 2013 ne dépasse que de 4% son niveau de 2008. Malgré le rebond conjoncturel considérable, en particulier en 2010, la croissance a été insuffisante pour combler cet affaissement.

Le taux de croissance moyen du PIB réel observé pendant la période 2008-2013 s'est établi à seulement 0,8%, bien en deçà du taux moyen respectivement de 3,8% observé sur la période 2000-2007, voire en deçà du taux de 4% observé sur la période 1960-2007.

Les barres bleues sur le graphique 1 affichent la trajectoire actuelle du PIB réel sur la période s'étalant de 2000 à 2013. Les barres en rouge représentent la trajectoire dans l'hypothèse où l'économie luxembourgeoise aurait maintenu son rythme de croissance d'avant la crise. Le différentiel entre la trajectoire tendancielle d'avant crise et la croissance réelle se creuse et s'établit à environ 17% en 2013.



Sources : STATEC, calculs BCL

La « perte » cumulée entre la trajectoire actuelle et hypothétique représente un montant de 26,7 milliards d'euros, ce qui correspond à environ trois-quarts du PIB en volume de l'année 2013¹.

Tableau 1

Evolution du PIB nominal et du PIB réel (base 2005 = 100 et en millions d'euros)

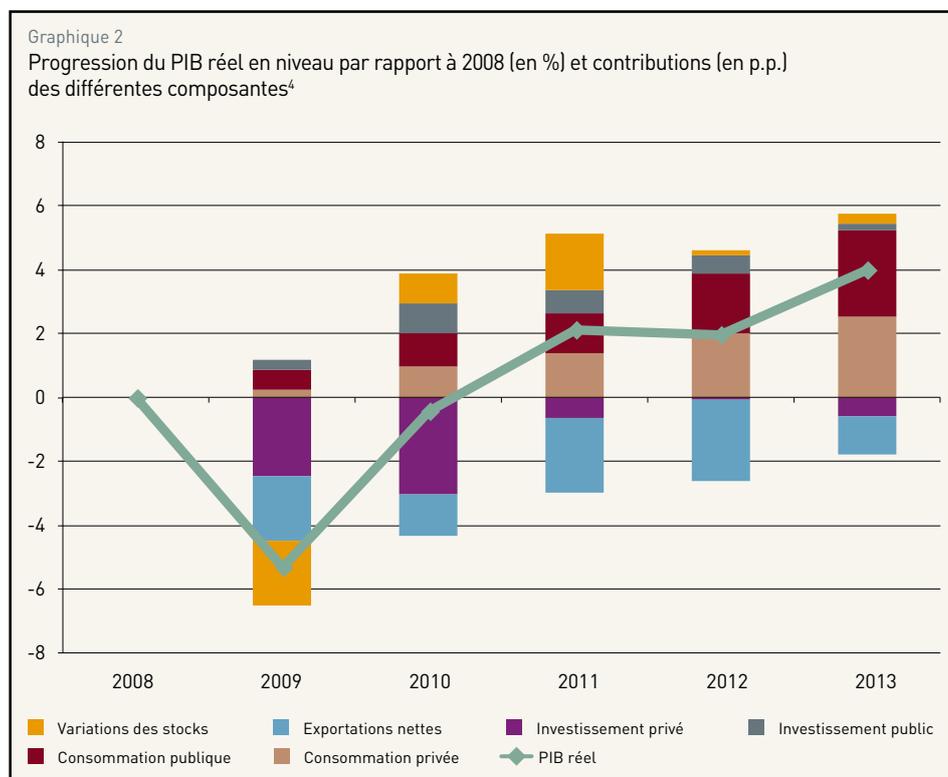
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PIB nominal | 29 771 | 33 304 | 35 953 | 37 523 | 36 094 | 39 371 | 42 410 | 43 812 | 45 288 |
| PIB réel | 29 771 | 31 225 | 33 243 | 33 405 | 31 623 | 33 250 | 34 117 | 34 062 | 34 740 |

Source: STATEC.

La progression du PIB réel depuis l'année 2008, déjà faible, est quasi exclusivement due à la progression des dépenses de consommation publique et privée ainsi qu'aux investissements publics. Comme le montre le graphique 2, ces composantes ont contribué positivement à la progression du PIB réel, leurs niveaux en 2013 étant supérieurs à ceux de 2008² ³.

- 1 En ce qui concerne le PIB nominal, le niveau en 2013 dépasse de 20% son niveau de 2008. La « perte » cumulée par rapport à la trajectoire tendancielle d'avant la crise est de 26 milliards d'euros, ce qui correspond à 58% du PIB nominal en 2013.
- 2 Sur la période de 2008 à 2013, les consommations publique et privée ainsi que l'investissement public ont progressé de respectivement 18%, 8% et 7% par rapport à leurs niveaux de 2008.
- 3 L'interprétation est différente pour la composante des « variations de stocks ». Premièrement, cette composante comprend aussi les "Acquisitions moins cessions d'objets de valeur" et 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. Un écoulement de stocks, par rapport à l'année précédente, a par exemple été observé en 2009 et 2012.

Graphique 2
Progression du PIB réel en niveau par rapport à 2008 (en %) et contributions (en p.p.)
des différentes composantes⁴



Sources : STATEC, calculs BCL

En ce qui concerne tout d'abord la consommation privée, traditionnellement une composante assez stable et qui a progressé de 8% par rapport à son niveau de 2008, les transferts de l'Etat (chômage partiel, transferts sociaux) ont contribué à lisser le choc de la crise. Le rôle joué par les stabilisateurs automatiques est à ce titre particulièrement visible pour l'année 2009. Dans une approche prospective, cette relative « stabilité » de la consommation privée ne doit toutefois pas être considérée comme étant le garant d'une croissance future, surtout dans une très petite économie ouverte. Des ruptures sévères et inattendues sont tout à fait plausibles dans le cas d'une détérioration des finances publiques ou d'un scénario de croissance beaucoup moins favorable.

En ce qui concerne la consommation publique, elle a progressé de 18%⁵ entre 2008 et 2013 sous l'influence de la masse salariale dans le secteur public et des transferts sociaux en nature. A l'instar de l'analyse pour la consommation privée, le constat que la consommation publique s'affiche graduellement en hausse par rapport à l'année 2008, ne doit pas induire en erreur. La poursuite d'une telle dynamique n'est pas acquise pour le futur et elle ne peut se faire que dans le respect des contraintes budgétaires.

Les exportations nettes et l'investissement privé demeurent en revanche inférieurs à leurs niveaux de 2008.

Ces évolutions sont loin d'être favorables pour une économie tournée vers l'extérieur. Le redressement de l'investissement privé, qui s'est entamé en 2011, doit impérativement se poursuivre afin de maintenir et d'élargir l'appareil productif.

Finalement, si la consommation publique a été la composante la plus dynamique sur cette période, il serait illusoire de compter sur la poursuite d'une telle composition de la croissance à l'avenir. Une composition équilibrée et soutenable de l'activité économique implique que la consommation publique progresse à un rythme similaire aux autres composantes. Aussi, une composition de la croissance du

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 progression. Puisqu'on prend l'année 2008 comme point de référence, tous les taux de croissance sont calculés par rapport à cette année.

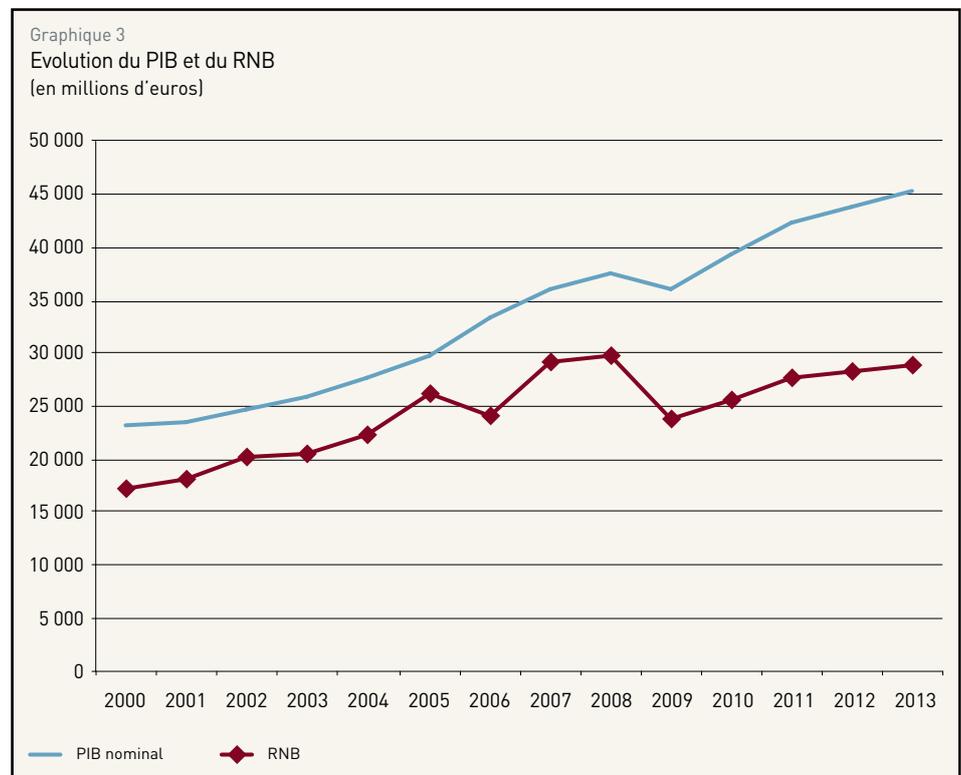
$$\frac{\text{PIB}_A - \text{PIB}_{2008}}{\text{PIB}_{2008}} = \sum_{D \in Z} \alpha_D \cdot \frac{D_A - D_{2008}}{D_{2008}}, \quad Z = \{C, G, I_{\text{privé}}, I_{\text{pub}}, X-M, \Delta \text{Stocks}\}$$

5 Etant donné que la part de la consommation publique dans le PIB est de 15%, la contribution de la consommation publique en 2013 à la progression de 4% du PIB en volume depuis 2008 est de 2,7 p.p.

PIB reposant principalement sur la consommation publique n'est pas naturelle et suggère que l'appareil productif ne se renouvelle pas assez vite, ce qui, à moyen terme, engendrerait des conséquences négatives pour le potentiel de croissance.

1.1.2. Le revenu national brut

Le graphique 3 compare le PIB nominal au revenu national brut (RNB), un indicateur conceptuellement plus proche de la notion de « bien-être » de la population résidente que le PIB. En sus de la différence de niveau entre le PIB et le RNB, la baisse du RNB⁶ a été bien plus prononcée que celle du PIB nominal et est égale à 20% en 2009. Le redressement du RNB depuis le début de la crise a aussi été moins marqué que celui du PIB, restant inférieur en 2013 à son niveau de 2008.



Source : STATEC

Comme la croissance de la population est demeurée très élevée durant ces années et s'est même accélérée par rapport à la période pré-crise, sous l'influence notamment de l'immigration accrue, le RNB par tête a reculé de quelque 13% depuis l'année 2008.

1.1.3. Le chômage

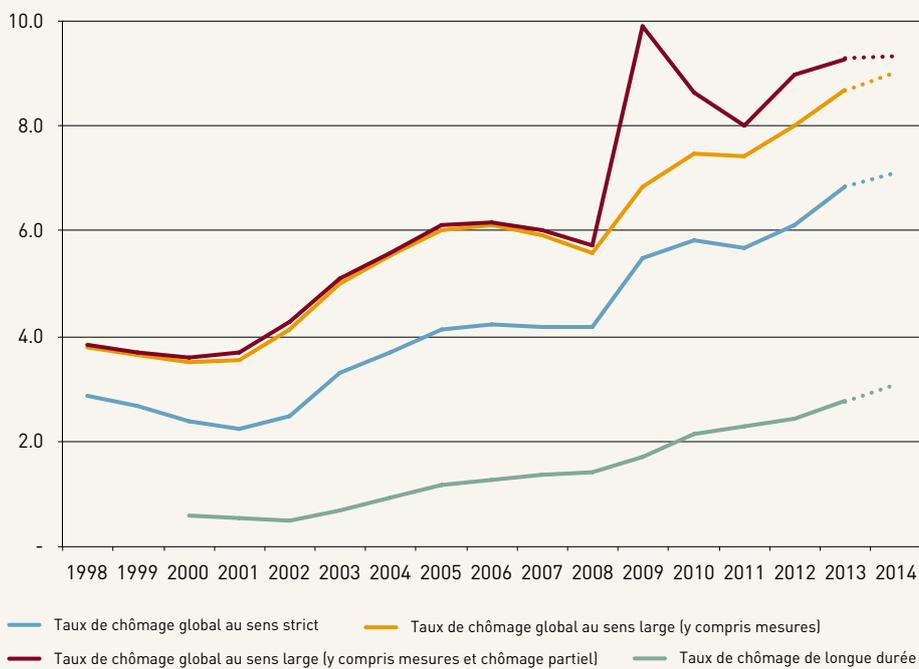
La crise financière et la récession ont eu des répercussions considérables sur le chômage. Selon le graphique 4, le taux de chômage au sens strict est passé de 4,2% en 2008 à 7,1% en 2014. A l'exception d'un repli temporaire en 2011, ce taux s'affiche en progression constante depuis 2008.

Ce taux n'offre toutefois qu'une vue partielle des effets de la crise. Il convient en effet d'y rajouter les personnes bénéficiant des mesures pour l'emploi ainsi que celles en chômage partiel: le taux de chômage au sens large s'établit alors à 9,3%. Hormis l'année 2009, qui correspond au point fort de la récession, il s'agit là d'un taux record pour le Luxembourg.

6 Le PIB est un indicateur de l'activité économique sur le territoire du Luxembourg, incluant donc la contribution des non-résidents. Le RNB exclut les revenus des non-résidents sur le territoire et il est un indicateur de revenu de la population résidente sur le territoire luxembourgeois. Il est obtenu en déduisant du PIB la rémunération des capitaux étrangers investis au Luxembourg (les revenus d'investissements nets versés à l'étranger) et la rémunération du travail payée aux non-résidents (masse salariale des frontaliers).

Graphique 4

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



Sources : STATEC, calculs BCL

Graphique 5

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



Sources : ADEM, calculs BCL

Le taux de chômage global masque également l'impact disproportionné de la crise sur deux groupes, à savoir les jeunes générations et les chômeurs de longue durée.

Le **taux de chômage des jeunes** s'est établi à 17,4% en 2013, ce qui signifie que près de deux jeunes actifs sur dix étaient à la recherche d'un emploi. L'incidence du chômage chez les jeunes, mesurée par le rapport entre chômage des jeunes et chômage des adultes, est par ailleurs bien plus importante au Grand-duché (3,5) que dans la zone euro (2,2 en moyenne).

Le **chômage de longue durée**, a progressé de manière quasi-ininterrompue depuis l'année 2000 (graphiques 4 et 5), corollairement à l'emploi (+122 600 emplois), ce qui est symptomatique de l'existence de problèmes structurels sur le marché du travail (inadéquation entre l'offre et la demande de travail).

La part des chômeurs de longue durée dans le chômage au sens strict est passée d'environ 23% en 2000 à plus de 40% à l'heure actuelle. Même en excluant les chômeurs souffrant d'un handicap (SH) ou d'une incapacité de travail partielle (CTR) – qui sont caractérisés par une employabilité très faible – on constate qu'en 2013, 30% des demandeurs d'emplois étaient au chômage depuis plus de douze mois.

Le chômage de longue durée touche principalement des populations vulnérables et défavorisées. Les jeunes sont particulièrement touchés par ce phénomène, surtout si l'on compare leur poids

dans le chômage de longue durée à celui dans l'emploi. En effet, s'ils ne représentent que 5,2% de l'emploi total, ils constituent près de 10% des chômeurs de longue durée.

Le chômage des jeunes et le chômage de longue durée sont un fléau lourd de conséquences économiques, financières et sociales, tant au niveau individuel que collectif et impliquent l'introduction de mesures aussi multiples que variées. Sur base de la théorie économique et de recommandations/expériences internationales, le combat du chômage des jeunes ou de longue durée passe par des mesures d'incitation, censées favoriser une réinsertion rapide des demandeurs d'emploi, et couplées à des actions visant à améliorer leur employabilité (éducation, formation). La « garantie pour la jeunesse » introduite en juin dernier par le Gouvernement, s'adresse aux jeunes chômeurs et constitue sans doute un pas dans la bonne direction. La lutte contre le chômage en général passe cependant aussi par une politique de prévention censée réduire *ex ante* le risque de perte d'emploi et d'enlèvement dans le chômage (faciliter le redéploiement des salariés vers des activités de croissance, identifier les besoins actuels et futurs en compétences etc.). A cela s'ajoute la croissance économique, une condition *sine qua non* à la résorption graduelle du chômage.

De même, selon la littérature économique, la dualité du marché du travail bénéficierait aux salariés disposant d'un emploi stable (les « *insiders* ») aux dépens des travailleurs temporaires et chômeurs (« *outsiders* »). Selon la théorie économique, les coûts de rotation de la main d'œuvre (coût de recrutement, de formation, de licenciement, etc.) conférerait aux *insiders* un pouvoir de négociation important, même en cas de chômage élevé. Ce pouvoir constituerait un frein à l'ajustement du marché du travail lors d'un choc économique, ce qui empêcherait la baisse du chômage. Ce dualisme bénéficie aux *insiders* aux dépens des *outsiders* qui se retrouveraient souvent piégés dans des contrats de travail précaires ou du chômage de longue durée. Cette problématique mérite donc analyse et discussion.

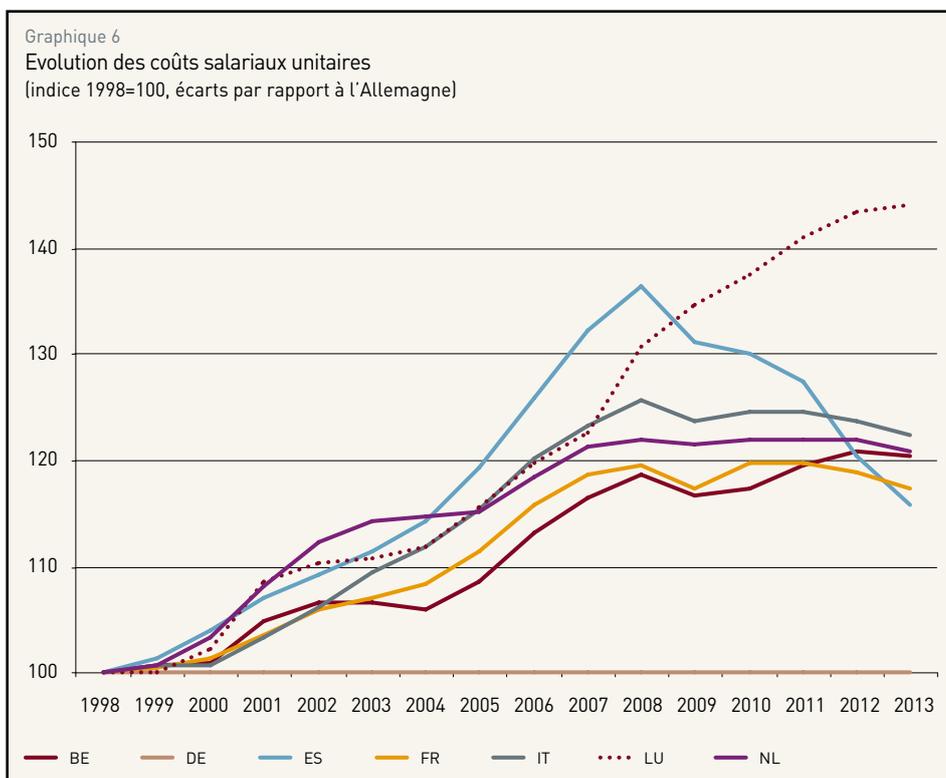
Les implications du chômage sont évidemment directes pour les personnes à la recherche d'un emploi qui subissent un impact négatif direct de la crise sur leurs revenus. Les répercussions sont aussi directes pour les finances publiques: le coût budgétaire associé à toutes les mesures de soutien à l'emploi a fortement progressé au cours des dernières années et les dépenses du fonds pour l'emploi prévues pour 2015 sont de 1,5% du PIB, contre 1,0% en 2007. Le chômage partiel est censé être un outil temporaire d'aide aux entreprises et aux employés lors d'un passage à vide de la conjoncture. Or, cet outil a été reconduit pour la 7^e année consécutive en 2014, ce qui suggère que la récession a eu des répercussions structurelles sur les entreprises et le marché de l'emploi.

1.1.4. Les coûts salariaux unitaires⁷

Dans une perspective européenne, la progression des coûts salariaux unitaires luxembourgeois par rapport aux autres pays de la zone euro, qui est un élément important de la compétitivité luxembourgeoise, est inquiétante. Le graphique 6 compare l'évolution des coûts salariaux unitaires au Luxembourg et d'autres pays par rapport à l'Allemagne. On constate que, sur la période 1998-2007, la dynamique des coûts salariaux unitaires au Luxembourg était en phase avec les évolutions des autres pays dans lesquels les coûts salariaux unitaires progressaient plus vite qu'en Allemagne. Le point de repère sur le graphique est l'Allemagne puisqu'à l'époque elle était caractérisée par des dynamiques atypiques. Afin de relancer la croissance et l'emploi, elle a mis en place un processus d'ajustement consistant principalement en une modération salariale liée aux réformes du marché du travail. *Ex post*, ce processus a effectivement permis à l'Allemagne de relancer sa croissance économique, de réduire sensiblement le taux de chômage, le tout dans un contexte de finances publiques relativement

⁷ Le coût salarial unitaire nominal (CSU) permet de mesurer la compétitivité-coût d'une économie. Il est calculé en rapportant le coût salarial moyen (rémunération des salariés divisée par le nombre de salariés) à la productivité du travail (PIB en volume divisé par l'emploi total). L'indicateur des CSU n'est pas une statistique parfaite et son évolution est conditionnée par divers aspects d'ordre méthodologique. Néanmoins, il nous semble que les différentes qualifications ne remettent pas en cause les tendances de long terme de cet indicateur ainsi que les implications qui en découlent.

équilibrées. Ce processus d'assainissement permet aussi à l'Allemagne de connaître de nos jours une progression des salaires supérieure à celle des années précédentes et, de surcroît, supérieure à la progression moyenne dans la zone euro.



Sources : Eurostat, calculs BCL

Sous la pression des conséquences de la crise et de la récession, tous les pays, hormis le Luxembourg, ont entamé un processus d'ajustement de sorte que le Luxembourg fait figure d'exception, comme le fait ressortir le graphique ci-après.

Ce graphique amène à penser que le marché de l'emploi au Luxembourg ne s'est pas encore ajusté au décrochage de l'activité et à la croissance tendanciellement plus faible.

1.1.5. L'inflation

Un fait saillant des derniers mois est le recul considérable de l'inflation. Dans le contexte de la chute du prix du pétrole et du recul de l'inflation dans les pays limitrophes, les projections d'inflation pour le Luxembourg ont été successivement revues à la

baisse. Malgré l'ajustement à la hausse des taux de la TVA⁸ pour l'année prochaine, la progression annuelle de l'indice des prix à la consommation ne serait plus que 1,4% en 2015, selon les projections les plus récentes du STATEC, alors que le projet de budget est encore basé sur une hypothèse d'inflation de 2,1%. La BCL projette actuellement un taux de 1,3% seulement. Cette projection est inférieure à celles des autres institutions parce qu'elle intègre des hypothèses plus récentes et donc plus basses sur le prix du pétrole ainsi que les projections d'inflation les plus récentes pour les pays limitrophes.

Tableau 2

Indice des prix à la consommation national et prévisions y afférentes (en taux de variation annuel)

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|------|------|------|------|
| IPCN | 1,7 | | | |
| Programme pluriannuel (prévisions de mai 2014) | 1,7 | 1,0 | 2,2 | 1,7 |
| Projet de budget 2015 | 1,7 | 0,9 | 2,1 | |
| STATEC (novembre 2014) | 1,7 | 0,7 | 1,4 | |
| BCL (décembre 2014) | 1,7 | 0,7 | 1,3 | 1,8 |

Sources : STATEC, projet de budget, PSC.

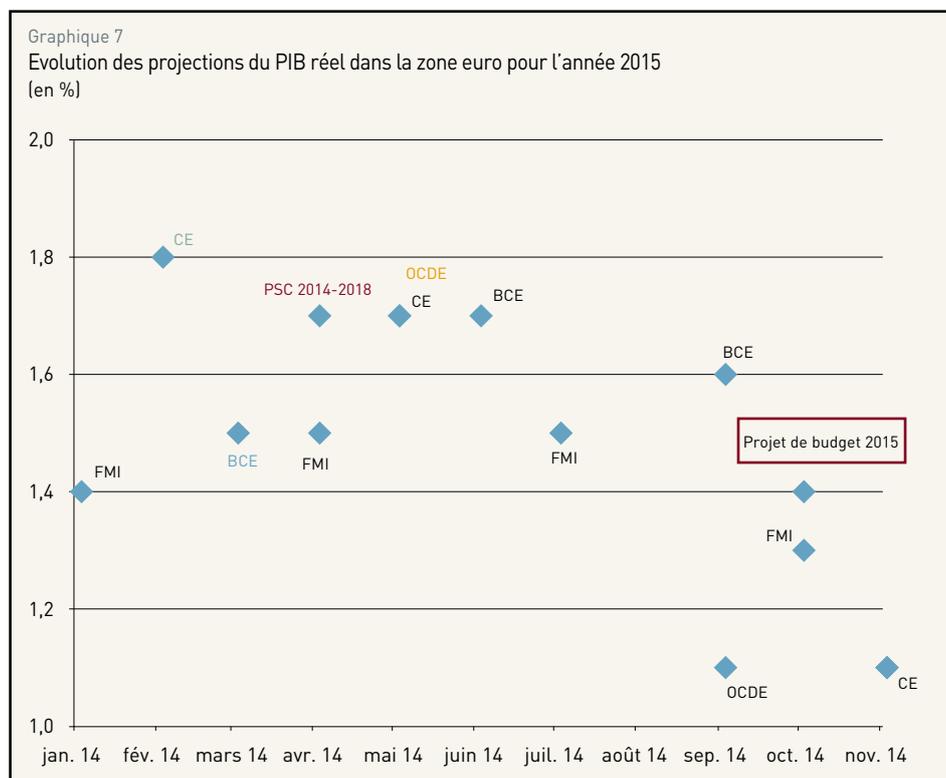
8 Cette mesure pourrait provoquer un comportement anticipatif de la part des consommateurs. Ces derniers pourraient avancer à la fin de l'année 2014 certains achats prévus pour l'année 2015, notamment les achats de biens durables tels que les automobiles, afin de pouvoir bénéficier des conditions plus avantageuses.

1.2. LES PERSPECTIVES DE CROISSANCE À COURT TERME

1.2.1. La zone euro

Les prévisions de croissance pour la zone euro ont été nettement revues à la baisse depuis juillet de cette année. Le graphique 7 révèle que la projection de la Commission européenne (datant du 4 novembre 2014) fait état d'une progression de l'activité économique en 2015 de seulement 1,1%, donc 0,3 point de pourcentage (p.p.) de moins que l'hypothèse du Gouvernement servant à la préparation du projet de budget.

Selon les projections de l'Euro-système de décembre 2014, la croissance du PIB réel pour la zone euro s'établirait à 0,8% en 2014, 1,0% en 2015 et 1,5% en 2016 (voir tableau 3). Par rapport à l'exercice précédent de septembre 2014, la projection est restée inchangée pour 2014, mais elle a été nettement revue à la baisse pour les années 2015 et 2016. En ce qui concerne la croissance économique, ces projections sont assez proches des estimations de la Commission européenne telles que publiées en novembre 2014.



Sources : BCE, Commission Européenne, FMI, OCDE, Projet de budget 2015, STATEC, calculs BCL

Tableau 3

Projections de l'Eurosystème de décembre 2014 pour la zone euro (en %) et révisions par rapport à l'exercice de septembre 2014 (en p.p.)

| | PROJECTIONS DE L'EUROSISTÈME DE DÉCEMBRE 2014 | | | RÉVISIONS DEPUIS SEPTEMBRE 2014 | | |
|------------------------------|---|------|------|---------------------------------|------|------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2014 | 2015 | 2016 |
| PIB réel | 0,8 | 1,0 | 1,5 | - | -0,6 | -0,3 |
| IPCH | 0,5 | 0,7 | 1,3 | -0,1 | -0,4 | -0,1 |
| Emploi | 0,4 | 0,6 | 0,5 | 0,1 | - | -0,2 |
| Taux de chômage | 11,6 | 11,2 | 10,9 | - | - | -0,2 |
| Déficit public (en % du PIB) | -2,6 | -2,5 | -2,2 | - | -0,1 | -0,3 |

Source : BCE.

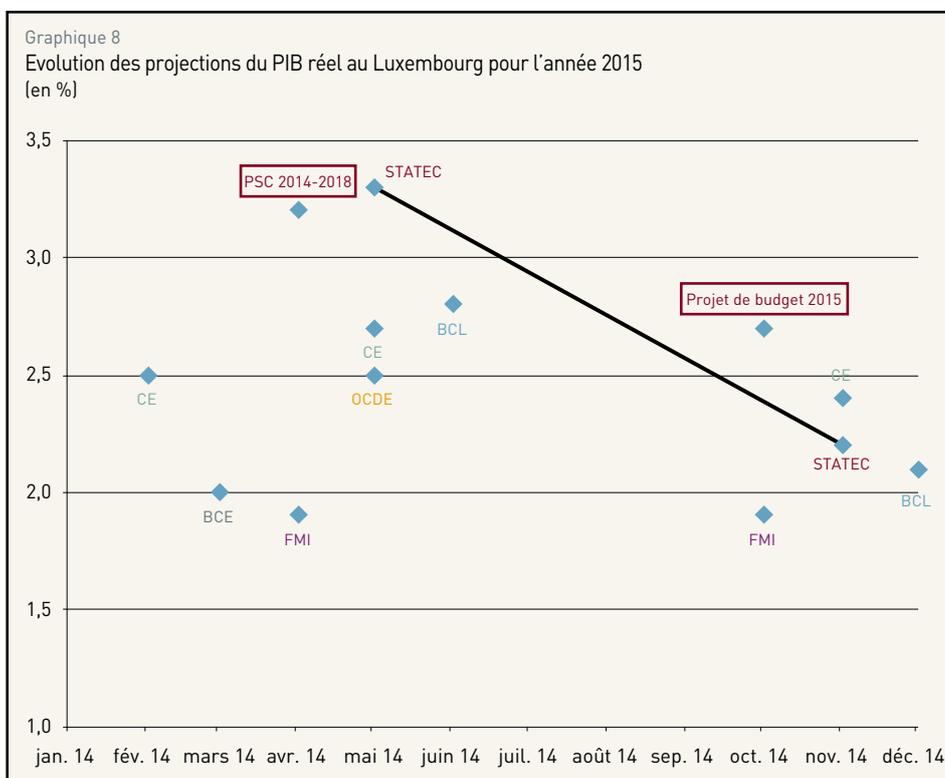
1.2.2. Le Luxembourg

Si la conjoncture au Luxembourg a été assez robuste au premier trimestre 2014, elle s'est ensuite et de manière inattendue progressivement dégradée, notamment dans un contexte de ralentissement européen. Dans cet environnement, les demandes de chômage partiel se sont à nouveau orientées à la hausse depuis le mois de septembre et avoisinent désormais leurs niveaux de début 2014.

Ces tendances sont le reflet d'un déclin de la demande internationale adressée au Luxembourg et elles présagent un affaissement de la production industrielle au Luxembourg lors de la 2^e moitié de l'année 2014.

La dégradation de la conjoncture et les révisions à la baisse des perspectives de croissance ne sont pas sans rappeler l'expérience de 2011. A l'époque, on s'accordait sur la sortie de crise et interprétait la baisse de la conjoncture telle qu'elle s'annonçait dans les enquêtes comme un phénomène purement temporaire. Alors que les projections présentées étaient encore très favorables au printemps, elles étaient sévèrement ajustées à la baisse en automne 2011.

Le ralentissement en fin d'année 2014 se répercuterait sur la projection moyenne pour l'année 2015, qui ne serait désormais plus que de 2,4% selon la Commission européenne (voir graphique 8). Cette estimation est déjà inférieure à l'hypothèse de 2,7% du Gouvernement retenue dans son projet de budget. Mais elle semble encore optimiste à l'aune des développements les plus récents. Le STATEC, qui a présenté une révision de son scénario macroéconomique à la Commission parlementaire des Finances et du Budget, ne table plus que sur 2,2% en 2015. La projection de la BCL se limite à 2,1% ; elle intègre les données les plus récentes, la forte révision à la baisse des projections de l'Eurosystème pour la zone euro, mais également les mesures annoncées dans le projet de budget 2015.



Il est quelque peu étonnant de constater que la présentation du projet de budget s'est faite sur la base d'un scénario macroéconomique datant du 19 septembre et que le 11 novembre, soit seulement quelques jours après la présentation du projet de budget, ce scénario macroéconomique ait été nuancé à la Commission parlementaire des Finances et du Budget par le STATEC, une correction confirmée par les projections officielles du STATEC, en date du 26 novembre. Les projections sont ainsi révisées endéans quelques semaines, alors qu'aucune révision n'a été faite pendant toute la période de mai à septembre, période durant laquelle les institutions internationales étaient en train de réviser leurs projections de croissance pour la zone euro. On est dès lors en droit

Sources : BCE, Commission Européenne, FMI, OCDE, Projet de budget 2015, STATEC, calculs BCL

de se demander s'il n'eut pas été indiqué d'adapter en temps utile le scénario macroéconomique du projet de budget.

La révision à la baisse de la projection du PIB réel de 2,7% du projet de budget à 2,2% ne peut ne pas jeter un doute sur les estimations sous-jacentes au projet de budget.

De manière plus générale, étant donné l'absence d'implication du Comité de prévision dans les travaux préparatoires, on peut s'interroger quant au rôle effectif des projections macroéconomiques dans le cadre du projet de budget et partant du programme pluriannuel ou s'agit-il plutôt de deux volets qui demeurent déconnectés l'un de l'autre ?

Le tableau 4 présente les hypothèses sous-jacentes au projet de budget et les projections les plus récentes de la Commission européenne. L'hypothèse du Gouvernement pour une croissance de 4% du PIB nominal est plus prudente que celle de la Commission européenne (CE). Cette hypothèse du Gouvernement est assez proche du scénario de la BCL qui prévoit actuellement une croissance du PIB nominal de 3,5%. La divergence principale entre l'hypothèse du projet de budget et la projection de la CE réside principalement du côté du déflateur du PIB : la projection de la CE ne semble pas intégrer l'impact de la déperdition des recettes de TVA du commerce électronique sur le PIB nominal⁹.

Tableau 4

Comparaison des projections macroéconomiques pour le Luxembourg (pour l'année 2015)

| | PROJET DE BUDGET - OCTOBRE 2014 | COMMISSION EUROPÉENNE - NOVEMBRE 2014 |
|-------------------------------------|------------------------------------|--|
| PIB réel | 2,7 | 2,4 |
| PIB nominal | 4,0 | 5,0 |
| Déflateur du PIB | 1,2 | 2,6 |
| Emploi | 2,1 | 2,1 |
| Coût salarial moyen | 2,8 | 3,0 |
| Solde des administrations publiques | -0,2 | -0,4 |

Sources: *Projet de budget 2015, Commission européenne.*

1.2.3. Les incohérences dans les données/hypothèses macroéconomiques

Dans le cadre du « Two-pack », le Gouvernement est obligé de soumettre son projet de budget pour approbation à la Commission européenne (CE). Ce document a été soumis à la CE le 15 octobre¹⁰ (« Note à la CE »). L'introduction du programme pluriannuel, qui répond à une obligation contenue dans la loi du 12 juillet 2014, rajoute également un volet supplémentaire au projet de budget.

Dans ce contexte, nous présentons dans les tableaux 5-7 les données officielles du PIB nominal, du PIB réel et du déflateur du PIB telles qu'elles ont été publiées par le STATEC en avril et en octobre 2014, ainsi que les projections y afférentes de la CE, du projet de budget, du programme pluriannuel, de la note du Gouvernement soumise à la CE et du STATEC.

⁹ La perte de ces recettes aura un impact négatif sur le PIB nominal. Selon le STATEC, cet impact constituerait un effet « prix » plutôt qu'un effet « volume » et il serait donc répercuté sur le déflateur du PIB et non sur le PIB en volume. Voir à cet effet la note de conjoncture N°1 de 2014 du STATEC, pp.136-137. L'hypothèse du Gouvernement d'une perte de 750 millions d'euros sur les recettes de TVA du commerce électronique en 2015 constitue un scénario central. Cette hypothèse pourrait être dépassée vers le haut dans un scénario alternatif.

¹⁰ Voir à cet effet http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/dbp/2014/2014-10-15_lu_dbp_en.pdf
Le 28 novembre, la Commission européenne a estimé que, sur base de cette note, le projet de budget 2015 est conforme aux dispositions du Pacte de stabilité et de croissance.

La révision des données de la comptabilité nationale en octobre par rapport à avril 2014 a eu un effet non-négligeable sur les estimations du PIB nominal dont la progression n'est plus que 3,4% en 2013, donc 2,6 p.p. de moins qu'encore estimée en avril (voir tableau 5).

Tableau 5

PIB nominal et projections (en taux de variation annuel)

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| SEC1995 - avril 2014 | 10,5 | 6,2 | 2,8 | 6,0 | | | |
| SEC2010 - octobre 2014 | 9,1 | 7,7 | 3,3 | 3,4 | | | |
| Projet de budget | | | | 3,4 | 5,4 | 4,0 | |
| Programme pluriannuel | | | | 6,0 | 5,4 | 5,1 | 5,7 |
| Note à la CE | | | | 3,4 | 5,4 | 4,0 | |
| Commission européenne | | | | 3,4 | 4,9 | 5,0 | 5,9 |
| STATEC | | | | 3,4 | 4,0 | 3,5 | |

Si les estimations de la note soumise à la Commission et celles du projet de budget sont identiques, les divergences entre le projet de budget et le programme pluriannuel sont toutefois considérables. Ces divergences existent pour les années 2013 et 2015, mais étonnamment pas pour l'année 2014. Les écarts pour l'année 2013 sont évidemment très regrettables, ceci d'autant plus qu'ils ne portent pas sur des hypothèses ou des projections, mais sur des données historiques. Les projections les plus récentes du STATEC pour les années 2014 et 2015 sont nettement plus basses que celles du Gouvernement.

Sur la base du tableau 6, on remarque que les divergences sur les estimations/projections du PIB en volume sont négligeables pour les années 2013 et 2014, mais sont plus importantes pour l'année 2015. Selon le programme pluriannuel, la progression du PIB en volume serait de 3,3%, alors que selon le projet de budget, elle ne serait plus que de 2,7%. Les projections les plus récentes du STATEC sont assez proches de celles du Gouvernement pour l'année 2014, mais sont nettement plus basses pour l'année 2015.

Tableau 6

PIB en volume et projections (en taux de variation annuel)

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| SEC1995 - avril 2014 | 3,1 | 1,9 | -0,2 | 2,1 | | | |
| SEC2010 - octobre 2014 | 5,1 | 2,6 | -0,2 | 2,0 | | | |
| Projet de budget | | | | 2,0 | 2,8 | 2,7 | |
| Programme pluriannuel | | | | 2,1 | 2,9 | 3,3 | 3,7 |
| Note à la CE | | | | 2,0 | 2,8 | 2,7 | |
| Commission européenne | | | | 2,0 | 3,0 | 2,4 | 2,9 |
| STATEC | | | | 2,0 | 2,9 | 2,2 | |

Sur la base du tableau 7, on remarque que les divergences sur le PIB nominal relevées précédemment, proviennent principalement des divergences quant aux hypothèses du déflateur du PIB.

En ce qui concerne l'année 2013, la progression du déflateur du PIB est en effet estimée à 1,4% dans le projet de budget, ce qui correspond à la dernière estimation du STATEC. Dans le programme pluriannuel et la note adressée à la CE, cette progression est de 3,7%, ce qui correspond à l'estimation du STATEC du mois d'avril.

Pour l'année 2015, le projet de budget est en phase avec la note pour la CE, mais tous les deux présentent une estimation (1,2%) qui est inférieure à celle du programme pluriannuel (1,8%). Les projections les plus récentes du STATEC pour les années 2014 et 2015 sont nettement plus basses que celles du Gouvernement.

Tableau 7

Déflateur du PIB et projections (en taux de variation annuel)

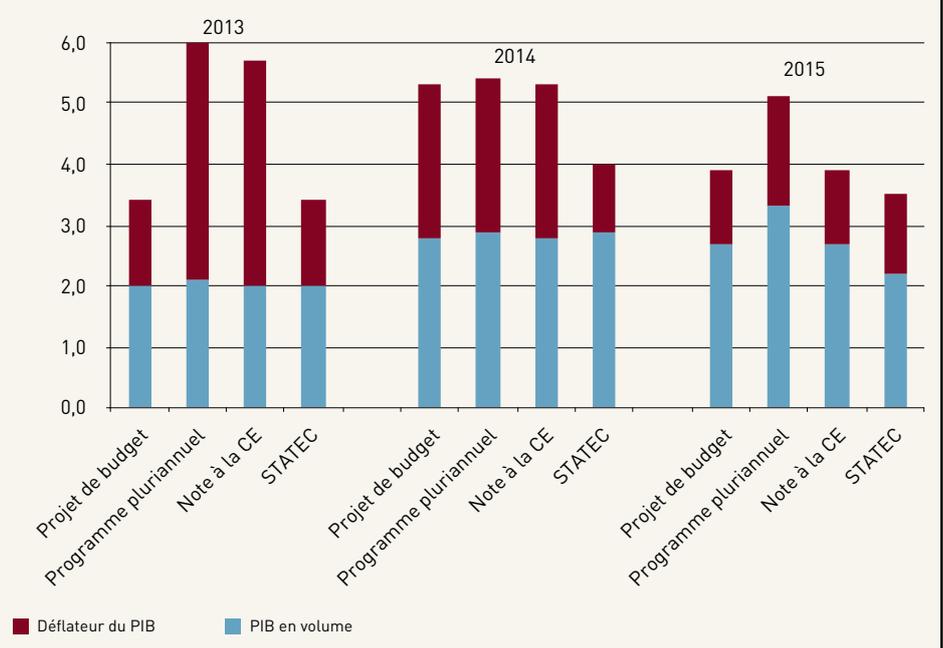
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| SEC1995 - avril 2014 | 7,2 | 4,2 | 3,0 | 3,7 | | | |
| SEC2010 - octobre 2014 | 3,7 | 5,0 | 3,5 | 1,4 | | | |
| Projet de budget | | | | 1,4 | 2,5 | 1,2 | |
| Programme pluriannuel | | | | 3,7 | 2,5 | 1,8 | 2,0 |
| Note à la CE | | | | 3,7 | 2,5 | 1,2 | |
| Commission européenne | | | | 1,4 | 1,9 | 2,6 | 3,0 |
| STATEC | | | | 1,4 | 1,1 | 1,3 | |

La multiplication des documents officiels à produire peut aboutir à des incohérences techniques. Il s'agit d'un simple lapsus lorsque ces incohérences portent sur des variables ou postes mineurs. Lorsqu'elles portent toutefois sur des agrégats qui sont le fondement de toutes les estimations budgétaires importantes, on peut douter de la pertinence des estimations de l'entièreté du projet de budget.

Sont concernées évidemment en premier lieu les recettes de l'Etat¹¹. Celles-ci sont estimées sur base des hypothèses/projections du PIB nominal, la décomposition en PIB en volume et déflateur du PIB n'étant pas d'une importance capitale à cet effet. Afin de pouvoir identifier les impacts des incohérences relevées ci-dessus pour l'estimation de recettes des années 2015-2018, il

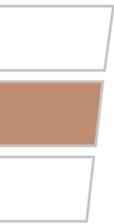
Graphique 9

PIB nominal et décomposition en déflateur du PIB et PIB en volume (en taux de variation annuel)



Sources : STATEC, Projet de budget 2015, Commission européenne

11 Les dépenses, à l'exception des dépenses liées aux indemnités de chômage, ne sont pas de nature « cyclique », mais elles sont davantage déterminées par les décisions afférentes du Gouvernement.



conviendrait d'identifier le scénario macroéconomique qui a effectivement été utilisé pour construire les bases imposables¹².

1.3. LES FINANCES PUBLIQUES

1.3.1. Les normes comptables et l'impact de la transition vers le SEC2010 sur les données de finances publiques

Les normes comptables

Le projet de budget est présenté selon deux normes comptables: d'une part, selon la logique de la « comptabilité publique luxembourgeoise », à savoir la présentation dite « administrative », et, d'autre part, la logique du SEC2010.

Nous privilégions les normes comptables telles que retenues par la législation européenne et adoptées également dans la législation luxembourgeoise (la loi du 12 juillet 2014 relative à la coordination et à la gouvernance des finances publiques). Toutes les références dans le présent avis se font donc par rapport à des données calculées selon les normes du SEC2010.

Si la présentation « administrative » du budget de l'Etat s'impose dans le cadre de la législation luxembourgeoise, la présentation selon les normes européennes importe d'un point de vue économique et de finances publiques pour les raisons suivantes.

Premièrement, les valeurs de référence du Traité de Maastricht et les objectifs tels qu'introduits par la loi du 12 juillet 2014, à savoir le respect de l'objectif budgétaire à moyen terme (OMT) et de la norme des dépenses, sont définis par rapport aux normes comptables du SEC2010.

Deuxièmement, la logique européenne « SEC2010 » enregistre les opérations de recettes et de dépenses sur la base des droits constatés (c'est-à-dire qu'elle donne la priorité au fait générateur sous-jacent à l'enregistrement des recettes ou des dépenses), alors que la logique « administrative » enregistre les recettes et les dépenses en « base caisse », c'est-à-dire lorsque ces dernières sont effectivement perçues ou déboursées.

Ensuite, la logique européenne consolide les opérations à l'intérieur des sous-secteurs des Administrations publiques. Du fait de l'appartenance des fonds spéciaux et de l'Etat au sous-secteur de l'Administration centrale, il en résulte que les transferts entre l'Etat et les fonds spéciaux sont consolidés pour ne plus afficher que les dépenses effectives des fonds et non plus les dotations de l'Etat vers ces mêmes fonds.

Enfin, au niveau du secteur des Administrations publiques prises dans leur ensemble, les transferts entre sous-secteurs (paiements d'intérêts, transferts courants et transferts en capital) sont également consolidés.

L'impact de la transition vers le SEC2010 sur les données de finances publiques

L'introduction du SEC2010 en septembre 2014 résulte d'une obligation légale pour tous les États membres de l'Union Européenne (UE) et a donné lieu à des révisions *ex post* des données de la comptabilité

¹² Le chapitre 4.5 présente une simulation des projections de finances publiques sur base des hypothèses macroéconomiques du Gouvernement. Cet exercice utilise l'hypothèse du Gouvernement d'une progression de 4% du PIB nominal, le scénario le plus proche du scénario de la BCL. Si sur cette base, les estimations de la BCL ne sont que légèrement moins favorables que celles du Gouvernement pour l'année 2015, l'écart se creuse toutefois en 2016.

nationale à partir de 2000. Si les grands principes méthodologiques sous-jacents au SEC2010 sont similaires à ceux qui prévalaient dans le SEC95, le SEC2010 introduit néanmoins quelques changements méthodologiques importants. Citons notamment le reclassement en dépenses d'investissement des dépenses de recherche et développement (R&D), qui étaient comptabilisées en consommation intermédiaire sous le SEC95, avec à la clé un effet positif sur le PIB, ainsi que l'affinement du mode de calcul des services d'intermédiation financières indirectement mesurés (SIFIM)¹³. Il est également important de noter que la définition du secteur des Administrations publiques, telle que retenue dans le SEC2010, a engendré la reclassification de certaines institutions monétaires et financières (IMF) du secteur des institutions monétaires (S12) vers le secteur des Administrations publiques (S13).

En ce qui concerne le Luxembourg, outre le reclassement des dépenses de R&D en dépenses d'investissement et l'impact positif sur le PIB provenant de l'affinement du mode de calcul des SIFIM¹⁴, les principales modifications imputables à l'introduction du SEC2010 sur les comptes des Administrations publiques concernent précisément les reclassifications de la Société Nationale de Crédit et d'Investissement (SNCI) et de deux FIS-SICAV du Fonds de Compensation au sein des administrations publiques (S13).

La décision de reclasser la SNCI se base sur le fait que le SEC2010 ne relie plus la classification sectorielle des IFM à la liste définie par la Banque centrale européenne qui a succédé à l'Institut monétaire européen (IME)¹⁵, ce qui a dès lors soulevé la question d'une reconsidération de la classification de la SNCI à la lumière des règles du SEC2010. La BCL s'abstient de commenter la décision de reclassement prise par Eurostat sur base d'une analyse du STATEC.

Selon le tableau ci-dessous, le passage au SEC2010 a eu un impact relativement mineur sur les comptes des Administrations publiques luxembourgeoises. En se limitant révisions attribuables au SEC2010, le surplus public et la dette publique pour l'année 2013 ont été ajustés à la hausse à concurrence de 0,1% du PIB¹⁶. Ces reclassifications entre autres sur la base des éléments avancés par le Luxembourg ne sont pourtant pas anodines et, au-delà de leur impact sur les ratios de finances publiques, soulèvent également d'autres interrogations dont la nature dépasse le cadre de cet avis.

13 Les services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM) représentent la part des services rendus par les intermédiaires financiers qui n'est pas facturée à la clientèle. Pour ces services, les intermédiaires financiers se rémunèrent en prenant une marge de taux d'intérêt sur les dépôts de leurs clients et sur les crédits qu'ils leur accordent. L'autre partie des services rendus par les intermédiaires financiers est facturée sous diverses formes: commissions de transfert, frais de tenue de compte, etc.

14 Le SEC 1995 précisait qu'il ne fallait pas calculer de SIFIM entre institutions financières résidentes. Le SEC 2010 ajoute que par convention, il ne faut pas non plus calculer de SIFIM interbancaires entre les institutions financières résidentes et non-résidentes. Les SIFIM sont calculés uniquement vis-à-vis des secteurs institutionnels utilisateurs non bancaires. Le Luxembourg ayant été importateur net de SIFIM dans l'interbancaire avec le reste du monde, la disparition de ces importations fait augmenter mécaniquement le PIB luxembourgeois.

15 Selon le SEC95 (paragraphe: 2.49), «les IFM englobent les sous-secteurs de la banque centrale (S121) et des autres IFM (S122) et coïncident avec les IFM à des fins statistiques telles que définies par l'IME.

16 Par exemple, une note d'Eurostat révèle que ce changement méthodologique a relevé pour l'année 2013 le déficit public de la Lituanie de 0,5 p.p. du PIB, et la dette publique de l'Autriche de 8,7 p.p. du PIB. Voir à cet effet http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/documents/Revisions-gov-deficit-debt-2010-2013.pdf

Tableau 8

Révisions du solde et de la dette des Administrations publiques au Luxembourg pour 2013 (en % du PIB)

| | RATIO AVRIL 2014 (SEC 95) | RÉVISIONS D'AVRIL À OCTOBRE 2014 | | | | RATIO RÉVISÉ OCTOBRE 2014 (SEC 2010) |
|-------|---------------------------|----------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|-------------------|--------------------------------------|
| | | RÉVISIONS DUES AU SEC 2010 | AUTRES RÉVISIONS ¹⁷ | RÉVISIONS DU PIB (DÉNOMINATEUR) | RÉVISIONS TOTALES | |
| Solde | 0,1 | 0,1 | 0,5 | 0,0 | 0,6 | 0,6 |
| Dette | 23,1 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,4 | 23,6 |

Source : Eurostat. Note : la colonne « Révisions totales » est à l'arrondi près.

1.3.2. La politique budgétaire au cours des années récentes

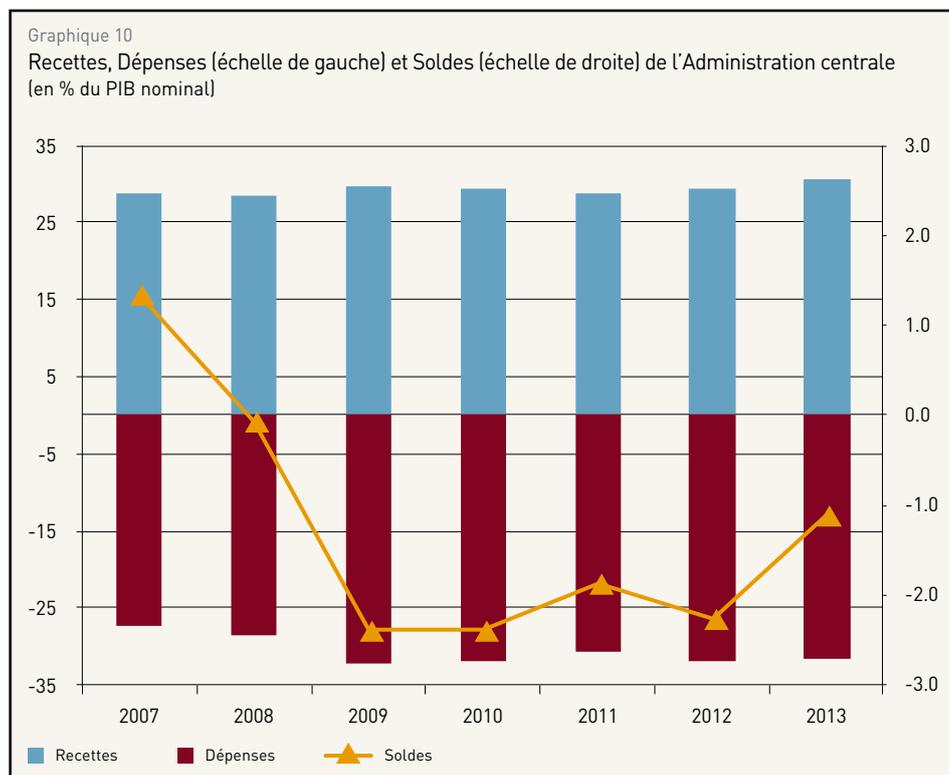
Le graphique 1 illustre l'ampleur des défis que le Luxembourg a dû et doit encore relever. En partant du constat que le PIB nominal reflète l'activité économique et est donc également une première approxi-

mation de la base imposable, cela implique qu'afin de respecter des objectifs budgétaires inchangés, tout décrochage du PIB devra se traduire soit par un ajustement des dépenses publiques, soit par une hausse de la ponction fiscale.

Ainsi, dans le cadre de la politique budgétaire, quelques efforts de consolidation ont été fournis au cours des dernières années, principalement sur le versant des recettes. Des hausses d'impôts ont été mises en œuvre via notamment l'augmentation en 2011 et 2013 de l'impôt de solidarité sur les ménages et les entreprises, ainsi que par l'impôt de crise qui, introduit en 2011, fut toutefois aboli l'année suivante.

Des efforts de consolidation visant à une réduction des dépenses n'ont en revanche été annoncés qu'en 2012 et dans une moindre mesure en 2013. Ces efforts

d'ajustement sont cependant restés trop timides pour remédier significativement à la vulnérabilité des finances publiques. C'est ce qui ressort d'une analyse *ex post* des données de comptabilité nationale portant sur les recettes, les dépenses et les soldes de l'Administration centrale (voir graphique 10).



Sources : STATEC, calculs BCL

Si le ratio des recettes par rapport au PIB a augmenté de 2 p.p. de PIB entre 2008 et 2013, la hausse enregistrée par le ratio des dépenses fut toutefois supérieure, ce qui a contribué à creuser le déficit de l'Administration centrale.

Tableau 9

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

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | DIFFÉRENCE 2008-2013 |
|----------|------|------|------|------|------|------|-------------------------|
| Recettes | 28,6 | 29,8 | 29,4 | 28,7 | 29,5 | 30,6 | 2,0 |
| Dépenses | 28,6 | 32,2 | 31,8 | 30,6 | 31,8 | 31,7 | 3,1 |
| Solde | -0,1 | -2,4 | -2,4 | -1,9 | -2,3 | -1,1 | -1,0 |

Sources: STATEC, calculs BCL.

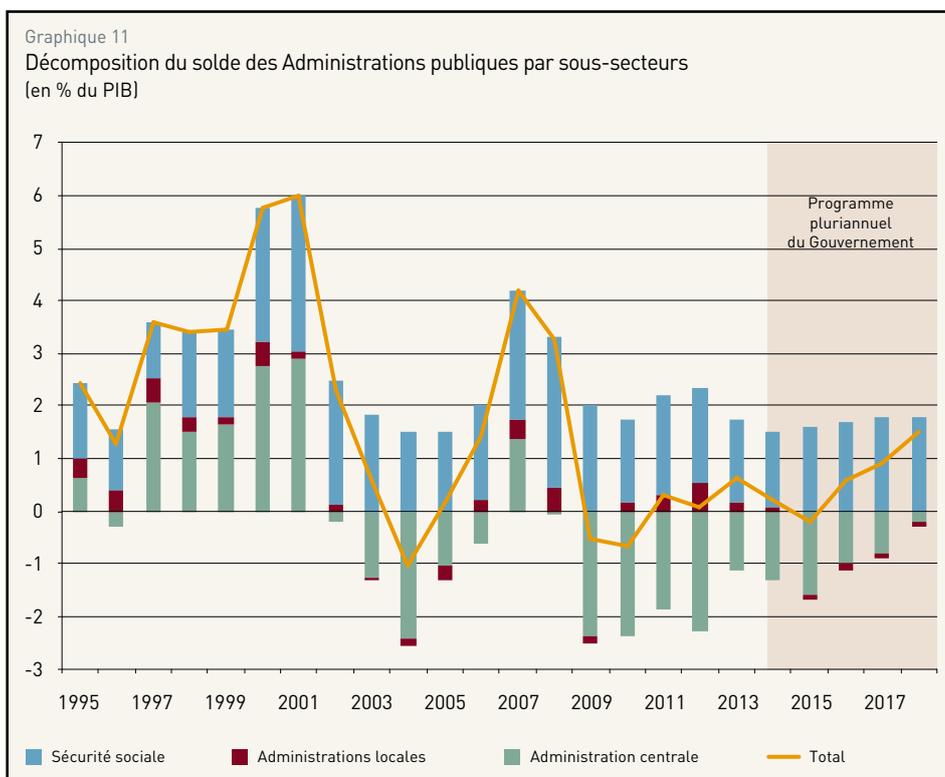
En 2008, les ratios des recettes et des dépenses par rapport au PIB affichaient des ordres de grandeur comparables et le solde de l'Administration centrale était en équilibre. Alors que le ratio des recettes a progressé de 2,0 p.p. du PIB sur la période allant de 2008 à 2013, témoignant d'une hausse de la ponction fiscale dans un contexte de décrochage de l'activité et d'abaissement de la croissance tendancielle, le ratio des dépenses progresse quant à lui de 3,1 p.p. du PIB sur la même période, avec à la clé un creusement du déficit. Si la forte progression du ratio des dépenses, engendrée en 2009 peut se justifier par les mesures mises en œuvre eu égard à l'ampleur de la récession, force est de constater que depuis lors, le ratio n'affiche qu'une baisse modeste de 0,5 p.p. de PIB, ce qui correspond à une hausse de 3,1 p.p. du PIB par rapport à l'année 2008.

Le solde budgétaire enregistré par l'Administration centrale en 2013 a été déficitaire, à concurrence de 1,1% du PIB, pour la sixième année consécutive. Pendant plusieurs années, la hausse de la fiscalité couplée à la non-indexation des barèmes fiscaux ainsi que la dynamique affichée sur le marché de l'emploi ont en effet permis de générer des recettes supplémentaires. Néanmoins, celles-ci ne justifient pas de faire l'impasse sur un ajustement des dépenses de l'Etat. Il est donc regrettable qu'en matière de dépenses, la politique budgétaire ne se soit pas encore adaptée à la chute du niveau et à la réduction de la croissance tendancielle de l'activité économique.

Considérant ces chiffres, les efforts visant à rétablir l'équilibre des finances de l'Administration centrale devraient impérativement privilégier le ralentissement des dépenses. Cela pourrait se faire à travers une réduction du rythme de certaines dépenses, une baisse ou une suppression éventuelle de certaines dépenses.

Cette approche, en parfaite symbiose avec les prescriptions incluses dans le Pacte de stabilité et de croissance, est essentielle. Tout d'abord, le caractère durable de certaines recettes est incertain (vente de carburants, TVA du commerce électronique, secteur financier). Ensuite, en vertu de l'introduction de la norme européenne des dépenses et en accord avec les observations antérieures de la BCL, la progression des dépenses ne peut à moyen terme être supérieure à la croissance tendancielle attendue de l'économie. Finalement, des hausses permanentes implicites de la fiscalité directe auraient un effet négatif sur l'offre et la demande de travail, ainsi que sur le potentiel de croissance.

Graphique 11
Décomposition du solde des Administrations publiques par sous-secteurs
(en % du PIB)



Sources : STATEC, *Projet de Budget 2015*, calculs BCL

1.3.3. La situation budgétaire: revue de l'année 2013

Le solde des Administrations publiques luxembourgeoises pour l'année 2013, publié début octobre 2014 avec les comptes nationaux annuels, a révélé un excédent de l'ordre de 0,6% du PIB, en hausse par rapport au solde dégagé pour l'année 2012 (excédent de 0,1% du PIB).

Ce solde positif de 2013 est plus favorable que celui prévu dans la 15^{ème} actualisation du Programme de Stabilité et de Convergence (PSC) publiée par le Gouvernement en avril 2014, qui envisageait alors un excédent pour 2013 de l'ordre de 0,1% du PIB. Le dynamisme observé sur le front des recettes en provenance de l'impôt sur les personnes physiques et partant de l'impôt de solidarité dont le taux a été aug-

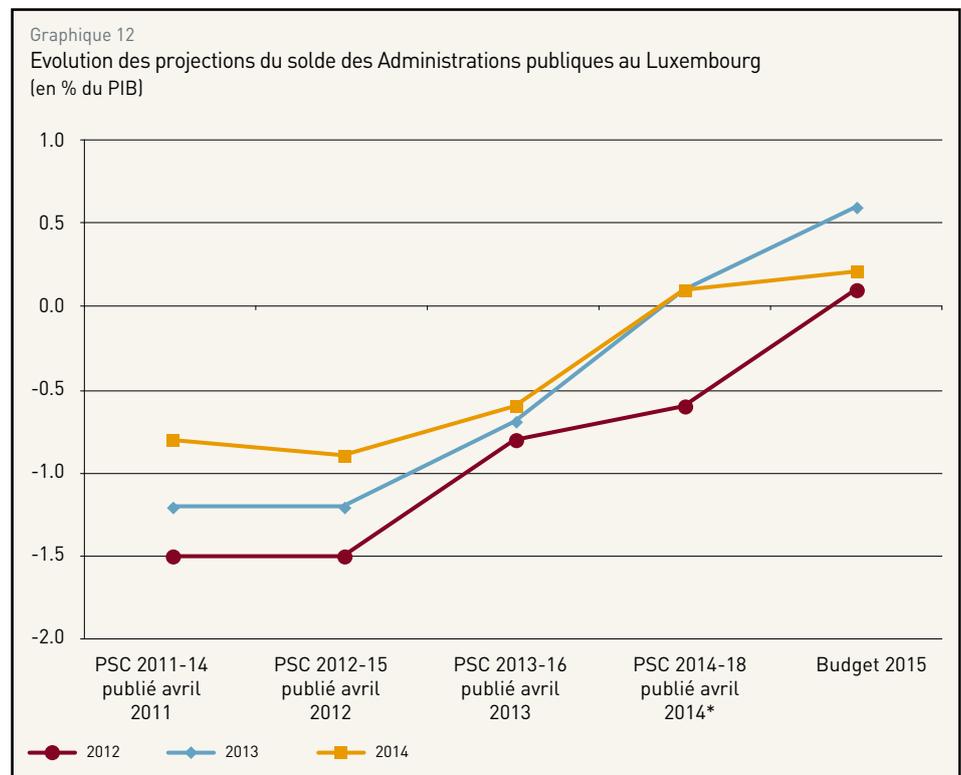
menté et des recettes de TVA, liées notamment au commerce électronique, a joué un rôle prépondérant dans l'amélioration du solde. De plus, les données du PSC d'avril 2014 étaient compilées en format SEC95 alors que celles publiées dans la notification d'octobre 2014 sont en format SEC 2010¹⁸.

Le graphique 11 illustre que, depuis 2009, les excédents réalisés par la Sécurité sociale et accessoirement par les autorités locales ont plus que compensé le déficit enregistré par l'Administration centrale.

Les surplus de la Sécurité sociale sont générés par des recettes de cotisations sociales et des transferts en provenance de l'Administration centrale d'une ampleur supérieure aux prestations sociales versées. La crise de 2009 n'a pas contribué à altérer ce schéma du fait de la résilience de la masse salariale et des transferts en provenance de l'Administration centrale qui ont continué à alimenter les caisses de la Sécurité sociale. En revanche, en ce qui concerne l'Administration centrale, la crise de 2009 a eu pour effet de voir les transferts à la Sécurité sociale maintenus à un niveau élevé (dépenses liées au chômage). De plus l'Administration centrale, dans un souci de maintenir l'activité économique, n'a pas réduit ses programmes d'investissement (à l'exception de 2013). Ces deux éléments ont donc contribué à creuser le déficit de l'Administration centrale.

18 Voir chapitre 1.3.1 concernant l'impact de la transition vers le SEC2010 pour l'année 2013.

Les déficits récurrents au niveau de l'Administration centrale constituent donc une spécificité structurelle du Luxembourg. La logique des normes européennes, dont l'analyse se base sur les soldes affichés au niveau des Administrations publiques prises dans leur ensemble, contribue ainsi à donner une image positive des finances publiques luxembourgeoises. Cette analyse ne doit cependant pas induire en erreur. Puisque les surplus dégagés par la Sécurité sociale, dont la fragilité a été mise en avant dans de nombreux avis de la BCL, servent exclusivement à alimenter le Fonds de compensation de la Sécurité sociale, destiné à financer les paiements futurs liés aux pensions et non pas à combler les déficits de l'Administration centrale, ce sont bien ces derniers qui doivent être mis en lumière, car ce sont par ailleurs eux qui alimentent l'augmentation de la dette publique luxembourgeoise.



Sources : *Projet de budget 2015, Programmes de Stabilité et de Convergence, STATEC*
Note : (*) le solde de l'année 2012 provient du STATEC.

La dette publique atteignait 23,6% du PIB à la fin de l'année 2013, soit une hausse de 2,2 p.p. du PIB par rapport au ratio observé en 2012.

Les premières données concernant l'année 2014 suggèrent un surplus au niveau des Administrations publiques avoisinant les 0,2% du PIB. Malgré la conjoncture actuelle moins propice, le point de départ des finances publiques pour l'année 2015 est donc, *ceteris paribus*, légèrement plus favorable qu'anticipé il y a quelques mois. Le graphique 12 indique que les prévisions de déficit dans les PSC successifs ont, en général, été plutôt conservatrices. Les révisions subséquentes des prévisions sont principalement dues à deux facteurs : une conjoncture plus favorable que prévue et les mesures correctrices prises en matière de politique budgétaire.

2. LES GRANDES LIGNES DU PROJET DE BUDGET 2015

2.1. LA PRÉSENTATION GLOBALE DU PROJET DE BUDGET

Le tableau 10 présente les grandes lignes du projet de budget 2015 et compare ces dernières aux projections réalisées antérieurement, à savoir celles présentées par le Comité de prévision (Comprév) au mois d'avril 2014¹⁹ et du Programme de stabilité et de convergence (PSC) du 25 avril 2014.

Tableau 10

Projet de budget pour l'année 2015 (montants aux arrondis près)

| | NOTE | ADMINISTRATION CENTRALE | | ADMINISTRATIONS PUBLIQUES | |
|--|-------------|-------------------------|-------------|---------------------------|-------------|
| | | EN MIO D'EUROS | EN % DU PIB | EN MIO D'EUROS | EN % DU PIB |
| Recettes projet de budget 2015 | 1 | 14 842 | 29,5 | 22 236 | 44,1 |
| Dépenses projet de budget 2015 | 2 | 15 658 | 31,1 | 22 311 | 44,3 |
| Solde projet de budget | 3=1-2 | -817 | -1,6 | -75 | -0,2 |
| Recettes Note Comprév avril 2014 | 4 | 14 142 | 27,5 | 21 028 | 40,9 |
| Dépenses Note Comprév avril 2014 | 5 | 15 709 | 30,5 | 21 842 | 42,5 |
| Solde Note Comprév avril 2014 | 6=4-5 | -1 567 | -3,0 | -815 | -1,6 |
| Différences entre Note Comprév avril 2014 et Projet de budget 2015 | 7=3-6 = 13 | 750 | +1,4 | 738 | +1,4 |
| Différences dues aux facteurs: | | | | | |
| Transition vers le SEC 2010 | 8 | 42 | 0,08 | 42 | 0,1 |
| Ajustement des estimations de recettes et de dépenses | 9 | 193 | 0,39 | 136 | 0,27 |
| Nouvelles mesures, dont : | | | | | |
| Paquet pour l'avenir | 10 | 146 | 0,29 | 191 | 0,38 |
| Contribution de 0,5% avenir des enfants | 11 | 119 | 0,24 | 119 | 0,24 |
| Augmentation TVA | 12 | 250 | 0,50 | 250 | 0,50 |
| | 13=8+...+12 | 750 | 1,4 | 738 | 1,4 |
| Recettes PSC | 14 | x | x | 21 409 | 41,4 |
| Dépenses PSC | 15 | x | x | 21 679 | 41,9 |
| Solde PSC | 16 = 14-15 | -1 055 | -2,0 | -270 | -0,5 |
| Différences entre PSC et Projet de budget 2015 | 17=3-16 | 238 | 0,4 | 194 | 0,3 |

Sources: *Projet de budget 2015, Note Comité de prévision 2014, PSC 2014, calculs BCL.*

19 Voir à cet effet : http://www.mf.public.lu/publications/fin_pub/note_comite_prev_090414.pdf

ASPECTS TECHNIQUES

Nous privilégions la comparaison par rapport à la note du Comité de prévision plutôt que par rapport à la 15^e actualisation du Programme de Stabilité et de Convergence (PSC) présenté par le Gouvernement le 25 avril 2014 dans la mesure où la note du Comité de prévision présentait un scénario macroéconomique et de finances publiques « à politique inchangée » et constitue ainsi une base de comparaison plus appropriée pour le projet de budget 2015. En effet, le PSC incorporait la hausse de la TVA ainsi que des « mesures additionnelles » sans que le Gouvernement n'ait toutefois spécifié la nature de ces mesures.

La différence des soldes pour l'Etat central, entre le projet de budget 2015 et la 15^e actualisation se limite aux arrondis près à 0,4% du PIB (ligne 17 du tableau 6), ce qui suggère que le projet de budget en lui-même ne contient pas beaucoup d'éléments nouveaux par rapport au PSC. D'un point de vue économique il convient néanmoins d'analyser l'ensemble des mesures décidées depuis avril de cette année.

Notons que la présentation du projet de budget incluse dans le projet de loi N°6720 diffère de la note soumise le 15 octobre par le Gouvernement à la Commission européenne (CE) dans le cadre de ses obligations liées à l'entrée en vigueur du « Two-pack²⁰ ». Si la note soumise à la CE présente correctement la comparaison du projet de loi par rapport à la 15^e actualisation, le projet de budget prétend inclure des comparaisons à cette 15^e actualisation, alors qu'il s'agit en fait de différences par rapport à la note du Comité de prévision. Ces comparaisons peuvent donc induire le lecteur en erreur.

Les estimations présentées sont celles du Gouvernement et sont conditionnelles au vote par le Parlement des trois projets de loi, à savoir les documents législatifs N°6720 (projet de budget 2015), 6721 (projet de loi relatif à la programmation budgétaire pluriannuelle) et 6722 (« Paquet pour l'avenir »). Toutefois, en fonction de l'importance des amendements et autres décisions que le Gouvernement ou le Parlement comptent introduire, il faudra adapter les estimations faites dans ces projets de loi. Cette remarque vaut en particulier pour les estimations concernant les nombreuses mesures contenues dans le « Paquet de l'avenir ».

Les recettes de l'Administration centrale pour l'année 2015 se chiffraient à 14842 millions d'euros, soit 29,5% du PIB (ligne 1 du tableau 10). Les dépenses se chiffraient quant à elles à 15658 millions d'euros, soit 31,1% du PIB. Il en résulterait un déficit en hausse de 31% et égal à 817 millions d'euros, soit 1,6% du PIB.²⁰

Par rapport à la projection présentée dans le cadre de la 15^e actualisation, le solde de l'Etat central s'améliorerait donc à concurrence de 238 millions d'euros (soit 0,4% du PIB) (ligne 17) tandis qu'on observe une amélioration de 750 millions d'euros (soit 1,4% du PIB) par rapport à la note du Comité de prévision (ligne 7), qui tablait encore sur un déficit de 1567 millions d'euros ou 3% du PIB (ligne 6).

La différence par rapport à la note du Comité de prévision s'explique par trois effets, à savoir i) un effet méthodologique à concurrence de 0,1% du PIB dû au passage au SEC2010 (ligne 8), ii) un effet résultant de la mise à jour du scénario « à politique inchangée » égal à 0,39% du PIB (ligne 9), iii) ainsi qu'un effet dû aux mesures discrétionnaires adoptées par le Gouvernement à concurrence de 1,04% du PIB (lignes 10-12).

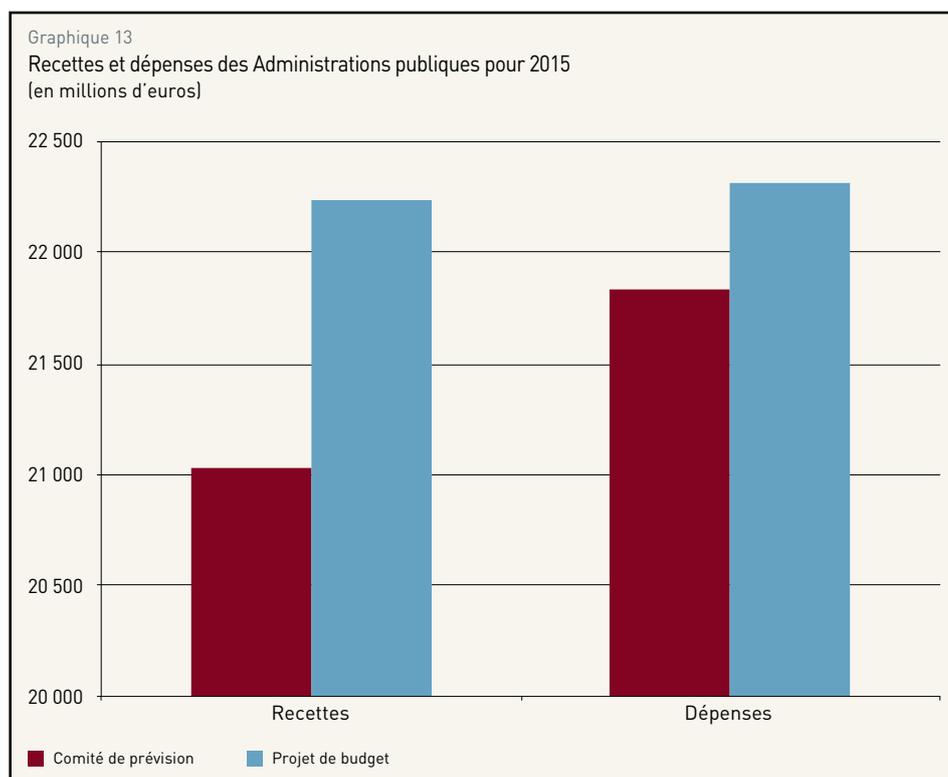
L'effet imputable au scénario « à politique inchangée » résulte des ré-estimations des recettes (0,2% du PIB), qui émanent d'une conjoncture plus favorable et des dépenses (- 0,2% du PIB).

20 Voir les règlements (UE) n° 472/2013 et (UE) n° 473/2013.

L'effet des mesures discrétionnaires du Gouvernement concerne a) le rehaussement de 2 p.p. de tous les taux de TVA à l'exception du taux super-réduit à 3% (recettes supplémentaires de l'ordre de 0,5% du PIB), b) l'introduction d'une contribution de 0,5% sur le revenu des personnes physiques (0,24% du PIB) et c) l'ensemble de mesures, principalement sur le volet des dépenses, dit « Paquet pour l'avenir » (0,29% du PIB).

En ce qui concerne l'ensemble des Administrations publiques, le déficit pour l'année 2015, encore estimé à 1,6% en avril, ne serait plus que de 0,2% du PIB selon le projet de budget. Par rapport au surplus de 0,2% du PIB projeté actuellement pour l'année 2014, il s'agirait toutefois d'une dégradation de 0,4 p.p. du PIB.

L'effort de consolidation en 2015 porte majoritairement sur les recettes (75% de l'effort de consolidation). L'ajustement des dépenses, qui, selon les intentions annoncées par le Gouvernement, devrait s'opérer à travers le « Paquet pour l'avenir », ne compte néanmoins que pour 25% dans le total des mesures de consolidation en 2015.



Sources : *Projet de budget 2015, Note du Comité de prévision 2014*

tions du Comité de prévision concernant l'année 2015, effectuées selon un scénario à politique inchangée (n'incluant donc aucune mesure de consolidation) avec les estimations de recettes et de dépenses incluses dans le Projet de Budget 2015, qui elles prennent en compte toutes les mesures proposées par le Gouvernement, on note que l'augmentation des recettes observée entre les deux jeux de projection est de plus grande ampleur que celle affichée sur les dépenses. Cela permet donc de conclure que l'effort de consolidation pour l'année 2015 portera principalement sur le versant des recettes²¹.

Ce constat n'est pas mis en cause à l'aune des mesures décidées le 28 novembre. Au contraire, la perte de 40 millions d'euros de recettes qui résulte du remplacement de la contribution par un impôt d'équilibrage budgétaire temporaire est plus que compensée par des recettes supplémentaires, mais non-récurrentes, de 90 millions d'euros en provenance d'un remboursement du budget de l'Union européenne. En conséquence, en 2015, la part de l'ajustement sur les recettes est encore plus élevée qu'estimée sur base du projet de budget. En revanche, en 2016, cette part est réduite puisque le remboursement en provenance du budget de l'Union européenne n'y figure a priori plus.

Le graphique 13 illustre la situation décrite ci-dessus. En effet, lorsque l'on compare les estima-

21 Les dépenses progressent dans le projet de budget par rapport à la note du Comité de prévision. Une partie de cette révision à la hausse est toutefois liée au changement de méthodologie et au passage du SEC95 vers le SEC2010.

Le tableau 11 présente les évolutions des recettes et des dépenses ainsi que les soldes des Administrations publiques et de l'Administration centrale telles que projetées dans le projet de budget et le programme pluriannuel.

Tableau 11

Évolutions des recettes, des dépenses et des soldes (en millions d'euros, en taux de variation annuel)

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Administration centrale | | | | | | |
| Total des recettes | 13 851 | 14 428 | 14 842 | 15 738 | 16 495 | 17 466 |
| Taux de croissance | | 4,2 | 2,9 | 6,0 | 4,8 | 5,9 |
| Total des dépenses | 14 356 | 15 051 | 15 658 | 16 272 | 16 933 | 17 583 |
| Taux de croissance | | 4,8 | 4,0 | 3,9 | 4,1 | 3,8 |
| Solde | -505 | -623 | -817 | -534 | -438 | -117 |
| Administrations publiques | | | | | | |
| Total des recettes | 20 136 | 20 955 | 22 236 | - | - | - |
| Taux de croissance | | 4,1 | 6,1 | | | |
| Total des dépenses | 19 850 | 20 859 | 22 311 | - | - | - |
| Taux de croissance | | 5,1 | 7,0 | | | |
| Solde | 286 | 92 | -75 | 309 | 516 | 904 |

Sources: *Projet de budget 2015, Note du Comité de prévision 2014, PSC 2014.*

En analysant les évolutions des recettes à moyen terme au niveau de l'Administration centrale, force est de constater que les taux de croissance des recettes prévus par le Gouvernement (outre la faible croissance prévue pour 2015 et qui trouve son origine dans la perte d'une partie substantielle des recettes de TVA) sont inférieurs aux moyennes historiques calculées, tant sur la période 2000-2013 (6,3%) que sur la période 2010-2013 (6,6%). Il semble donc que le Gouvernement ait fait preuve d'une certaine prudence dans ses projections de recettes, du moins prise dans leur ensemble.

Si, *ex post*, les recettes connaissent une dynamique plus favorable et eu égard aux facteurs d'incertitude qui persisteront dans un avenir proche, plutôt que de relâcher ses efforts, le Gouvernement en devrait impérativement profiter afin d'assainir plus rapidement les finances publiques et se créer ainsi des « marges de manœuvre » qui pourraient s'avérer utiles.

Les taux de croissance projetés des dépenses (+4% en moyenne sur la période 2015-2018) sont largement inférieurs aux moyennes historiques, tant sur la période 2000-2013 (7,3%) que sur la période s'étalant de 2010 à 2013 (5,5%). La période actuelle de faible inflation impliquant des indexations des dépenses (salaires, pensions, frais de fonctionnement) moins fréquentes que par le passé contribuera certainement au ralentissement de la progression des dépenses. Néanmoins, ces taux de croissance semblent optimistes au regard des engagements futurs du Gouvernement (dépenses récurrentes notamment en ce qui concerne les transferts sociaux, nombreuses dépenses en capital prévues...). De ce fait, il aurait été souhaitable d'adopter des hypothèses plus conservatrices lors de l'élaboration des projections de dépenses à moyen terme. Cette analyse suggère aussi que seule une mise en œuvre stricte du budget excluant tout dérapage ne pourra permettre d'atteindre cet objectif de 4%. Enfin, on ne peut qu'encourager le Gouvernement à poursuivre sur la voie des procédures récemment mises en œuvre, notamment les exercices visant à « renforcer la qualité de la dépense publique » et ceci dans le but de freiner la dynamique des dépenses et afin de pouvoir faire face aux défis futurs.

Au niveau des Administrations publiques prises dans leur ensemble, la BCL déplore le manque d'informations, au-delà de 2014, concernant les montants totaux tant des recettes que des dépenses, le Gouvernement ne publiant que les soldes (en nominal et en % du PIB). Les montants pour 2015 affichés dans le tableau 10 ont été calculés par la BCL.

Le manque de données disponibles de la part des communes est une des causes de la non-publication des montants totaux de recettes et de dépenses au niveau des Administrations publiques. Nonobstant le fait qu'il est indispensable d'obtenir les chiffres en provenance des Administrations locales de manière beaucoup plus rapide que ce n'est actuellement le cas, le Gouvernement devrait être néanmoins en mesure de procéder à certaines estimations concernant les recettes et les dépenses de ces administrations et ceci afin de lever le doute sur les soldes des Administrations publiques. La présentation du Projet de budget pluriannuel y gagnerait en transparence.

Le tableau 12, qui décrit les évolutions des recettes et des dépenses entre 2013 et 2018, indique qu'à l'horizon 2018, le déficit de l'Administration centrale serait ramené à 0,2% du PIB contre un déficit de 1,1% du PIB en 2013. Contrairement aux années récentes, le ratio des recettes reculerait, passant de 30,6% à 29,8% du PIB, soit une baisse de 0,8 p.p. du PIB. L'effort de consolidation porterait principalement sur les dépenses, dont la part dans le PIB reculerait de 31,7% à 30%, soit une baisse de 1,7 p.p. du PIB. La tendance à la hausse des recettes et des dépenses dans le PIB s'inverserait donc par rapport aux années précédentes et ce revirement serait surtout marqué sur le volet des dépenses.

Tableau 12:

Évolutions des recettes, des dépenses et des soldes de l'Administration centrale (en % du PIB)

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | DIFFÉRENCE 2013-2018 |
|----------|------|------|------|------|------|------|----------------------|
| Recettes | 30,6 | 30,2 | 29,9 | 30,0 | 29,7 | 29,8 | -0,8 |
| Dépenses | 31,7 | 31,5 | 31,5 | 31,0 | 30,5 | 30,0 | -1,7 |
| Solde | -1,1 | -1,3 | -1,6 | -1,0 | -0,8 | -0,2 | 0,9 |

Sources: *Projet de budget 2015, calculs BCL.*

Si la volonté affichée par le Gouvernement concernant la réduction des dépenses est louable, on doit toutefois mettre en exergue les efforts qui seront requis afin de traduire dans les faits la réduction du ratio des dépenses au niveau de l'Administration centrale à quelque 30% du PIB, un niveau qui n'a plus été observé depuis 2008.

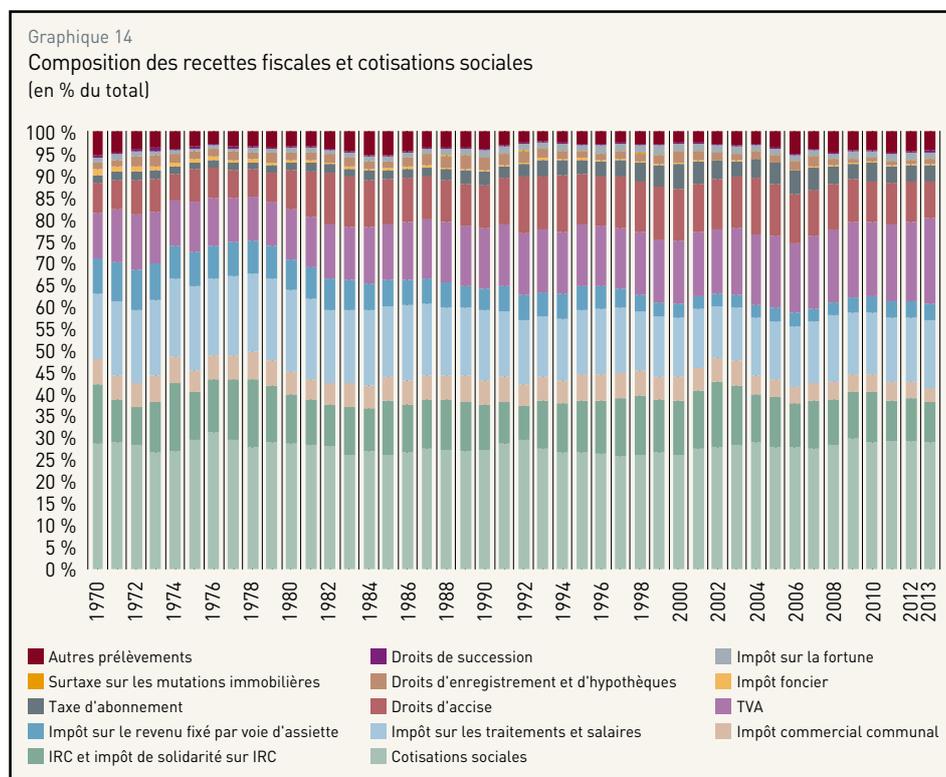
2.2. L'ANALYSE DÉTAILLÉE DES RECETTES PROVENANT DES TAXES DIRECTES ET INDIRECTES

Avant d'aborder une série de points spécifiques particulièrement importants, le graphique 14 montre la répartition des recettes et des cotisations sociales des Administrations publiques. Il s'en dégage que la part de la TVA dans les recettes fiscales et parafiscales totales a nettement progressé au cours des années récentes pour atteindre quelque 19% en 2013. Cette part est appelée à se réduire sensiblement à partir de 2015. On se doit à ce propos de signaler que la disparition graduelle des recettes de TVA liées au commerce électronique était connue depuis bien longtemps. Il est donc fort regrettable qu'une approche budgétaire tenant compte et anticipant l'effondrement prévisible de ces recettes de TVA n'ait pas été mise en œuvre par le passé. L'augmentation des taux de TVA prévue dans le budget permettra de combler une partie de la déperdition de recettes de TVA "électronique" programmée à partir de 2015.

Il convient de noter à ce propos que la déperdition des recettes de « TVA électronique » s'apparente à un transfert en faveur du reste du monde et constitue donc une source d'appauvrissement pour l'économie luxembourgeoise. Du point de vue des finances publiques, la perte de ces recettes est

partiellement compensée par d'autres mesures, par exemple une hausse des taux de TVA. D'un point de vue économique toutefois, si de telles mesures contribuent à amortir la perte des recettes liées au commerce électronique, elles ne compensent nullement l'appauvrissement précité du Luxembourg (hormis l'effet de la TVA additionnelle payée par les non-résidents). La hausse des taux de TVA n'est en effet pas une source de création de valeur ajoutée. Elle constitue davantage une opération de répartition, qui revient à transférer des ressources du secteur privé résident à l'Etat.

Le graphique indique également que les recettes de l'impôt sur les personnes physiques²² et l'impôt sur les sociétés²³ représentent respectivement 19% et 12% des recettes fiscales et parafiscales totales.



Le graphique 15 confirme l'importance des recettes fiscales pour les finances publiques. En effet, elles représentent 63% du total des recettes des Administrations publiques, suivies par les cotisations sociales dont le poids est de l'ordre de 26%. Le reste étant constitué des recettes de production marchande et non marchande (6%), des revenus de la propriété (3%) et de transferts.

La partie qui suit ne constitue pas une analyse exhaustive de toutes les recettes, mais se concentre sur des points spécifiques particulièrement importants.

2.2.1. La taxe d'abonnement

Selon le budget 2015, les recettes de la taxe d'abonnement²⁴ représentent 1,5% du PIB et 6,4% des recettes totales au sens de la législation sur la comptabilité de l'Etat (et donc pas en SEC2010). Elle constitue donc une source de revenu non négligeable.

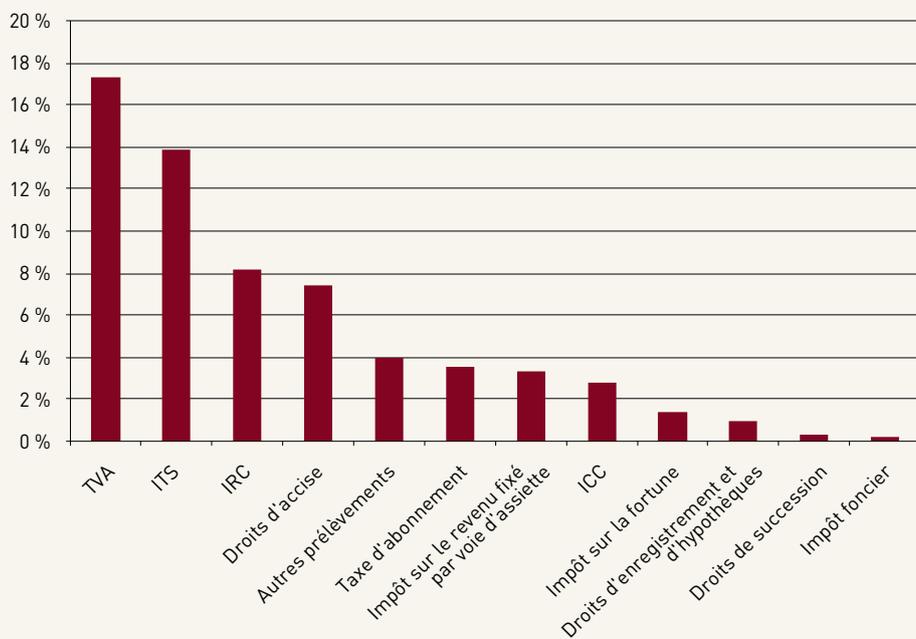
L'évolution des recettes de la taxe d'abonnement est conditionnée par quatre facteurs, à savoir i) un « effet prix » lié à l'évolution boursière, ii) un « effet volume » lié à l'évolution du volume des avoirs nets des OPC, iii) un « effet structure » et finalement iv) un effet de modification des taux.

22 Impôt sur les traitements et salaires et Impôt sur le revenu par voie d'assiette.

23 Impôt sur le revenu des collectivités, contribution de solidarité et impôt commercial communal.

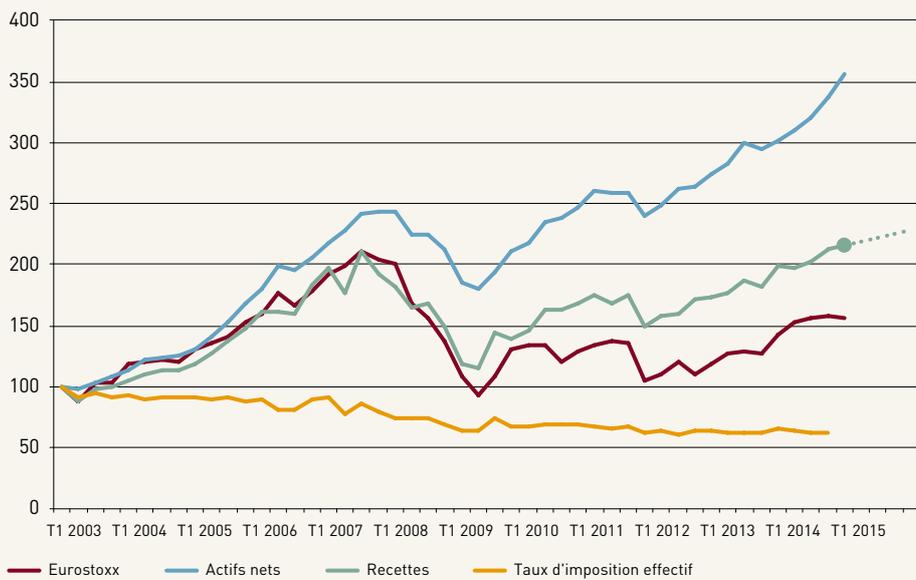
24 La taxe d'abonnement est une taxe principalement payée trimestriellement par les fonds d'investissement sur leurs actifs nets (actif moins dettes et charges). Les taux de taxation sont de 0,05% (pour les OPC) et 0,01% (pour les OPC monétaires et les fonds d'investissement spécialisés). Certains fonds sont complètement exonérés de taxe, c'est par exemple le cas des fonds investissant dans la micro-finance.

Graphique 15
Poids des différentes recettes fiscales dans le total des recettes des Administrations publiques (en %)



Sources : STATEC, calculs BCL

Graphique 16
Evolution trimestrielle des recettes de la taxe d'abonnement (indice, 2003T1=100)



Sources : Bloomberg, BCL

Comme le montre le graphique 16, la volatilité des recettes de la taxe d'abonnement est principalement conditionnée par la volatilité des marchés boursiers. Ces derniers sont difficilement prévisibles et il est par conséquent important d'adopter des hypothèses prudentes en cette matière.

En ce qui concerne l'« effet structure », aux taux d'imposition inchangés, les recettes de la taxe d'abonnement peuvent augmenter lorsque la part des avoirs nets soumis au taux d'imposition de 0,05% augmente aux dépens des parts soumis au taux d'imposition de 0,01% et 0%. Sur la base du graphique suivant, on note que le taux d'imposition effectif est en baisse tendancielle depuis 2004. En l'absence d'une modification des taux d'affiche, les « nouveaux » actifs nets sont davantage soumis au taux de 0,01% ou 0% que de 0,05%.

Les recettes déjà perçues au 30 septembre 2014 s'élèvent à 566,8 millions, soit 78% du montant prévu dans le budget 2014. Etant donné le niveau de la taxe d'abonnement en septembre et la dynamique historique des recettes au cours du dernier trimestre, le montant des recettes prévu dans le budget devrait être aisément atteint. En ce qui concerne le budget 2015, le montant de 789 millions d'euros correspond à 4 fois la recette du troisième trimestre 2014. En d'autres termes, si les marchés boursiers stagnent jusqu'à la fin de l'année 2015, on devrait atteindre ce montant²⁵.

25 Le taux de variation annuel serait alors de 3,3% pour l'année 2015. Afin d'atteindre le taux de croissance de 8,1% en 2015, la taxe d'abonnement devrait progresser en moyenne de 1,5% par trimestre. La ligne pointillée verte sur le graphique indique une trajectoire hypothétique des recettes pour atteindre ce taux de croissance.

Une telle hypothèse prudente est en effet recommandée compte tenu des dynamiques exceptionnellement favorables en 2013 et 2014.

Pour les années 2016 à 2018, les taux de croissance sont inférieurs au taux de croissance annuel moyen de la période 2003-2013. Le budget pluriannuel ne comprend aucune hypothèse de l'indice boursier pour cette période. Cette information aurait de toute évidence dû être utilisée avec prudence étant donné l'incertitude entourant l'évolution des marchés boursiers. Étant donné la forte progression des marchés boursiers au cours des années 2013 et 2014, avec à la clé des hausses exceptionnelles de la taxe d'abonnement, l'hypothèse sous-jacente au programme pluriannuel est celle d'une poursuite de cet environnement boursier très favorable.

Tableau 13

Evolution annuelle des recettes de la taxe d'abonnement

| | 2011 | 2012 | 2013C | AU 30 SEPTEMBRE 2014 | 2014B | 2015B | 2016P | 2017P | 2018P |
|---------------------------------|-------|-------|-------|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Données en base caisse (mio) | 617,9 | 612 | 691,5 | 566,8 | 730 | 789 | 833 | 885 | 943 |
| Taux de croissance annuel | 3,8% | -0,9% | 12,9% | | 5,6% | 8,1% | 5,6% | 6,2% | 6,6% |

Note: compte provisoire (c), budget (b), budget pluriannuel (p). Sources: Ministère des Finances, *Projet de budget 2015*, calculs BCL.

Sur la base du tableau 14 on constate qu'en période de chute des marchés boursiers, comme cela a été le cas en 2008 et 2009, les recettes escomptées de la taxe d'abonnement sont généralement surestimées. Si l'établissement d'une hypothèse neutre relative à l'évolution de la taxe d'abonnement est sujet à discussion, on peut toutefois s'interroger si une accélération de la croissance des recettes sur la période 2016-2018 (voir tableau 13) constitue le scénario le plus prudent. D'aucuns pourraient soulever la question de savoir si les taux de progression repris au programme pluriannuel en matière de recettes émanant de la taxe d'abonnement n'ont pas été élaborés en fonction d'un produit de cette taxe requis pour atteindre un solde recherché des finances publiques.

Cette remarque est d'autant plus importante que, selon ces propres prévisions, le solde structurel des Administrations publiques, ne serait qu'à l'OMT. Une surestimation d'un ou plusieurs postes de recettes pourrait facilement renverser cette position « fragile ».

Tableau 14

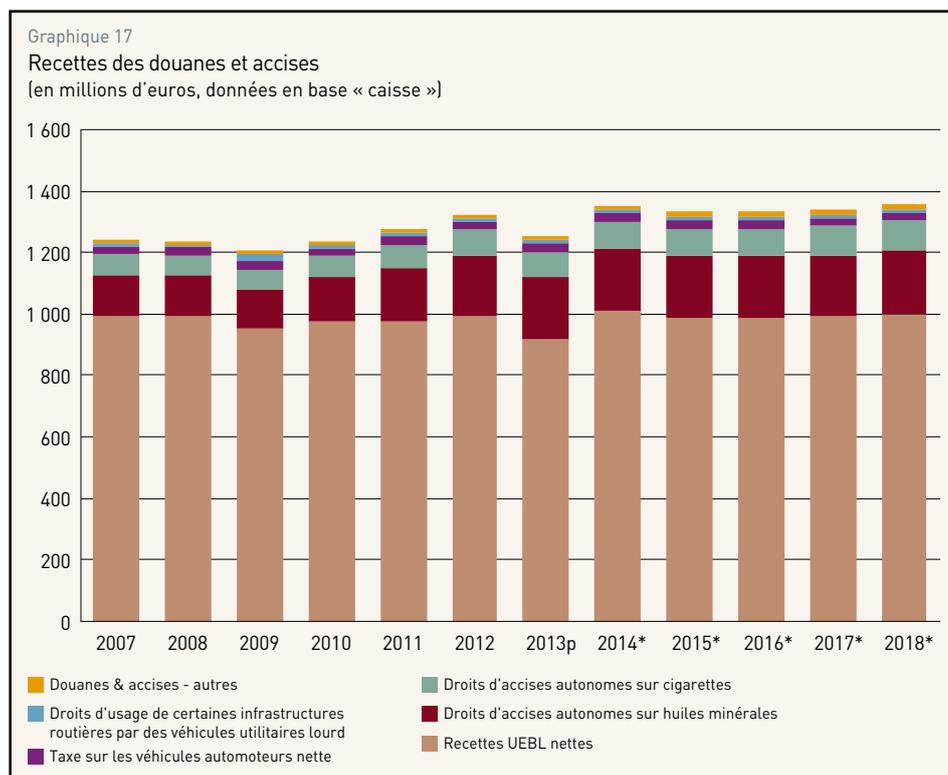
Evolution annuelle des recettes de la taxe d'abonnement réalisées et prévues dans les budgets

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|-------|
| Réalisées | 720,83 | 615,64 | 478,69 | 595,15 | 617,93 | 612,368 | 691,5 |
| Taux de croissance | | -14,6% | -22,2% | 24,3% | 3,8% | -0,9% | 12,9% |
| Budget | 550 | 700 | 650 | 550 | 630 | 630 | 600 |
| Taux de croissance | | 27,3% | -7,1% | -15,4% | 14,5% | 0,0% | -4,8% |
| % de réalisation | 131% | 88% | 74% | 108% | 98% | 97% | 115% |

Sources: Ministère des finances, *Legilux*, calculs BCL.

2.2.2. Les recettes des douanes et accises

Les recettes totales des droits d'accises représentent 8% des recettes du budget 2015 de l'Etat au sens de la législation sur la comptabilité de l'Etat et 7,1% des recettes totales des Administrations publiques.



Source : Ministère des Finances

Note : compte provisoire (c), budget (*). Taxe sur les véhicules automoteurs nette = Taxe sur les véhicules automoteurs – 40% pour le Fonds Climat – 20% pour les communes.

Sur la base du graphique suivant²⁶ il en ressort que les recettes imputables à l'Union Economique belgo-luxembourgeoise (UEBL) constituent la majorité des recettes de douanes et accises.

Les recettes budgétisées d'UEBL s'élèvent à 987 millions d'euros en 2015, soit en baisse de 2,6% par rapport au budget de 2014. En ce qui concerne, la période 2016-2018, le taux de croissance annuel moyen des recettes prévu dans le budget est de 0,5% alors que le taux de croissance annuel moyen sur la période 2007-2013 a été de 0,1%²⁷. Ces hypothèses semblent à première vue conservatrice dans la mesure où ces recettes s'inscrivent tendanciellement en hausse, sauf pour le repli observé en 2013. Pour l'année 2015, il conviendrait toutefois d'intégrer la hausse des taux de TVA dans les projections. Cette mesure, dont l'impact sur les prix sera

certainement temporisé à court terme par un abaissement des accises autonomes sur le tabac, a pour effet d'augmenter les prix de vente et de réduire ainsi le différentiel de prix avec les pays voisins. Si la hausse des prix ne pèsera probablement pas beaucoup sur les achats de produits par les ménages résidents, la réduction du différentiel de prix avec les pays limitrophes réduit néanmoins les incitations d'achats pour les frontaliers. Elle pourrait ainsi se solder par un effet négatif sur le volume des ventes et diminuer en conséquence les recettes fiscales en cette matière. L'encadré 1 suggère en effet que le différentiel de prix sur le carburant pourrait se réduire à l'avenir, ce qui pourrait entraîner une baisse des recettes sur ces droits d'accises.

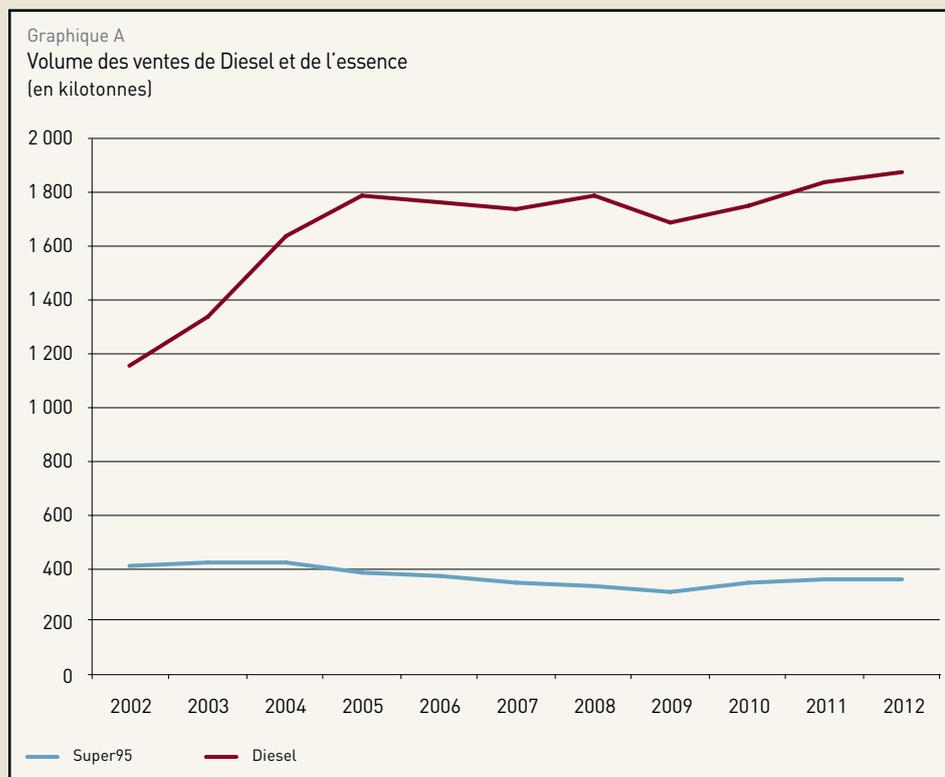
²⁶ Les recettes présentées ne tiennent pas compte de : la contribution sociale sur les carburants versée au Fonds pour l'emploi, de la contribution pour le changement climatique versé au Fonds Climat et Energie, de la part des communes (20%) et du Fonds Climat (40%) dans les recettes de la taxe sur les véhicules automoteurs.

²⁷ Ce taux est fortement influencé par les recettes de 2013. Le taux de croissance annuel moyen sur la période 2007-2012 est de 1%.

Encadré 1:

LA VULNÉRABILITÉ DES TAXES INDIRECTES LIÉES AUX VENTES DE CARBURANTS

Les recettes de droits d'accises liées aux ventes de carburants (essence et diesel) se chiffraient à 922 millions d'euros en 2013²⁸ (2% du PIB et 4,6% des recettes totales des Administrations publiques en 2013), montant qui exclut les recettes de TVA liées à ces ventes. La dynamique de ces recettes est liée au trafic routier et en particulier au transit routier, qui lui-même dépend du différentiel de prix par rapport aux pays limitrophes. Dans le cadre des projections des recettes fiscales et afin d'anticiper correctement ces dernières, il importe de prévoir dans quelle mesure ces déterminants vont changer.



Source : Commission européenne

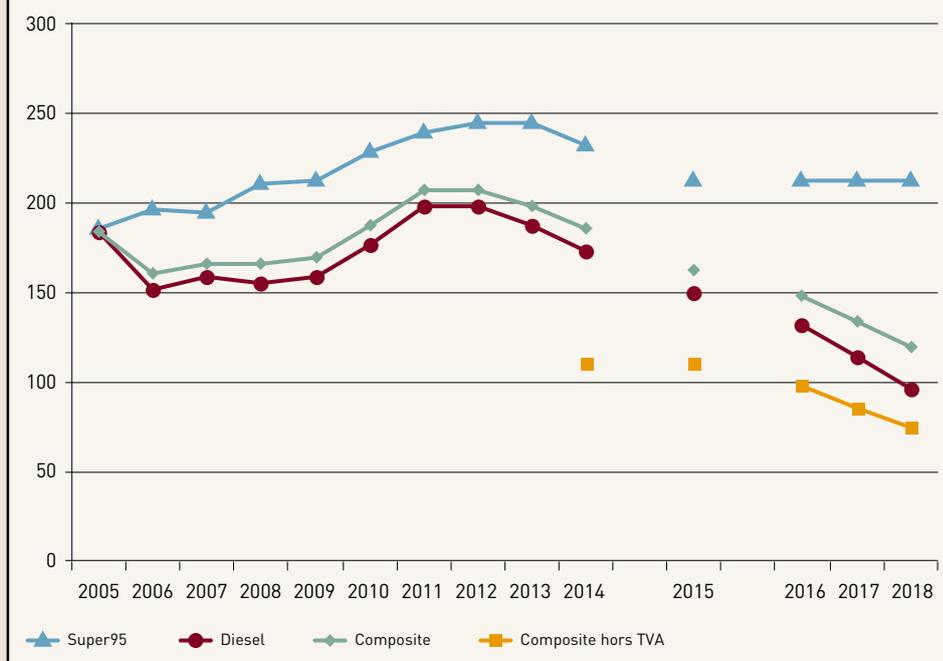
Le graphique A montre que les ventes de carburants n'ont pas été fort dynamiques ces dernières années. En effet, depuis 2005, les volumes de ventes de Diesel n'ont guère progressé et les volumes de ventes d'essence sont inférieurs à leur niveau de 2005.

Le graphique B indique les différentiels de prix entre le Luxembourg et une moyenne pondérée des prix des trois pays limitrophes. Le différentiel composite a été à son niveau maximal en 2011/2012 et il s'est réduit aussi bien en 2013 qu'en 2014. Alors que la Belgique et l'Allemagne n'ont pas adapté leurs droits d'accises pendant cette période, le Luxembourg a été amené à les relever sur le Diesel afin de converger vers les niveaux minima déterminés dans la Directive 2003/96/EC de la Commission européenne relative à l'harmonisation minimale de la taxation en matière de produits énergétiques. Le niveau des accises sur le Diesel se situe désormais légèrement au-dessus du niveau minimal fixé dans la directive. Le relèvement en 2015 du taux de la TVA sur ces produits de 15% à 17%, réduirait encore davantage ce différentiel de prix pour le ramener au niveau observé il y a cinq ans. Dans la mesure où les ventes de carburants se font principalement aux entreprises du secteur des transports, qui sont habilitées à se faire rembourser la TVA, le différentiel de prix hors TVA importe davantage et celui-ci ne changerait pas en 2015.

En 2011, la CE a publié une proposition d'amendement de la directive en vigueur. Sur base de cette proposition, le niveau minimal des accises applicable sur le Diesel devrait être ajusté à la hausse, passant d'un niveau de €330/1000l actuellement en vigueur à €380/1000l. Les trois pays limitrophes appliquent à l'heure actuelle un niveau d'accises supérieur au niveau minimal suggéré par la CE et, en conséquence, ils ne seraient pas amenés à adapter leurs droits d'accises, contrairement au Luxembourg qui devrait procéder à des ajustements à la hausse. Le différentiel de prix s'amenuiserait alors encore

28 Ce montant comprend les accises UE BL, les accises autonomes, la contribution sociale versée au fonds pour l'emploi et la contribution changement climatique versée au fonds climat et énergie.

Graphique B
Différentiels de prix²⁹ entre le Luxembourg et les trois pays limitrophes
(en euros par 1000 litres)



Source : Commission européenne

de ces considérations va dans le sens d'une continuation de la réduction des différentiels de prix, ce qui ne manquerait pas d'impacter négativement le « tourisme à la pompe ».

L'incidence totale d'un relèvement des droits d'accises sur les recettes fiscales résultera de la combinaison de l'« effet prix » - la hausse des droits d'accises, qui ferait augmenter les recettes fiscales - et de l'« effet volume » qui joue en sens inverse.

Sur cette base on peut se demander si le scénario d'une stabilisation globale de ces recettes contenu dans la programmation pluriannuelle verra le jour et si l'hypothèse d'une baisse tendancielle des recettes sur droits d'accises sur le carburant n'aurait pas été une option plus prudente.

d'avantage pour tomber nettement en-dessous des niveaux observés durant la dernière décennie. Le graphique B reprend la trajectoire d'ajustement du différentiel de prix sur base de l'hypothèse d'un ajustement linéaire des accises vers le nouveau niveau minimal d'ici 2018.

Il convient d'ajouter que le Luxembourg est régulièrement invité à réduire ces émissions de gaz à effet de serre afin d'atteindre les objectifs Europe 2020, notamment sur la base de recommandations visant une augmentation de l'imposition des produits énergétiques utilisés dans les transports³⁰. L'ensemble

29 Les indices « Super95 » et « Diesel » sont une moyenne pondérée des différentiels de prix entre le Luxembourg et les prix appliqués en Allemagne (40%), en France (20%) et en Belgique (40%). L'indice composite est une moyenne pondérée des indices Super95 (20%) et Diesel (80%).

30 Voir recommandations du 8 juillet 2014 du Conseil de l'Union Européenne concernant le programme national de réforme du Luxembourg pour 2014 et l'« Etude économique Luxembourg » de l'OCDE de décembre 2012.

Encadré 2:

LES RECETTES COMMUNES DE L'UNION ÉCONOMIQUE BELGO-LUXEMBOURGEOISE

Les articles 7 et 8 de la convention instituant l'Union économique belgo-luxembourgeoise définissent la recette commune et les frais communs administratifs. Les éléments les plus importants de ces articles sont :

Article 7 « Est considéré comme recette commune, le produit:

- a) «des droits à l'importation perçus pour le compte de l'Union européenne, mis à la disposition des Etats membres, en vertu d'une décision de cette union au titre de remboursement des frais de perception; des rétributions perçues du chef de prestations spéciales ou des interventions effectuées par les agents des douanes et accises à l'occasion d'opérations douanières; du remboursement, par les Communautés européennes, des frais de perception des droits à l'importation versés à ces Communautés au titre des ressources propres; »

Ces recettes déduction faite des remboursements sont réparties entre les deux pays, proportionnellement à la **population de leurs territoires;**

- b) « des droits d'accises communs et des taxes y assimilées (à l'exclusion des écotaxes); des rétributions perçues du chef de prestations spéciales ou des interventions effectuées par les agents des douanes et accises à l'occasion d'opérations en rapport avec les produits soumis à un droit d'accises commun et/ou des taxes y assimilées (à l'exclusion des écotaxes); des intérêts perçus en raison du paiement tardif des droits d'accises communs et/ou des taxes y assimilées (à l'exclusion des écotaxes). »

Cette composante de la recette commune est répartie **sur la base de la consommation ou de l'utilisation**, dans chacun des territoires des Parties Contractantes, des produits soumis aux droits d'accises communs et aux taxes y assimilées (à l'exclusion des écotaxes). Le Comité de Ministres sur proposition du Conseil des douanes fixe annuellement la part revenant à chaque pays. **(Années 2013 et 2014 : 78,3% pour la Belgique et 21,7% pour le Luxembourg).**

Les frais communs d'administration et de perception sont mis à charge des parties contractantes proportionnellement à la part de la recette commune revenant à chacun des partenaires de l'Union. Ces frais comprennent notamment les traitements du personnel des administrations des douanes et accises belges et luxembourgeoises, les frais d'entretien des bâtiments et des véhicules, les frais de fonctionnement du Conseil des douanes. Ils s'élèvent pour 2014 à 240,721 millions d'euros pour la Belgique et 20,804 millions d'euros pour le Luxembourg. Un décompte provisoire de la recette commune et des frais communs d'administration et de perception est établi à la fin de chaque trimestre par le Conseil des douanes, il détermine:

- a) « la part de la recette commune revenant à chacune des Hautes Parties Contractantes, déduction faite de la part des frais communs d'administration et de perception incombant à chacune d'Elles; »
b) « le montant des recettes communes effectuées par chacune des Hautes Parties Contractantes, déduction faite des frais communs d'administration et de perception exposés par chacune d'Elles. »

Le pays dont les recettes nettes visées au point b) ci-dessus dépassent la part nette visée au point a) verse à l'autre la différence entre ses recettes nettes et sa part nette³¹.

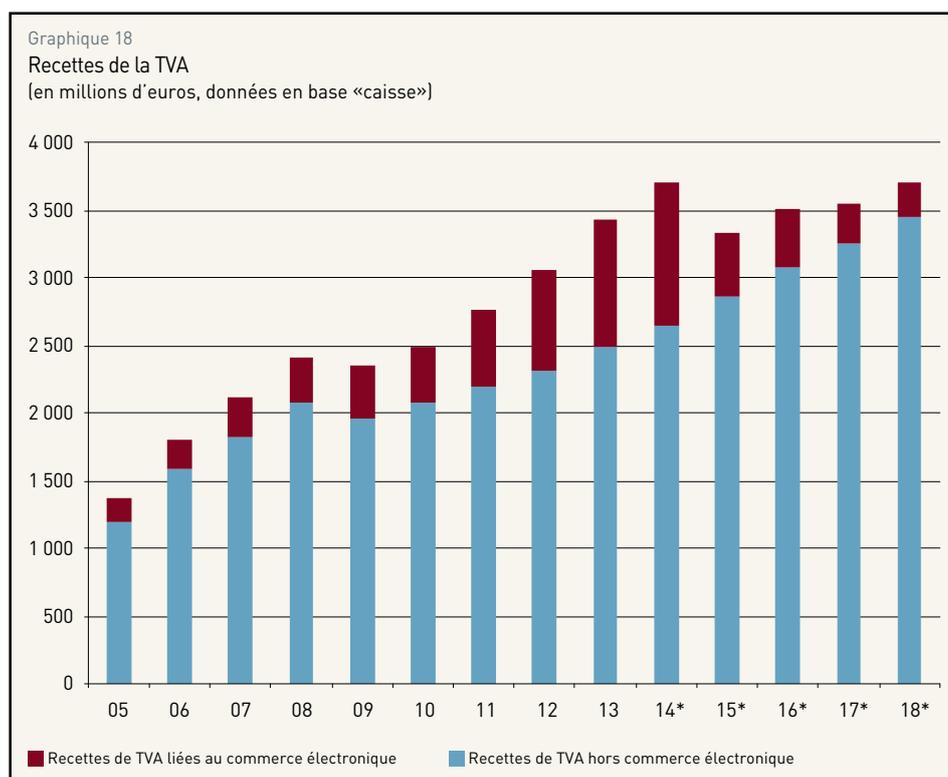
Par ailleurs, un montant destiné au financement des communes belges dont une partie des résidents sont des frontaliers, est déduit de la part luxembourgeoise et versé à la part belge. En 2014, il s'élève à 18 millions d'euros³².

31 Ainsi en 2011, 2012, 2013 le Luxembourg a fait des versements à la Belgique alors qu'en 2009 et 2010 la Belgique a payé au Luxembourg respectivement 26,6 millions d'euros et 22,1 millions d'euros.

32 Cette compensation est issue de la décision du 14 décembre 2011 qui remplace l'application de la « décision du Comité des Ministres de l'UEBL du 9 mars 1981 ».

2.2.3. Les recettes de TVA

Les recettes de TVA s'élevaient à 3485 millions d'euros en 2013, soit 7,7% du PIB et 17,3% des recettes totales des Administrations publiques.



Ces recettes ont connu une progression de 86% par rapport à l'année 2005, largement imputable au commerce électronique dont les recettes de TVA sont passées de 180 millions d'euros en 2005 à 932 millions d'euros en 2013. A la fin 2013, les recettes de TVA du commerce électronique représentaient 27,5% du total des recettes de TVA ou encore 2% du PIB.

Le graphique suivant illustre le rôle prépondérant joué par les recettes de TVA électronique dans la très forte progression affichée par les recettes totales de TVA depuis 2005. On observe également que les recettes de TVA, hors commerce électronique, enregistrent une progression bien moins dynamique sur toute la période sous revue.

Sources : Administration de l'Enregistrement et des Domaines, *Projet de budget pluriannuel 2015-2018, Calculs BCL*

Pour l'année 2014, les recettes budgétisées s'élèvent à 3716 millions d'euros, soit une hausse de 7% par rapport au compte provisoire de 2013. Ce montant semble légèrement optimiste à l'aune des recettes encaissées entre le mois de janvier et le mois de septembre 2014. En effet, à cette date, les recettes de TVA s'élevaient à 3028 millions d'euros³³, soit 71% du montant prévu au budget des recettes pour ordre budgétées, ce qui correspond à une croissance de 2,8% par rapport aux recettes de TVA encaissées à la même période de l'année 2013. Si un taux de croissance semblable était observé durant le dernier trimestre de l'année, les recettes de TVA pour 2014 s'élèveraient alors à environ 3542 millions d'euros, représentant une moins-value de l'ordre de 170 millions d'euros par rapport au montant budgétisé.

Le graphique ci-dessus illustre également l'enjeu que représente pour le Luxembourg le changement de législation au niveau européen qui interviendra en 2015. Selon les estimations de l'Administration de l'Enregistrement et des Domaines, les recettes de TVA liées au commerce électronique ne représenteraient plus que 458 millions d'euros, soit une diminution de 612 millions d'euros par rapport à 2014. En budgétisant une perte de 612 millions d'euros, l'Administration de l'Enregistrement et des Domaines a favorisé un scénario central, qui intègre le fait que les sociétés de commerce électronique resteront localisées au Luxembourg. Il est évident que la perte de recettes de TVA serait de plus grande ampleur

33 Les montants de TVA référencés s'entendent avant répartition qui s'établit comme suit: (a) recettes à titre de ressources propres à verser à l'UE, (b) contribution assise sur le RNB à verser à l'UE, (c) alimentation du fonds communal de dotation financière et (d) quote-part des recettes brutes à transférer au budget ordinaire des recettes.

dans un scénario alternatif, qui verrait ces sociétés quitter le Luxembourg. Il faut également noter qu'en 2017 et toujours en vertu du changement de législation, le Luxembourg ne pourra plus garder que 15% des recettes liées au commerce électronique, ce qui occasionnera de nouveau une perte de recettes, de l'ordre de 135 millions d'euros selon le Projet de budget pluriannuel.

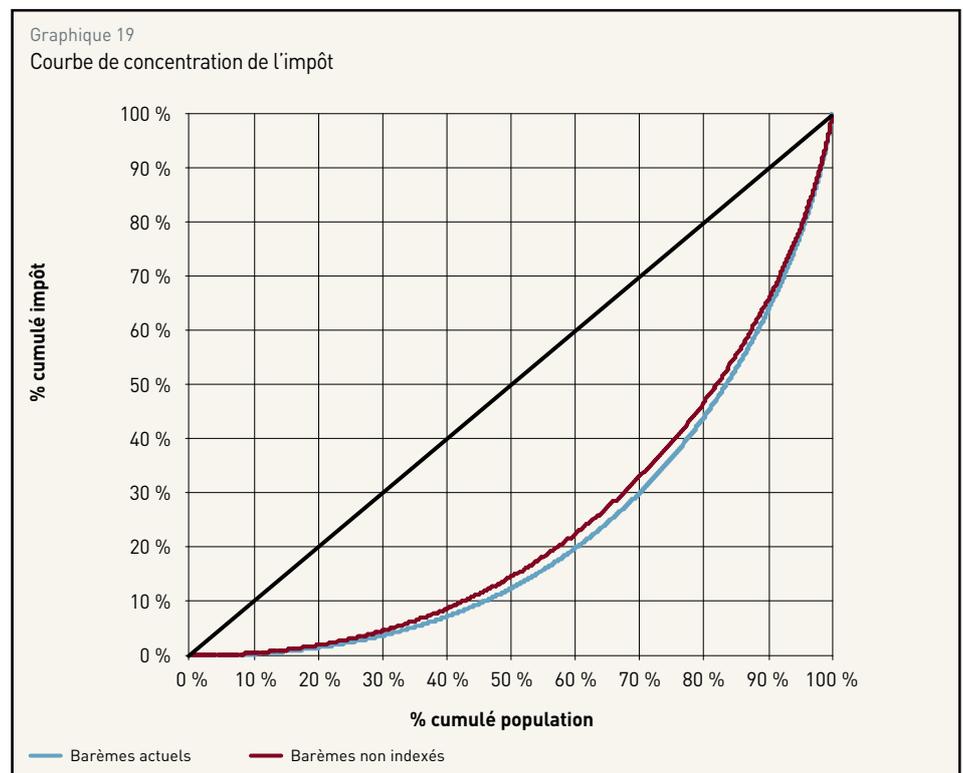
En 2019, année qui n'est pas couverte par le budget pluriannuel, le Luxembourg perdra le reliquat des recettes du commerce électronique liées à des transactions réalisées avec des non-résidents.

Si on se penche à présent sur l'évolution des recettes de TVA hors commerce électronique (les barres bleues du graphique), on observe que la hausse des recettes serait de l'ordre de 8,5% en 2015 par rapport au budget voté pour 2014. Cette hypothèse semble *a priori* acceptable si on prend en compte le fait qu'à partir de 2015, le relèvement de 2 p.p. de tous les taux de TVA à l'exception du taux super réduit de 3% engendrera des recettes de TVA supplémentaires.

Pour la période 2016-2018 et selon le Projet de budget pluriannuel, les recettes de TVA hors commerce électronique devraient augmenter à raison de respectivement 7,6%, 5,7% et 5,9%. Ces taux de croissance peuvent paraître optimistes. En effet, ces taux de croissance sont supérieurs aux moyennes historiques observées sur la période 2008-2012 et ils le sont également par rapport aux taux de croissance de la consommation privée nominale³⁴ dont la projection semble déjà assez optimiste. De plus une des inconnues concernant les futures recettes de TVA réside tant dans les comportements qu'adopteront les non-résidents en matière d'achats au Luxembourg, que dans celui des résidents concernant leurs achats à l'étranger. Ces comportements pourraient être impactés négativement par la hausse de TVA mise en œuvre en 2015 et qui aura pour effet de réduire le différentiel de prix entre le Luxembourg et les pays voisins.

2.2.4. L'impôt sur les personnes physiques et la non-indexation des barèmes

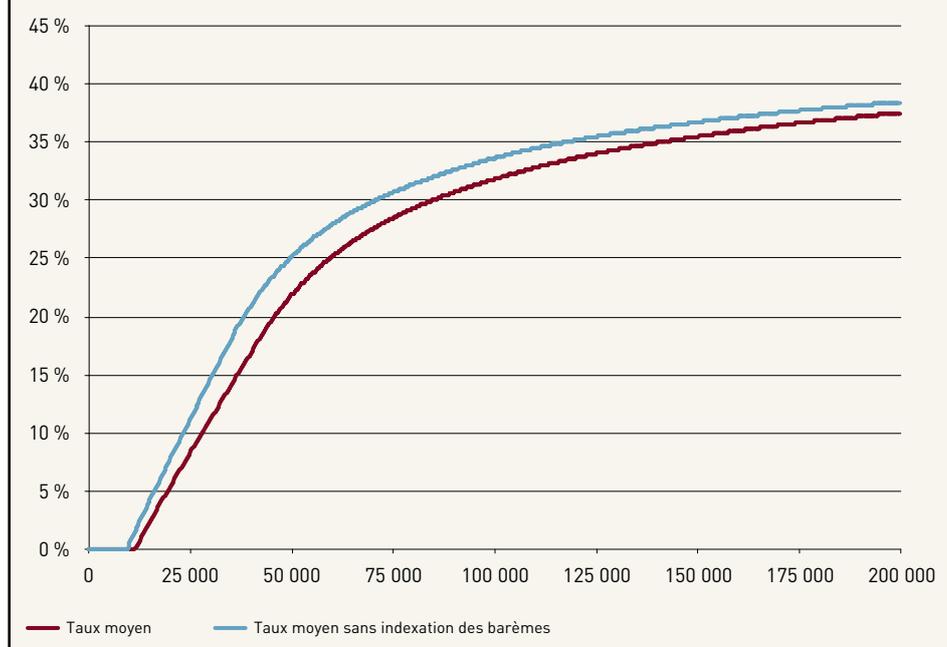
L'inflation a des incidences sur la ponction fiscale et sa répartition. Elle n'est pas neutre en la matière si les tarifs d'imposition sont progressifs et si les tranches demeurent inchangées en termes nominaux. Au Luxembourg, l'article 125 LIR relative à l'indexation des barèmes fiscaux a été abrogé



Source : BCL

³⁴ Pour les années 2016-2018, on présume un taux de croissance du déflateur de la consommation privé égale à 1,7%, donc identique à la projection de l'IPCN, tel que publié dans le Programme pluriannuel.

Graphique 20
Impact sur la "pente des taux moyens" d'une non-indexation des barèmes fiscaux
au cours d'une période de 10 ans
(Barèmes exprimés en pouvoir d'achat « pré-inflation », en euros.)



Source : BCL

nus imposables (s'ils sont indexés) vers la droite, autrement dit, ces revenus sont imposés à des taux marginaux plus élevés. Il en résulte donc une augmentation des recettes au travers de l'imposition des traitements et salaires. La BCL a réalisé une estimation de l'incidence d'une absence d'indexation des barèmes fiscaux au cours d'une période de 10 ans. Bien que sans doute surestimée, en raison notamment de la non prise en compte des dépenses fiscales³⁶ dans la simulation, la non-indexation génère alors des recettes de l'ordre de 450 millions d'euros par an³⁷.

Par ailleurs, la simulation de l'impact de l'absence d'indexation pendant une décennie permet de mettre en évidence la diminution marquée de l'effet de la progressivité et une plus faible concentration fiscale, c'est-à-dire que les impôts payés sont moins concentrés sur la population comprise entre le 2^{ème} et le 9^{ème} décile de la distribution. Le coefficient de Gini relatif à la courbe d'impôt³⁸ passe de 0,55 dans la situation « actuelle » à 0,51 après 10 ans de non-indexation.

de en 2013³⁵. Cela ne signifie par pour autant que les barèmes ne peuvent plus être indexés. Par ailleurs, lorsque l'article était dans la loi budgétaire, l'indexation des barèmes était rarement utilisée car en dessous d'une variation de 3,5 pourcent de l'indice des prix aucune obligation n'était prévue. Finalement, l'indexation des barèmes est toujours un choix politique que l'article 125 LIR soit ou non présent, tout comme cela a aussi été le cas avant l'abrogation de cet article qui ne comportait qu'une obligation pour le Gouvernement de déposer un tarif ajusté à la Chambre des Députés en cas de dépassement du seuil.

Lorsque les barèmes ne sont pas indexés, l'inflation a un effet d'accroissement « automatique » des taux d'imposition puisqu'elle déplace la distribution des reve-

35 Lorsque la moyenne de l'indice des prix à la consommation des six premiers mois d'une année accuse par rapport à la moyenne de l'indice des prix des six premiers mois de l'année précédente une variation de 3,5 pour cent au moins, le tarif de l'impôt sur le revenu des personnes physiques applicable à compter de l'année d'imposition suivante est à réviser en raison de la variation de l'indice des prix constatée. A cette fin le Gouvernement soumettra à la Chambre des Députés le projet de tarif de l'impôt dûment adapté.

36 Les dépenses fiscales peuvent être définies comme « des dispositions du droit fiscal, des réglementations ou des pratiques réduisant ou postposant l'impôt dû pour une partie restreinte des contribuables par rapport au système fiscal de référence » OECD (2010) « Tax expenditures in OECD countries ».

37 Ce montant provient de la différence entre les recettes de l'ITS de 2013 et les recettes théoriques de la simulation.

38 Le coefficient de Gini est un coefficient associé à la courbe de Lorenz. C'est un indicateur statistique compris entre 0 et 1, servant à mesurer le degré d'inégalité de la répartition d'une masse au sein d'une population statistique. Lorsque la courbe de Lorenz correspond à une « droite d'égalité », le coefficient de Gini est égal à 0 et l'égalité est totale au sein de la population. A l'inverse, lorsque l'indicateur de Gini est égal à 1, une seule personne tend à concentrer toute la richesse/le revenu. La courbe de concentration de l'impôt est une courbe de Lorenz de l'impôt représentant la répartition de la charge fiscale entre les personnes constituant la population. Il est également possible de calculer un indice de Gini associé à cette courbe de concentration de l'impôt.

L'absence d'indexation a également pour effet d'accentuer la « pente des taux moyens » pour des revenus imposables jusqu'à 50 000 euros, comme l'indique le graphique ci-dessous. L'absence d'indexation tend à renforcer ce phénomène au fil du temps. Il appartient au législateur d'opérer un arbitrage transparent entre cet effet, d'une part, et l'indiscutable rendement budgétaire de la non-indexation des barèmes d'imposition, d'autre part.

2.2.5. Les dépenses fiscales

Dans le cadre de la nouvelle gouvernance européenne, les Etats Membres doivent publier des estimations de leurs dépenses fiscales³⁹.

Le volume 3 du projet de Budget comporte ainsi pour la première fois une évaluation de ce que l'Etat considère comme dépenses fiscales. La définition d'un système de référence ou de base étant essentielle pour identifier les dépenses fiscales⁴⁰, la méthodologie ayant servi à déterminer si tels abattement ou déduction sont considérés comme dépenses fiscales est donc également présentée. Si cette publication constitue une avancée en matière de transmission d'information, elle amène plusieurs commentaires, particulièrement en ce qui concerne les impôts directs.

Premièrement, le système de référence retenu pour définir les dépenses fiscales est très large, ce qui fait que la définition d'une dépense fiscale est extrêmement réductrice. Dans ce contexte, il convient également de s'interroger sur le statut des revenus qui, d'une part, ne tombent pas sous le couvert de l'impôt progressif comme par exemple les pensions complémentaires, les stock options ou les revenus d'intérêts et, d'autre part, sont exemptés. Comme la BCL l'a déjà mentionné dans son Bulletin 2013/4⁴¹, la Belgique est un exemple à suivre en matière d'inventaire. Chaque année, une annexe au Budget des Voies et Moyens est publiée sous le nom d'« Inventaire des exonérations, abattements et réductions qui influencent les recettes de l'Etat ». Cet inventaire a pour objectif d'informer le Parlement quant au coût budgétaire des mesures fiscales, qu'elles soient considérées comme dépenses fiscales ou appartenant au système général d'impôt.

Deuxièmement, il est étonnant qu'aucune dépense fiscale relative aux personnes morales (IRC, ICC) ne se trouve dans cet inventaire. En effet, les éléments repris dans le tableau ne concernent que les personnes physiques, à l'exception de la déduction des dons et libéralités. Les bonifications d'impôt pour investissement, qui ont un impact extrêmement important⁴², et les bonifications d'impôt pour formation professionnelle continue ou en cas d'embauche de chômeurs devraient notamment apparaître dans cet inventaire.

Troisièmement, il serait également souhaitable d'établir un bilan des subsides aux entreprises. En effet, les dépenses directes comme les dépenses fiscales constituent des outils de politiques économiques et sociales. Un examen approfondi, statistiques à l'appui, des subsides et de la législation fiscale, y compris les dépenses fiscales au sens large du terme, permettrait de dégager une idée claire sur les taux d'imposition effectifs.

Quatrièmement, s'il est difficile de vérifier l'estimation de chaque dépense fiscale, il convient de noter que les dépenses fiscales en relation avec le logement sont les plus onéreuses. Sans tenir compte du coût de la déduction des primes d'assurance solde restant dû liée à la souscription d'un crédit

39 Article 14 paragraphe 2 de la Directive 2011/85/UE du Conseil du 8 novembre 2011 sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des Etats membres « Les Etats membres publient des informations détaillées concernant l'impact de leurs dépenses fiscales sur leurs recettes. » et transposé à l'article 10 paragraphe 2 de la loi du 12 juillet 2014 sur la gouvernance et la coordination des finances publiques.

40 Pour plus de détails voir l'encadré sur les dépenses fiscales dans le bulletin 2013/4.

41 Voir pages 114-122.

42 Analyse approfondie desquelles on n'échappera pas si on veut procéder à une réforme fiscale d'envergure.

hypothécaire dont le montant est inconnu⁴³, le total des dépenses fiscales relatives au logement s'élève à 461 millions d'euros (0,9 % du PIB)⁴⁴ sur un total de 786 millions d'euros⁴⁵.

Tableau 15

Estimation des dépenses fiscales pour 2015 (en millions d'euros)

| IMPÔTS DIRECTS | | PRÉVISIONS 2015 |
|--|--|-----------------|
| Abattement | Extra-professionnel | 70 |
| Abattement | En raison d'un bénéfice de cession ou de cessation | 5 |
| Abattement | Sur les plus-values de cession du patrimoine privé | 2 |
| Abattement | Forfaitaire pour charges extraordinaires | 35 |
| Abattement | Pour charges extraordinaires en raison des enfants ne faisant pas partie du ménage du contribuable et qui sont entretenus et éduqués principalement à sa charge | 34 |
| Abattement | Pour charges extraordinaires voir frais de domesticité | 6 |
| Déductibilité | Des arrrages de rentes, charges permanentes dues en vertu d'une obligation particulière et payés au conjoint divorcé | 3 |
| Déductibilité | Des cotisations d'assurances | 57 |
| Déductibilité | Intérêts débiteurs en relation avec un prêt bancaire pour financer l'acquisition d'une habitation personnelle | 43 |
| Déductibilité | Des libéralités et dons | 34 |
| Déductibilité | Des versements au titre d'un contrat individuel de prévoyance-vieillesse | 20 |
| Déductibilité | Des cotisations d'épargne logement | 19 |
| Déductibilité | Des intérêts débiteurs | 15 |
| Déductibilité | Des cotisations de sécurité sociale complémentaire | 5 |
| Déductibilité | Des cotisations payées à titre personnel en raison d'une assurance continue, volontaire ou facultative, et d'un achat de périodes en matière d'assurance maladie et d'assurance pension auprès d'un régime de sécurité sociale | 3 |
| Exemption | De la plus-value de cession de la résidence principale | 73 |
| IMPOTS INDIRECTS | | PRÉVISIONS 2015 |
| TVA taux réduit 3% | Produits alimentaires destinés à la consommation animale | 1 |
| | Chaussures et vêtements pour enfants | 2 |
| | Opérations de restauration consistant dans la fourniture d'aliments et de boissons consommés sur place | 17 |
| | Hébergement dans les lieux qu'un assujéti réserve au logement passager et de personnes et locations de camps de vacances ou de terrains aménagés pour camper | 3 |
| | Secteur financier | 4 |
| | Logement * | 174 |
| TVA taux réduit 14% | Vins de raisins frais titrant 13° au moins d'alcool, à l'exception de vins enrichis en alcool, des vins mousseux et de vins dits de liqueur | 1 |
| | Assurances | 1 |
| | Secteur financier | 5 |
| Droit d'enregistrement et de transcription | Crédit d'impôt logement (bëllegen Akt)** | 152 |
| Accises taux réduit | Gasoil (Chauffage) *** | 2 |

Note : * calculé par rapport au taux de référence nationale de 15%, ** calculé par rapport à une application du taux normal de 7% à toute la base fiscale, *** Dir. 2003/96/CE minimum = 21 €/1000l, suivant l'article 9§2 LU peut appliquer 10€/1000l

Source : Projet de budget 2015.

43 Il n'est pas indiqué si ce coût est repris dans les dépenses fiscales relatives aux cotisations d'assurance.

44 Ce montant est le total des estimations faites pour les dépenses fiscales relatives aux intérêts débiteurs pour prêt immobilier, aux cotisations épargne-logement, à la plus-value de cession de la résidence principale, au taux de TVA réduit ainsi qu'au « Bëllegen Akt ».

45 Total des estimations des dépenses fiscales des impôts directs et indirects.

Cinquièmement, s'il est en général souhaitable de faire un bilan/suivi régulier des mesures ou des programmes budgétaires, cela vaut aussi pour les dépenses fiscales. A titre d'exemple, compte tenu de l'évolution des prix de l'immobilier au cours de la dernière décennie, il serait souhaitable de vérifier si l'introduction de ces mesures a atteint ses objectifs ou si ces mesures ont engendré des externalités négatives.

En conclusion, ces premières estimations constituent un premier pas et seront d'une grande utilité dans le cadre des réflexions relatives à une réforme fiscale. Si les dépenses fiscales sont un élément de tout système fiscal, il faut néanmoins plus de transparence. Afin de ne pas falsifier le débat, les discussions ne devront pas se borner à la seule liste des dépenses fiscales reprise dans le projet de budget, car cette liste est beaucoup trop réductrice. L'ensemble des abattements et réductions d'impôt existant doit être considéré car ces derniers constituent des outils de politiques économiques et sociales tout comme les dépenses directes. Par ailleurs, comme mentionné ci-avant, une étude du système global est indispensable en période de consolidation budgétaire.

2.3. L'ANALYSE DE LA CONTRIBUTION DE 0,5%⁴⁶

Dans le cadre d'une modernisation de la politique familiale tendant notamment à promouvoir les prestations en nature par rapport aux prestations en espèces, le présent projet de loi prévoit l'introduction d'une contribution de 0,5% pour l'avenir des enfants.

Cette contribution sera prélevée sur les revenus des personnes physiques de la même manière que la contribution à l'assurance dépendance. Autrement dit, elle comporte deux volets :

- 1) les revenus professionnels et les revenus de remplacement⁴⁷. L'assiette mensuelle est réduite d'un abattement équivalent à un quart du salaire minimum⁴⁸. Il n'y a par ailleurs aucun minimum ni plafond en ce qui concerne l'assiette.
- 2) les revenus imposables ne relevant pas de la compétence du Centre commun de la sécurité sociale (CCSS) tels que les revenus du patrimoine. A l'exception des revenus exemptés par une convention internationale, tous les revenus nets positifs visés à l'article 10 et 156 de la loi modifiée concernant l'impôt sur le revenu et autres que sous 1) sont soumis à cette contribution.

La contribution pour l'avenir des enfants ne rentre pas parmi les dépenses d'exploitation, les frais d'obtention ou les dépenses spéciales prévus dans le cadre de l'impôt sur le revenu et ne réduit donc pas l'assiette de cet impôt.

Il convient également de noter qu'un règlement grand-ducal pourra « majorer les taux des différentes retenues prévues par la loi modifiée concernant l'impôt sur le revenu au titre de la contribution pour l'avenir des enfants sans que cette majoration puisse excéder 0,5% du revenu sous-jacent ». Dans ce contexte, il serait également intéressant de savoir si les pensions complémentaires visées par la loi du 8 juin 1999 y seront soumises.

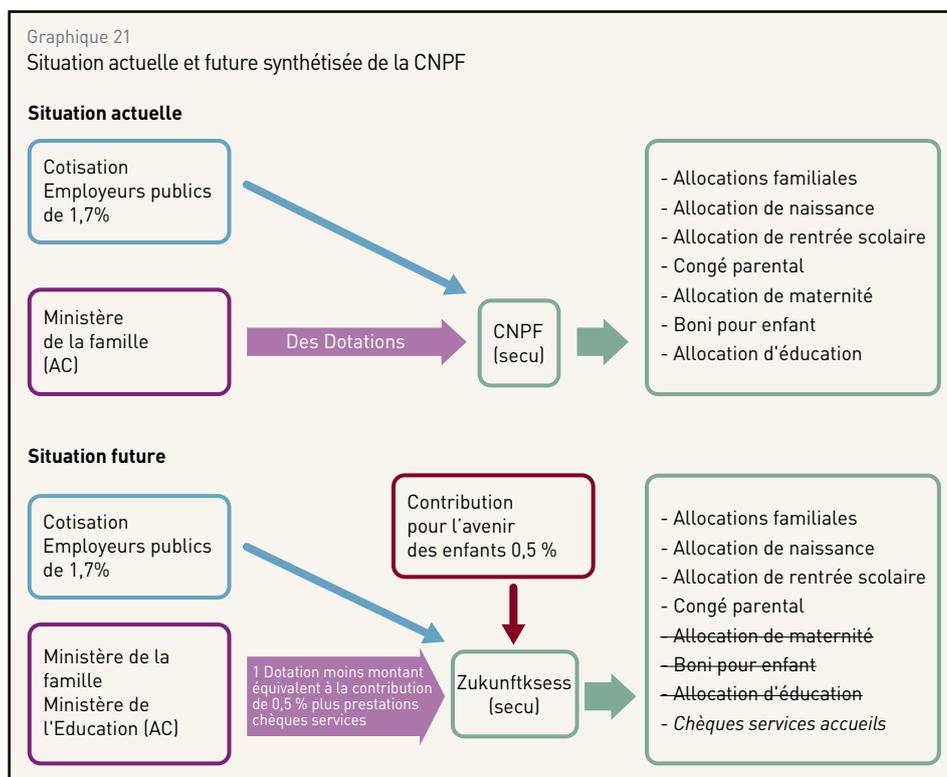
Les recettes de cette contribution seront affectées au financement de la Caisse Nationale des Prestations Familiales (CNPF) qui deviendra la Caisse pour l'avenir des enfants (« Zukunftskeess »). Une réforme de l'organisation et du fonctionnement de la CNPF est prévue. Dans ce contexte, la nouvelle Caisse sera basée sur la structure de l'établissement public actuel. Ses prestations et son financement

⁴⁶ Faute de clarté en la matière, ce chapitre ne tient pas compte des modifications proposées le 28 novembre.

⁴⁷ Les pensions d'un régime légal, l'indemnité pécuniaire de maladie, l'indemnité de chômage complet et le RMG, etc.

⁴⁸ Cet abattement est par ailleurs adapté en cas de travail partiel, d'occupations multiples ou ne couvrant pas un mois entier de calendrier.

Graphique 21
Situation actuelle et future synthétisée de la CNPF



Sources : Projet de budget 2015, BCL

seront déterminés dans une loi spéciale. Tout comme la CNPF, la Caisse pour l'avenir des enfants sera en charge de la gestion des transferts en faveur des enfants et des familles, à savoir les allocations de naissance, les allocations familiales, l'allocation de rentrée scolaire et le congé parental. Par ailleurs, elle sera également responsable des transferts relatifs à la garde d'enfants. En effet, les prestations actuelles de l'Etat en matière de « chèque service accueil » seront transférées à la Caisse. Le graphique 21 résume le changement sur base des informations disponibles dans le projet de budget 2015.

Pour 2015, la participation de l'Etat au financement de la Caisse inscrite au budget des dépenses courantes du département de la Famille est réduite du montant correspondant à la contribution

de 0,5% et augmenté du montant correspondant aux chèques services accueils. Au niveau du solde du secteur de la sécurité sociale, il n'y a donc aucun changement tandis que le solde de l'Administration centrale (et des Administrations publiques) s'améliore du montant correspondant à la contribution nouvelle.

En effet, aucune nouvelle dépense en matière de prestations en nature n'est prévue pour 2015 dans le budget du Ministère de la Famille ou de la CNPF. Seule, une augmentation des dépenses du Ministère de l'Éducation section « Enfant et jeunesse » de 56 millions est prévue. Rien n'indique cependant que cette augmentation est liée à la contribution pour l'avenir.

La pratique du « earmarking » des fonds, c'est-à-dire la décision de l'affectation de recettes à une ou plusieurs dépenses spécifiques, comporte des risques budgétaires. En général, une politique budgétaire prudente est caractérisée par une séparation claire des volets recettes et dépenses et doit comporter une évaluation de toute nouvelle mesure, tant du côté des recettes que du côté des dépenses. Ce n'est pas le cas avec la nouvelle contribution de 0,5%.

Si on ne peut que saluer les efforts du Gouvernement quant à l'examen *ex post* des dépenses existantes, il serait également souhaitable qu'il en fasse de même, *ex ante*, avec les nouvelles dépenses. Dans le cadre d'une politique budgétaire prudente, une estimation même sommaire des coûts des futures dépenses liées à la contribution est élémentaire. Il n'est pas possible de se former une opinion sur le coût y afférent, notamment les coûts des infrastructures requises et les coûts salariaux. Par conséquent, il est aussi impossible de juger si la contribution de 0,5% est suffisamment élevée pour couvrir les nouveaux services/transferts ou s'il faudra éventuellement la réajuster à la hausse dans un futur proche. La promesse de nouveaux services comporte un risque pour les dépenses futures et il incombe au Gouvernement de s'assurer que pour les prochains budgets, les nouvelles dépenses ne dépasseront

pas le montant de la contribution. Il convient également de préciser si les dépenses seront effectuées via l'Administration centrale ou via la Caisse.

Contribution de 0,5% versus Impôt de 0,5%

Le 28 novembre, le Gouvernement a décidé de transformer la « Contribution de 0,5% » en un « Impôt d'équilibrage budgétaire temporaire de 0,5% ». Le taux fixé à 0,5% resterait donc inchangé, mais, en vertu de divers ajustements, notamment l'augmentation de l'abattement jusqu'au niveau du salaire social minimum, et selon les estimations du Gouvernement, le montant escompté de la recette pour l'année 2015 se réduirait d'environ 40 millions d'euros à 80 millions d'euros.

Tableau 16

Comparaison entre la « Contribution » et de l'« Impôt d'équilibrage budgétaire temporaire »

| | CONTRIBUTION | IMPÔT D'ÉQUILIBRAGE BUDGÉTAIRE TEMPORAIRE |
|---|--|--|
| Nature juridique | Pas définie - caractéristiques d'une contribution sociale et d'un impôt | Impôt |
| Similitudes | Contribution à l'assurance dépendance et Impôt de crise | Impôt de crise |
| Recettes escomptées (en millions d'euros) | 119 | 80 (=119-39) |
| Taux (en %) | 0,5 | 0,5 |
| Assiette | Revenus professionnels et de remplacement Revenus de patrimoine | Revenus professionnels et de remplacement Revenus de patrimoine |
| Immunisation | ¼ du Salaire social minimum | Salaire social minimum |
| Exclusions | En fonction de la nature juridique Certains revenus des non-résidents | |
| Droits | Oui, si contribution sociale | Non |

Le déchet de recettes fiscales de 40 millions d'euros serait entièrement imputable à l'accroissement de l'abattement jusqu'au niveau du salaire social minimum. Ce montant relativement élevé soulève la question si cette adaptation n'est pas une approche coûteuse pour satisfaire à la revendication légitime des employés à bas salaires. Ainsi, il aurait été souhaitable de disposer d'une analyse des effets de redistribution qui résultent de cette adaptation. On peut également s'interroger si le Gouvernement ne disposait pas d'autres options, moins coûteuses, pour atteindre l'objectif souhaité mais avec des effets de redistribution plus ciblés.

La clarification du caractère juridique de la « Contribution » permet de lever plusieurs questions. Puisqu'un impôt sera introduit, il n'existera plus de lien explicite avec les améliorations de la prise en charge des enfants tel qu'initialement prévues par le Gouvernement. L'adaptation ne lève toutefois pas le voile sur le coût effectif des nouveaux services que le Gouvernement compte offrir. Au contraire, elle renforce la question qui est savoir si la recette, désormais prévue de 80 millions d'euros en 2015, suffira pour assurer le financement de ces nouveaux services ou si le Gouvernement compte tempérer ses objectifs en cette matière?

2.4. LE « PAQUET POUR L'AVENIR »

En vue d'assainir durablement les finances publiques et de moderniser les politiques publiques, un paquet d'avenir (« Zukunftspak ») a été exposé lors de la présentation du projet de budget 2015. Ce paquet ne comprend pas moins de 258 mesures touchant à la fois les recettes et les dépenses. Certaines de ces mesures sont mises en œuvre dans le projet de loi du budget 2015 tandis que d'autres font l'objet

d'un projet de loi spécifique⁴⁹ intitulé « Projet de loi relative à la mise en œuvre du paquet d'avenir – première partie (2015) ». Cependant, un nombre important de mesures ne sont pas encore contenues dans un projet de loi⁵⁰. Or, si ces dernières ne se retrouvent pas dans une loi votée d'ici le 31 décembre 2014, elles n'auront pas d'impact en 2015 et ne devraient pas être prises en compte dans le budget 2015.

Le tableau 17 reprend les différentes mesures classées par catégories pour 2015 et 2016. Cette classification a été opérée par la BCL et elle pourrait différer de celle effectuée par le Ministère des Finances⁵¹. Les mesures concernant les recettes sont moins importantes en nombre et en impact que celles concernant les dépenses. Parmi les 258 mesures, 218 concernent les dépenses et s'élèvent au total à 176 millions d'euros (0,4 % du PIB) en 2015, alors que 40 mesures concernent les recettes et s'élèvent au total à 15 millions d'euros (0,03 % du PIB).

Tableau 17

Mesures relatives aux recettes et aux dépenses (montants cumulés pour l'année 2016, en millions d'euros)

| MESURES RELATIVES AUX RECETTES | 2015 | 2016 | MESURES RELATIVES AUX DÉPENSES | 2015 | 2016 |
|--------------------------------|-------------|-------------|--|--------------|--------------|
| Impôts directs | 1,7 | 3,6 | Prestations sociales autres qu'en nature | 50,6 | 119,3 |
| Impôts indirects | 5,3 | 13,1 | Transferts sociaux en nature | 28,9 | 32,0 |
| Transferts courants | 0,5 | 0,1 | Subventions | 3,3 | 31,6 |
| Ventes | 7,6 | 15,5 | Autres transferts courants | 47,8 | 78,0 |
| Total | 15,2 | 32,3 | Rémunération des salariés | 7,8 | 9,6 |
| | | | Consommations intermédiaires | 26,6 | 38,2 |
| | | | Investissement public | 6,5 | 19,6 |
| | | | Transferts en capital | 5,0 | 5,4 |
| | | | Total | 176,5 | 333,6 |

Sources: *Projet de budget 2015, calculs BCL.*

Recettes

Les deux axes d'action principaux concernant les recettes sont :

a) Renforcement du contrôle fiscal

Le paquet pour l'avenir prévoit un renforcement en personnel de l'Administration des contributions directes ainsi que de l'Administration de l'Enregistrement et des Domaines destiné à la révision et au contrôle fiscal. Le Ministère du Développement Durable et des Infrastructures prévoit également une augmentation du contrôle des fraudes. Au total, ces mesures devraient rapporter un peu plus de 7 millions d'euros en 2015. Il n'est cependant pas indiqué si ce montant est net des frais de rémunération des nouveaux agents.

b) Taxes / redevances pour service rendu

De nouvelles taxes ou redevances vont être introduites en contrepartie de services rendus. Il s'agit par exemple de taxes pour frais administratifs découlant de demandes de renseignements relatifs à l'application de la loi fiscale et de redevance pour l'équivalence de diplôme. Certaines taxes déjà existantes seront augmentées. C'est notamment le cas de la taxe de délivrance de titres de séjour

49 Ce projet de loi est présenté dans le volume 4 du projet de budget 2015.

50 Il s'agit par exemple de nouvelles taxes dans le domaine de la sécurité alimentaire.

51 Cette classification n'est pas présente dans le projet de budget.

ou encore de la taxe sur la chasse. L'introduction d'une taxe ou redevance pour service rendu correspond à la théorie de « nouvelle gestion publique » qui tend à assimiler les usagers à des clients. Cette approche demandera indéniablement une redéfinition judicieuse du périmètre d'intervention du secteur public et de la notion de service public.

Dans ce contexte, il convient de mentionner que parmi les 258 mesures, le projet de budget prévoit le « financement de véhicules blindés par la BCL » pour 485 000 euros. Outre le fait qu'il s'agit d'un seul véhicule et non de plusieurs, il est à relever que tant du côté des recettes que du côté des dépenses, aucune ligne du budget ne fait précisément référence à cet achat. Si cet achat ne devait pas transiter par le budget, il faudrait alors s'interroger comment l'Etat pourra en devenir propriétaire; et si la BCL en était propriétaire, la question de la définition du périmètre d'intervention du secteur public et de la notion de service public se poserait avec acuité.

Dépenses

Du côté des dépenses, les mesures touchent principalement des prestations sociales en nature et en espèces (modernisation de l'assurance dépendance, réforme des allocations familiales et du boni pour enfant, suppression de l'allocation de maternité et de l'allocation d'éducation, révision des aides aux entreprises).

Parmi ces mesures, il est possible de distinguer plusieurs types de dépenses. Tout d'abord en ce qui concerne les dépenses courantes et d'investissement, la plupart des mesures relèvent du champ des dépenses courantes, ce qui est a priori conforme aux objectifs du Gouvernement de dépenser de manière plus efficace, sans entraver le potentiel de croissance. Le « Paquet pour l'avenir » comporte par conséquent peu de réductions des dépenses d'investissement.

Ensuite, concernant le caractère récurrent et non-récurrent de certaines dépenses, il convient de relever le caractère pour le moins ambigu des « économies » suggérées par cet ensemble de mesures. Lorsque le Gouvernement propose de réduire ou d'abolir une dépense existante et récurrente, par exemple le trimestre de faveur des fonctionnaires, alors il s'agit bien d'une réduction effective des dépenses et donc d'une économie réelle. En revanche, lorsque le Gouvernement propose de ne pas effectuer à l'avenir une dépense qui n'est pas encore obligatoire selon la législation actuelle⁵² ou lorsqu'il transfère des dépenses de l'Administration centrale vers les Administrations locales, alors cette « réduction de dépense » ne constitue nullement une économie réelle. Un exemple illustratif est la suppression de la prise en charge par l'Etat des majorations biennales des fonctionnaires du secrétariat et de la recette communale. Cette dépense ne disparaît pas mais est juste transférée aux communes. Par ailleurs, si le Gouvernement tient compte des économies sur les loyers de la cité policière, il n'a pourtant pas comptabilisé les dépenses d'acquisition de cet immeuble. De plus, une dotation budgétaire inférieure à la revendication ministérielle lors de l'établissement du budget ne constitue pas une économie réelle.

Sur la base de ces éléments, on peut s'interroger quant au caractère plausible des estimations pluriannuelles relatives aux dépenses de l'Administration centrale. Ce doute porte tant sur l'estimation des « économies » que sur leur caractère durable. En effet, tant que les mesures n'ont qu'un caractère temporaire, elles n'auront pas un effet structurel à la baisse sur les dépenses de l'Etat. La problématique de la réduction permanente des dépenses n'est que reportée à une date ultérieure.

52 Il s'agit par exemple de la limitation des mesures à niveau de deux hôpitaux.

En ce qui concerne la liste des 258 mesures résultant de l'examen des dépenses, il aurait été souhaitable, dans un souci de transparence, de publier le rapport entier de cet exercice qui dressait un inventaire de 500 mesures. Cet exercice unique ne générera donc pas de nouvelles économies à l'avenir, à moins que le Gouvernement compte mettre en œuvre ultérieurement la liste des autres 242 mesures.

Si l'objectif de ce paquet est louable, il est cependant regrettable que le Gouvernement ne se soit pas montré plus ambitieux. Afin de contenir la progression structurelle des dépenses, il sera difficile de faire l'impasse sur les postes de dépenses qui importent relativement plus et/ou qui connaissent une croissance particulièrement dynamique, à savoir les dépenses liées aux pensions et aux soins de santé.

2.5. LES RECETTES EN PROVENANCE DES PARTICIPATIONS DE L'ÉTAT

Les recettes en provenance des participations de l'État dans le capital de sociétés anonymes fluctuent de manière importante au fil du temps. Ceci explique les écarts entre estimations et réalisations.

Il apparaît à la lecture du tableau ci-dessous que les dividendes ont été généralement estimés de façon plutôt conservatrice. En ce qui concerne l'année 2015, le projet de budget 2015 prévoit 126 millions d'euros de dividende, soit une légère diminution par rapport aux quatre années précédentes.

Tableau 18

Participation dans le bénéfice de sociétés privées (en millions d'euros)

| | BUDGET | COMPTE | COMPTE (EN % DU PIB) |
|-------|--------|--------|----------------------|
| 2011 | 58 | 205 | 0,5% |
| 2012 | 100 | 169 | 0,4% |
| 2013 | 140 | 135 | 0,3% |
| 2014* | 150 | - | - |
| 2015* | 126 | - | - |
| 2016* | 120 | - | - |
| 2017* | 125 | - | - |
| 2018* | 130 | - | - |

Source: *Projet de budget 2015.*

Note : * *provisoire.*

Le tableau 19 présente la répartition des dividendes pour l'année 2013. BGL BNP Paribas totalise la moitié des dividendes à elle seule. BGL BNP Paribas, SES Global, Arcelor- Mittal et BNP Paribas comptent pour 90% de ces dividendes. En vertu du principe de transparence, il serait souhaitable que la répartition des dividendes soit également publiée dans le projet de budget de l'État, comme ce fut le cas auparavant, par exemple dans le budget 2012.

Tableau 19

Répartition de la participation dans le bénéfice

| | 2012 | | 2013 | |
|--------------------------|---------------------|---------------|---------------------|---------------|
| | EN MILLIONS D'EUROS | EN % DU TOTAL | EN MILLIONS D'EUROS | EN % DU TOTAL |
| Bénéfice P&T | 30,0 | 12% | 23,0 | 11% |
| Bénéfice BCEE | 30,0 | 12% | 40,0 | 19% |
| Bénéfice ILR | 0,0 | 0% | 3,3 | 2% |
| Dividendes S.A. | 169,3 | 69% | 135,4 | 65% |
| BGL BNP PARIBAS | 85,3 | 35% | 64,5 | 31% |
| SES GLOBAL | 27,0 | 11% | 29,8 | 14% |
| ARCELOR MITTAL | 23,0 | 9% | 5,9 | 3% |
| BNP PARIBAS | 17,2 | 7% | 19,3 | 9% |
| ENOVOS | 12,3 | 5% | 12,5 | 6% |
| APERAM | 1,2 | 0% | 0,0 | 0% |
| PAUL WURTH | 0,9 | 0% | 0,9 | 0% |
| SEO | 0,8 | 0% | 0,8 | 0% |
| CREOS | 0,7 | 0% | 0,7 | 0% |
| BOURSE DE Luxembourg | 0,6 | 0% | 0,6 | 0% |
| SOCIETE DE L'AEROPORT | 0,4 | 0% | 0,4 | 0% |
| SOC.PORT FLUVIAL MERTERT | 0,0 | 0% | 0,0 | 0% |
| Total | 246,1 | 100% | 209,3 | 100% |

Une réflexion générale, aussi bien économique qu'institutionnelle est de mise en ce qui concerne la politique et la gestion des participations de l'État (y compris les participations détenues par les établissements publics financiers ou autres), qui constituent un élément important du patrimoine financier public. Il va sans dire qu'une telle réflexion devrait s'opérer avec le souci de l'intérêt général à moyen et à long terme, en prenant en compte l'intérêt des sociétés concernées et non pas des intérêts particuliers. Il convient en outre d'éviter toute éventualité de conflits d'intérêt.

2.6. LE FONDS SOUVERAIN

Le projet de loi propose un fonds souverain luxembourgeois d'épargne intergénérationnelle.

La taille du fonds

Ce fonds sera alimenté « à concurrence d'au moins 50 millions d'euros par an dont 25 millions d'euros provenant de la TVA sur le commerce électronique et la partie résiduelle provenant des accises sur le carburant ». Ce montant de 50 millions d'euros sera ajusté pour tenir compte des variations de l'indice des prix à la consommation nationale (IPCN). Il est également prévu « d'affecter au budget de l'État au maximum 50% des revenus dégagés par les avoirs du Fonds au cours de l'exercice précédent », et ce « au plus tôt vingt ans après la date de constitution du Fonds, ou lorsque les avoirs du Fonds dépassent 1000 millions d'euros ».

De prime abord, le montant cible d'un milliard d'euros disponible dans vingt ans semble très limité, aussi bien en valeur qu'en pourcentage du PIB (tableau 20) par rapport à d'autres fonds souverains existants (tableau 21).

Tableau 20

Estimation de la taille du Fonds souverain dans les 20 ans (en millions d'euros)

| | ANNÉE | | | | |
|--|-------|------|------|------|------|
| | 1 | 5 | 10 | 15 | 20 |
| Portefeuille en début d'année | 0 | 223 | 580 | 1046 | 1648 |
| Apport prévu dans le Projet de budget 2015 | 50 | 53 | 58 | 63 | 69 |
| Portefeuille en fin d'année | 51 | 287 | 664 | 1155 | 1787 |
| Fonds souverain en fin d'année (% du PIB) | 0,1% | 0,5% | 0,9% | 1,3% | 1,6% |

Sources: BCL, *Projet de budget 2015*, *Rapport Annuel 2013 du Fonds de Compensation*. Notes: le retour sur portefeuille est estimé à 4,2% (moyenne de 2005 à 2013 des taux de rendement du Fonds de Compensation) et l'inflation à 1,7%, conformément aux hypothèses de la Programmation pluriannuelle.

Tableau 21

Principaux fonds souverains

| PAYS | NOM DU FONDS | ANNÉE DE CRÉATION | ACTIFS EN MILLIARDS DE DOLLARS U. S. (1) | ACTIFS EN % DU PIB DU PAYS DÉTENTEUR (2013) | PRINCIPAUX MODES DE FINANCEMENT |
|---------------------|--|-------------------|--|---|--|
| Norvège | Government Pension Fund - Global | 1990 | 893 | 174% | Vente licences et taxes pétrole |
| Emirats arabes Unis | Abu Dhabi Investment Authority | 1976 | 773 | 192% | Recettes pétrole |
| Chine | China Investment Corporation | 2007 | 653 | 7% | Transfert de réserves de change |
| Koweït | Kuwait Investment Authority | 1953 | 548 | 299% | Recettes pétrole |
| Singapour | Government of Singapore Investment Corporation | 1981 | 320 | 116% | Excédent balance des paiements et budget |
| Qatar | Qatar Investment Authority | 2005 | 170 | 84% | Recettes gaz et pétrole |

Source: *Sovereign Wealth Fund Institute*

L'objectif et la restriction d'utilisation du fonds

Le Fonds souverain luxembourgeois a comme objectif de gestion patrimoniale de « contribuer au bien-être des générations futures », ce qui est bien vague.

À plusieurs égards, il importe de déterminer l'objectif du Fonds ce qui permettrait une visibilité plus nette et éviterait toute confusion et amalgame avec d'autres objectifs (soutien aux entreprises domestiques, participations stratégiques, etc.).

Par exemple, la création d'un fonds souverain pourrait se justifier au regard des coûts du vieillissement de la population et du paiement des pensions, le Fonds de Compensation ne permettant pas à lui seul le financement des pensions à très long terme. Si cet objectif était retenu, la taille du fonds ne permettrait de générer qu'environ 0,1% du PIB par an, ce qui ne suffira pas à surmonter le problème. En effet, selon le « 2012 Ageing Report » publié par la Commission Européenne, le coût additionnel engendré par le paiement des pensions est estimé à 5,5 points de PIB en 2035 par rapport à 2015, ce qui est très largement au-dessus de la taille du fonds.

De plus, fixer des objectifs clairs permettrait de dresser un cadre sans ambiguïtés pour la gestion du fonds⁵³.

Afin d'assurer une gouvernance adéquate et une gestion professionnelle de ce fonds, le Gouvernement pourrait s'inspirer des pratiques en vigueur concernant la gouvernance du Fonds de compensation ou du Fonds souverain norvégien. En tout cas, il s'agit d'éviter la mise en place d'une usine à gaz compliquée et coûteuse.

Une gestion active du fonds, qui consisterait à maximiser le rendement pour une prise de risque qu'il conviendrait à déterminer, serait à privilégier. Une telle gestion ne serait donc guère différente de la politique d'investissement qui prévaut pour la gestion du Fonds de compensation.

Le fonds souverain devrait inéluctablement investir à l'étranger dans le but de diversifier les risques sous-jacents. Ainsi, les revenus générés par le fonds souverain pourraient pleinement répondre aux exigences concernant la mise à disposition des ressources lorsque l'économie domestique risque précisément de ne plus générer les recettes fiscales visées.

Si on ne peut que saluer l'initiative du Gouvernement d'adopter une vue de long terme, il convient toutefois de s'interroger davantage sur cette initiative. Le volet pluriannuel du projet de budget 2015 prévoit en effet la reconduction des emprunts obligataires venant à échéance au cours de cette période. Si le différentiel de rendement est favorable – c'est-à-dire si le rendement du fonds souverain est supérieur au coût d'émission de la dette – une telle opération sera bénéfique. Toutefois, le cas contraire est également envisageable. Ainsi, il pourrait être préférable d'affecter les fonds destinés au fonds souverain comme d'autres recettes non-récurrentes ou qui risquent de tarir au remboursement de la dette afin d'abaisser celle-ci à ses niveaux de 2007, ce qui constituerait également un service rendu aux générations futures.

L'alimentation du fonds

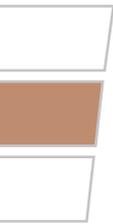
En vertu du projet du Gouvernement, le Fonds serait alimenté « à concurrence d'au moins 50 millions d'euros par an dont 25 millions d'euros provenant de la TVA sur le commerce électronique et la partie résiduelle provenant des accises sur le carburant ». Néanmoins, d'autres sources de financement pourraient utilement être explorées.

Tout d'abord, certains piliers du modèle luxembourgeois fortement générateurs de recettes fiscales sont voués à décliner (accises sur vente de carburant et de tabac) à l'instar de la manne pétrolière en Norvège. Un principe de prudence élémentaire voudrait de préparer la politique budgétaire à cette phase, en affectant ces recettes à une structure comme le fonds souverain.

Le remboursement par la Commission européenne de 90 millions d'euros en provenance du budget européen est une recette inattendue et *a priori* non récurrente. Cette somme pourrait également alimenter le fonds souverain.

Les dividendes des actifs financiers actuels de l'État (voir sous 2.5) tout comme les produits des cessions éventuelles de participations pourraient constituer des sources de financement additionnelles.

⁵³ Voir à cet effet aussi l'encadré « Mise en place de fonds de réserve au niveau des Administrations locales luxembourgeoises » publié aux pages du bulletin 2012/2 de la BCL.



L'impact sur les soldes des Administrations publiques

Le fonds souverain devrait être *a priori* classé dans le secteur des Administrations publiques (S.13) et plus précisément dans le sous-secteur de l'Administration centrale. Le traitement comptable du fonds souverain dans le SEC2010 sera donc similaire à celui réservé aux fonds spéciaux actuels. Pour le calcul du solde des Administrations publiques, les opérations de ces derniers seront consolidées avec celles des autres entités appartenant aux sous-secteurs des Administrations publiques avec comme conséquence que les "dotations" au fonds en provenance de l'Etat central n'auront aucun impact sur le solde des Administrations publiques. Dans la mesure où le fonds n'effectuera pas de dépenses pendant les 20 premières années, les versements au fonds constituent donc une forme d'épargne et ils amélioreront le solde des Administrations publiques.

Après la période de constitution de 20 ans, le fonds pourra effectuer des versements au Budget de l'Etat. Dans la mesure où l'Etat dépensera ces versements en provenance du fonds souverain, ces dépenses seront comptabilisées dans les dépenses et affecteront négativement le solde des Administrations Publiques.

Au-delà d'une gestion active des ressources accumulées, la différence principale entre le fonds souverain et les fonds spéciaux réside dans le fait que les dotations seront bloquées pendant une période de 20 ans. Durant les deux décennies passées, le Luxembourg a su engranger d'importantes recettes fiscales grâce au développement de certaines sources spécifiques telles que la vente de carburant, la TVA sur le commerce électronique et les recettes en provenance du secteur financier. Ces recettes fiscales ont pu en partie être affectées aux fonds spéciaux et ont constitué une forme d'épargne dans la logique de la comptabilité publique luxembourgeoise. Mais cette épargne ainsi constituée a été largement dépensée au cours des dernières années. En effet, au 31 décembre 2013, les avoirs nets des fonds spéciaux ne s'élevaient plus qu'à 1,669 milliards d'euros, soit quelque 3% du PIB, contre 2,6 milliards d'euros en 2000, soit plus de 10% du PIB de 2000.

Conclusion

En l'absence d'objectif clairement spécifié, il est difficile d'émettre un avis circonstancié en matière de création d'un fonds souverain. Si l'initiative est *a priori* louable, les montants paraissent cependant limités, surtout en comparaison avec d'autres fonds souverains et sa finalité semble donc restreinte.

2.7. L'IMPACT MACROÉCONOMIQUE DU PROJET DE BUDGET

Dans cette partie la BCL estime l'effet de certaines mesures prises par le Gouvernement sur la croissance (PIB réel) et l'inflation (prix à la consommation). Pour ce faire, nous utilisons des élasticités calculées à partir du modèle macroéconométrique développé par la BCL. Le tableau 22 détaille les mesures identifiées exprimées en pourcentage du PIB.

Tableau 22

Nouvelles mesures du Gouvernement pour 2015 et 2016 (en % du PIB)

| | 2015 | 2016 | 2017 |
|---|------|------|------|
| Diminution des transferts sociaux | 0,2 | 0,1 | - |
| « Paquet pour l'avenir » hors diminution des transferts sociaux | 0,2 | 0,2 | - |
| Augmentation de taxes indirectes (TVA) | 0,5 | 0,2 | - |
| Augmentation des impôts directs ("Contribution de 0,5%") | 0,2 | 0,0 | - |
| Total | 1,1 | 0,5 | - |

Considérant son impact sur les prestations en nature, le « Paquet d'avenir » et la diminution des transferts sociaux peuvent être assimilés, dans le court terme, à une diminution de la consommation publique (-0,4% du PIB en 2015 et -0,3% en 2016). L'augmentation de la TVA et des impôts directs sont traitées séparément. Le tableau 23 présente l'effet cumulé des différentes mesures sur le PIB et l'inflation. En l'absence d'informations en cette matière, nous partons de l'hypothèse qu'aucune mesure additionnelle n'est prise en 2017. Ainsi, les impacts observés pour cette année correspondent uniquement aux effets différés des mesures prises en 2015 et 2016.

Tableau 23

Effets cumulés des mesures sur le PIB et sur l'inflation (différences en % par rapport au scénario sans mesures)

| | PIB | | | PRIX À LA CONSOMMATION | | |
|---|-------|-------|-------|------------------------|------|------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2015 | 2016 | 2017 |
| Diminution de la consommation publique (transferts + « Paquet d'avenir ») | -0,06 | -0,21 | -0,31 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Augmentation de taxes indirectes (TVA) | -0,08 | -0,13 | -0,15 | 0,92 | 1,21 | 1,11 |
| Augmentation des impôts directs ("Paquet pour l'avenir") | 0,00 | -0,02 | -0,02 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Total | -0,14 | -0,35 | -0,48 | 0,92 | 1,21 | 1,11 |

L'effet mécanique sur la croissance du PIB réel serait limité et revue à la baisse de 0,14 p.p. en 2015, de 0,21 p.p. supplémentaires en 2016 et de 0,13 p.p. en 2017. Après trois ans, l'effet total serait donc de -0,48 p.p., ce qui suggère un multiplicateur de 0,3 (= 0,48/1,6). La taille de ce multiplicateur est relativement faible, mais guère surprenante pour une très petite économie ouverte dont la croissance est tirée par les exportations et les facteurs de production sont largement importés. L'augmentation des impôts directs réduit le revenu disponible des ménages et donc la consommation privée. L'augmentation des taxes indirectes induit quant à elle une augmentation des prix qui réduit également la consommation privée. Cependant, l'impact de ces mesures sur le PIB est fortement atténué, car une partie importante de la consommation privée est composée d'importations⁵⁴. L'effet de la diminution de la consommation publique est plus important, même s'il est aussi partiellement compensé par une diminution des importations. Au niveau des prix, seule l'augmentation de la TVA aurait un effet notable. L'impact serait assez fort en 2015 (+0,92 p.p.) avant de connaître un net ralentissement en 2016 (+0,29 p.p.). L'effet total après trois ans serait de +1,11 p.p. Selon le modèle, l'effet de l'interaction des différentes mesures s'avère être négligeable.

Il est important de garder à l'esprit les limitations et la nature mécanique de cet exercice. Si à court terme il dégage un impact négatif sur le PIB, cet impact est limité et est largement compensé à moyen et long

⁵⁴ Selon les tableaux entrées-sorties publiés par le Statec, le contenu en importations de la consommation privée est de 48%, ce qui très élevé dans une comparaison internationale.



terme par les effets directs et indirects sur le potentiel de croissance liés à l'assainissement des finances publiques. Premièrement, le retour vers une politique budgétaire soutenable permettra de réduire la dépendance sur certaines recettes dont le caractère durable est incertain. Il en résultera une diminution du risque macroéconomique, facilitant l'investissement à plus long terme et donc l'accumulation de capital. Deuxièmement, une détérioration future des finances publiques pourrait nécessiter des nouvelles hausses de la fiscalité directe qui auraient un effet négatif sur l'offre de travail, et donc sur le potentiel de croissance. Finalement, une future consolidation fiscale reposant davantage sur un rehaussement de la fiscalité des entreprises pourrait entamer leur rentabilité et ainsi détériorer leur compétitivité.

Les effets de redistribution des mesures du Gouvernement

Dans la section précédente, la BCL a quantifié l'impact mécanique des mesures du Gouvernement sur l'activité et les prix. L'impact macroéconomique moyen n'est toutefois qu'une agrégation d'effets micro-économiques divers. En effet, l'impact des mesures sur les ménages ne sera pas uniforme, mais sera conditionné par beaucoup de facteurs, notamment la composition du ménage et son revenu, etc.

A l'aune des données disponibles, il est difficile de quantifier les effets redistributifs des mesures du Gouvernement et donc aussi d'émettre avec assurance un jugement global. La mesure principale consiste en effet en un rehaussement des taux de TVA. Etant donné que la part de la consommation dans le revenu disponible des ménages les moins aisés est plus élevée que celle des ménages aisés, les premiers seront davantage touchés par cette mesure, en principe à caractère régressif. Le fait que le taux super-réduit de 3%, qui est appliqué principalement sur les biens de nécessité (alimentation, habillement pour enfants, etc.), n'ait pas été ajusté à la hausse, contribue quelque peu à atténuer l'effet négatif sur le revenu de ces ménages. En ce qui concerne l'introduction d'une contribution de 0,5%, étant donné qu'un taux fixe est appliqué à toutes les classes de revenus, l'effet de progressivité du système des prélèvements globaux est vraisemblablement réduit et la mesure aurait donc un effet redistributif négatif. En ce qui concerne l'adaptation des allocations familiales, ni le système actuel, ni le système futur des allocations familiales n'ont un caractère de redistribution dans la mesure où le montant des allocations est indépendant du revenu des ménages et n'est pas soumis aux impôts. Vu le nombre élevé de « petites mesures » du « Paquet pour l'avenir », une analyse fine et laborieuse est requise pour jauger leur degré de redistributivité.

A l'aune de ces observations, on peut s'interroger si l'ensemble des mesures n'a pas un impact redistributif négatif par rapport au système en vigueur. Une analyse fine sur cette question n'est pas possible sur la base des informations dont dispose la BCL, mais plus fondamentalement ne pourrait que s'inscrire dans une analyse des taux d'imposition moyens et des taux d'imposition marginaux, combiné à une analyse de la fiscalité des entreprises. La BCL a exprimé à de multiples reprises le souhait de mettre à sa disposition une base de données détaillée en cette matière, ce qui serait parfaitement possible sans violation de quelconque secret, fiscal ou autre.

Propositions

De manière générale, l'objectif des transferts sociaux consiste à influencer sur la distribution des revenus des ménages. Un réexamen régulier des transferts sociaux est donc un exercice souhaitable, au vu, surtout, de l'augmentation des inégalités au cours des années récentes⁵⁵, mais aussi afin de freiner la progression du volume des transferts. Il aurait donc été préférable que le Gouvernement adopte une approche plus globale en cette matière, plutôt que de s'attaquer à des mesures partielles, qui ne règlent pas le problème en profondeur.

55 Statec, Rapport cohésion sociale 2014.

Pour ce faire, il est nécessaire d'établir une matrice des transferts sociaux afin de préparer en toute connaissance de cause un ciblage plus efficace de ces prestations dont l'objectif serait d'une part, une moindre progression des transferts et d'autre part, un effet redistributif positif.

Par ailleurs, il s'impose de procéder à un examen approfondi, statistiques à l'appui, de la législation fiscale, y compris les « dépenses fiscales », au sens large du terme, orientées vers les ménages et les entreprises. Un tel examen de la législation devrait notamment reposer sur une comparaison systématique, entre contribuables, des taux d'imposition moyens et des taux d'imposition marginaux, en veillant à assurer - dans un esprit d'efficacité et d'équité - une progressivité adéquate.

Cet examen passe également par un inventaire complet des revenus ou des parties de revenus qui d'une part ne tombent pas sous le barème d'imposition progressif et d'autre part, sont exemptés.

En ce qui concerne la fiscalité des entreprises, une analyse de même nature reste, mutatis mutandis, à élaborer, en dégagant, entre autre, une idée claire sur les taux d'imposition effectifs. Cet examen inclurait également les subsides accordés aux entreprises.

Procédant d'une telle approche globale, la prochaine réforme fiscale se doit donc de maintenir un environnement fiscal adapté à une très petite économie ouverte, dépendant de l'exportation de sa production et de l'importation quantitative et qualitative de facteurs de production. Dans ce contexte, il serait également intéressant de connaître le montant de recettes de TVA payées par les entreprises en raison de la non-déductibilité de la TVA. C'est par exemple le cas de certaines Soparfi non assujettis à la TVA, qui de ce fait ne peuvent prévaloir au remboursement de la TVA payée à l'achat d'un bien ou d'un service.

3. LA PROGRAMMATION PLURIANNUELLE

Le projet de loi relatif à la programmation financière pluriannuelle pour la période 2014-2018 est présenté dans le volume 3 du projet de budget. Il s'agit d'une nouvelle composante introduite avec la loi du 12 juillet 2014 relative à la coordination et à la gouvernance des finances publiques, une loi qui transpose en droit national une série de dispositions des textes européens en matière de gouvernance des finances publiques (notamment le « Six-Pack », le « Two-Pack », le Traité sur la stabilité, la coopération et la gouvernance (« Pacte budgétaire »)).

En pratique et de manière simplifiée, ce cadre budgétaire plus exigeant impose aux États membres de présenter les trajectoires des soldes nominaux et structurels annuels au niveau des Administrations publiques sur une période de 5 ans. En cas d'écart significatif par rapport à leur objectif de moyen terme ou par rapport à la trajectoire d'ajustement vers cet objectif, les États sont tenus de disposer d'un mécanisme de correction activé de manière automatique.

Les exigences de cette approche constituent indéniablement une avancée significative en matière de finances publiques. Premièrement, en fixant le cadre budgétaire pour le moyen terme, le législateur compte limiter les aléas des cycles conjoncturels et politiques sur la politique budgétaire. Deuxièmement, l'adoption de normes budgétaires – une norme des dépenses et un objectif de moyen terme (OMT) – permet un suivi continu et plus rigoureux des finances publiques.

Dans une première étape, cette partie se propose d'évaluer les projections macroéconomiques sous-jacentes sur l'horizon 2016-2018 (dans ce contexte, le lecteur peut aussi utilement se référer à la section 1 de cet avis) et ensuite d'évaluer les projections en matière de finances publiques.

3.1. LE VOLET MACROÉCONOMIQUE

Dans une approche pluriannuelle, il convient tout d'abord de s'interroger sur la croissance future de l'économie luxembourgeoise. Son estimation revêt, en effet, une importance particulière pour les projections pluriannuelles des finances publiques. En partant d'un scénario de croissance à moyen-terme, les autres variables importantes, comme l'emploi, le coût salarial moyen, l'excédent brut d'exploitation, la consommation privée, etc. en sont dérivées. Ces variables importent dans la mesure où il s'agit de bases imposables qui influent directement sur les projections de recettes fiscales. Les projections des dépenses publiques dépendent également des projections macroéconomiques, mais dans une moindre mesure.

L'ajustement futur de l'économie luxembourgeoise

L'estimation de la croissance future de l'activité économique - mesurée par le PIB - n'est pas une chose aisée pour une petite économie très ouverte qui, de surcroît, est caractérisée par une forte concentration des activités dans le secteur des services financiers et des services en général. Plusieurs éléments vont influencer sur la croissance future du Luxembourg.

Premièrement, les institutions internationales s'accordent sur un ralentissement de la croissance tendancielle de la zone euro. A court terme, les effets de la crise et les ajustements des déséquilibres macroéconomiques, entre autres l'endettement des secteurs privé et public dans plusieurs économies, vont continuer à peser sur la croissance dans la zone euro. A un horizon plus lointain, cet effet sera prolongé par le vieillissement de la population⁵⁶. Etant donnée son ouverture sur le monde exté-

⁵⁶ Anderton et al (2014), « Potential output from a euro area perspective », ECB Occasional Paper, N°156

rieur et plus particulièrement sur la zone euro, l'économie luxembourgeoise ne pourra guère échapper à ces tendances structurelles.

Deuxièmement, l'économie luxembourgeoise est fortement dépendante du secteur des services financiers, un secteur qui subit des changements structurels considérables à l'heure actuelle et qui introduit une incertitude notoire quant à son développement futur.

Troisièmement, cette incertitude n'est pas propre à ce secteur, mais a plutôt tendance à s'étendre à d'autres pans de l'économie, sous l'influence de facteurs tant internationaux que nationaux.

En conclusion, il semble probable que la croissance future de l'activité économique au Luxembourg n'atteigne pas de si tôt le niveau d'avant la crise. Puisque ce ralentissement aura son origine dans des secteurs qui génèrent une part relativement élevée des impôts des collectivités, le risque pesant sur les finances publiques est particulièrement important.

Les hypothèses de croissance du PIB réel et nominal à moyen terme

Etant donné les caractéristiques de l'économie luxembourgeoise et les changements influant sur sa structure de production, l'estimation de la croissance moyenne future n'est pas un exercice évident. Bien qu'on puisse s'accorder sur une « correction » à la baisse de la croissance potentielle, l'étendue de cette correction reste incertaine et ceci en raison des facteurs cités ci-dessus.

Une approche alternative consiste à comparer le différentiel de croissance projetée entre le Luxembourg et la zone euro et en déduire les implications. A cet effet, le tableau 24 compare les hypothèses/projections du Gouvernement sur la période 2016-2018 aux données historiques ainsi qu'à des projections/hypothèses des institutions internationales et nationales.

Tableau 24

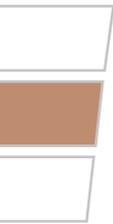
Comparaison des projections de croissance à long terme

| | | PIB RÉEL | PIB NOMINAL | PIB RÉEL | PIB NOMINAL | PIB RÉEL | PIB NOMINAL | PIB RÉEL | PIB NOMINAL | PIB RÉEL | PIB NOMINAL |
|----------------------|-----------|-------------------|----------------------------------|-----------|-------------|------------|-------------|-------------------------------------|-------------|-------------------------------------|-------------|
| | | ZONE EURO | | ALLEMAGNE | | LUXEMBOURG | | DIFFÉRENTIEL LUXEMBOURG - ZONE EURO | | DIFFÉRENTIEL LUXEMBOURG - ALLEMAGNE | |
| Données | 2000-2007 | 2,0 | 4,2 | 1,4 | 2,5 | 3,8 | 6,5 | 1,8 | 2,3 | 2,4 | 4,0 |
| | 2000-2013 | 0,9 | 2,7 | 1,0 | 2,2 | 2,4 | 5,3 | 1,5 | 2,6 | 1,4 | 3,1 |
| Budget pluriannuel | 2016-2018 | 1,7 ⁵⁷ | [1,7 + 1,7 = 3,4 ⁵⁸] | / | / | 3,7 | 5,7 | 2,0 | 2,3 | / | / |
| Autres estimations | | | | | | | | | | | |
| Ageing Working Group | 2015-2020 | 1,1 | / | 1,1 | / | 2,6 | / | 1,5 | / | 1,5 | / |
| OCDE | 2016-2018 | 2,1 | 3,6 | 1,0 | 3,0 | 3,3 | 4,9 | 1,2 | 1,3 | 2,3 | 1,9 |
| FMI | 2016-2018 | 1,7 | 3,8 | 1,6 | 3,3 | 2,2 | 4,1 | 0,5 | 0,3 | 0,6 | 0,8 |
| STATEC | 2016-2018 | 1,7 | / | / | / | 3,7 | 5,7 | 2,0 | / | / | / |

Sources: Ageing Working Group, FMI, OCDE, Projet de budget 2015, STATEC, calculs BCL.

57 Hypothèse sous-jacente au PSC d'avril 2014.

58 N'est pas une hypothèse explicite dans le scénario du Gouvernement. Nous calculons une progression du PIB nominal pour la zone euro sous l'hypothèse d'une inflation identique dans la zone et au Luxembourg.



En ce qui concerne le PIB réel, la progression moyenne de 3,7% sur la période 2016-2018 serait de 2,0 p.p. supérieure à la croissance dans la zone euro (1,7%). Ce taux de 3,7% serait quasiment identique à la croissance moyenne sur la période 2000-2007 et même supérieur à la croissance sur la période 2000-2013. Le différentiel de 2,0 p.p. serait de 0,5 p.p. plus élevé que celui observé sur la période 2000-2013. Un tel différentiel ne semble donc pas incorporer l'impact négatif des changements structurels anticipés sur l'économie luxembourgeoise.

L'hypothèse retenue pour la progression moyenne du PIB nominal est de 5,7% sur la période 2016-2018. Cette progression serait plus élevée que celle observée sur la période 2000-2013, mais inférieure à la progression moyenne sur la période 2000-2007. Le différentiel de 2,3 p.p. par rapport à la progression du PIB nominal dans la zone euro serait légèrement inférieur au différentiel observé sur la période 2000-2013, mais identique au différentiel observé sur la période 2000-2007. A l'instar du PIB réel, l'hypothèse relative au PIB nominal ne semble également pas incorporer l'impact négatif induit par des changements structurels futurs.

D'ici 2019, le Luxembourg va perdre l'entièreté des recettes de TVA sur le commerce électronique en relation avec les consommateurs non-résidents. Cette perte se fera par étapes, d'abord en 2015, puis en 2017 et finalement en 2019. Toutes choses égales par ailleurs, le taux de croissance du PIB nominal (et du déflateur du PIB) sera impacté à la baisse. Afin de bien cerner l'impact de la baisse des recettes de TVA du commerce électronique sur les hypothèses du PIB nominal, il serait utile de présenter les hypothèses du PIB avec et sans impact de cette perte de recettes. Cette manière de procéder aurait aussi permis de dégager l'hypothèse implicite du Gouvernement quant au taux de croissance tendancielle après « l'ère de la TVA du commerce électronique ».

Un exercice analogue à la comparaison des projections du PIB nominal consisterait à comparer les estimations de la croissance potentielle de différentes institutions. Un tel exercice se justifierait par exemple dans le cadre de l'évaluation de la norme européenne des dépenses.

Dans ce contexte, nous privilégions toutefois la comparaison entre les projections du PIB. Premièrement, les estimations du PIB potentiel sont parfois dérivées des projections du PIB à moyen terme, comme dans le cas du filtre de Hodrick-Prescott par exemple. Comme ces estimations ne sont pas indépendantes, elles ne fournissent pas une information supplémentaire. Deuxièmement, l'écart de production⁵⁹ étant négatif à l'heure actuelle, l'économie doit forcément progresser à un rythme qui dépasse son potentiel afin de résorber cet écart. Les estimations de la croissance potentielle – qui ne sont que de 2,2% sur la période 2016-2018 selon le scénario du Gouvernement⁶⁰ – sont donc plus basses que les projections du PIB sur l'horizon considéré ici.

Conclusions

A l'heure actuelle, le scénario du Gouvernement est basé sur l'hypothèse que l'économie luxembourgeoise pourra garder voire même accroître son différentiel de croissance par rapport à la zone euro. Ce scénario est un pari assez audacieux pour les raisons évoquées ci-dessus et compte tenu des incertitudes grandissantes qui pèsent tant sur la zone euro que sur le Luxembourg.

⁵⁹ «Output gap» = (Production effective – Production potentielle)/Production potentielle

⁶⁰ Les dernières estimations de la BCL publiées en juillet 2014 suggèrent une croissance potentielle proche de 2% en 2016.

Un scénario macroéconomique volontariste pourrait ainsi être à l'origine d'une trajectoire optimiste des soldes des Administrations publiques et ainsi engendrer une sous-évaluation des adaptations budgétaires nécessaires qui, de plus, peuvent s'accumuler au cours des années, rendant ainsi les corrections subséquentes plus douloureuses.

Il est regrettable de constater que le programme pluriannuel est basé sur des projections macroéconomiques qui datent du printemps 2014 et que le Gouvernement n'a pas jugé utile de les revoir, ni sur base des nouvelles données, ni en fonction des événements les plus récents. Une telle omission, et compte tenu des révisions que le STATEC vient d'annoncer sur ses projections de croissance pour l'année 2015, porte évidemment préjudice à la plausibilité des estimations des recettes et des dépenses sur l'horizon 2016-2018.

Cette omission est d'autant plus regrettable que le programme pluriannuel est un élément-clé dans la nouvelle gouvernance européenne en matière de finances publiques, car il constitue la base pour l'appréciation du respect ou non de l'OMT et de la norme des dépenses et détermine également la trajectoire d'ajustement des finances publiques en cas de non-respect.

A l'avenir, et afin de garantir la crédibilité des estimations sous-jacentes, il est recommandé de mandater le Comité de prévision de préparer les aspects techniques du programme pluriannuel, à l'instar des travaux préparatoires mis en œuvre pour le PSC dans le cadre du semestre européen.

3.2. LE VOLET FINANCES PUBLIQUES

La BCL a analysé le volet « finances publiques » du programme budgétaire pluriannuel sous deux angles différents.

Une première approche consiste à analyser les projections pluriannuelles de finances publiques à l'aune des obligations européennes du Gouvernement en matière de finances publiques, tandis qu'une seconde approche consiste à les analyser sous l'angle des engagements pris par le Gouvernement au niveau national durant cette législature. A cet effet, le tableau 25 présente les projections pluriannuelles du Gouvernement et les compare à celles de la BCL et de la Commission européenne.

Les mesures de consolidation, décidées par le Gouvernement pour 2015, devraient engendrer une amélioration du solde budgétaire de l'ordre de 1,1 p.p. en 2015 et de l'ordre 1,8 p.p. du PIB d'ici 2018. Le solde des Administrations publiques, sous l'influence de ces mesures, passerait d'un déficit de 0,2% du PIB en 2015 à un surplus de 1,5% du PIB en 2018.

Malgré ces mesures de consolidation, le solde de l'Administration centrale atteindrait un déficit de 0,2% en 2018.

Selon le Programme pluriannuel, le solde structurel resterait stable à 0,5% du PIB sur toute la période sous revue (2015-2018), mise à part une très légère amélioration de l'ordre de 0,2% du PIB à 0,7% du PIB en 2016.

Enfin, la dette publique passerait de 24,1% du PIB en 2015 à 21,8% du PIB en 2018 sous l'influence d'un besoin de financement de moindre ampleur imputable à l'amélioration du solde budgétaire de l'Administration centrale et de la croissance supposée du PIB.

Si on compare les projections du Gouvernement avec celles de la BCL et de la Commission européenne, on observe que ces dernières sont plus pessimistes que celles du Gouvernement. En effet, selon les projections de la BCL (décrites en détail au chapitre suivant), le solde des Administrations

publiques dégagerait un surplus de l'ordre de 0,1% du PIB en 2016 alors que la Commission prévoit un déficit de l'ordre de -0,6% du PIB.

Pour 2015, le déficit projeté par la BCL (0,6% du PIB) serait dans la même lignée que celui prévu par la Commission (0,4% du PIB) mais sensiblement supérieur au déficit affiché dans le Programme pluriannuel (0,2% du PIB). Le ratio de dette publique par rapport au PIB prévu par la BCL pour 2015 et 2016 serait du même ordre de grandeur que celui projeté par la Commission (de l'ordre de 25% du PIB) et légèrement supérieur au ratio inclus dans le Projet pluriannuel.

Enfin, les soldes structurels projetés tant par la BCL que par la Commission ne seraient pas en phase avec l'objectif à moyen terme (OMT) du Gouvernement (voir chapitre sur les soldes structurels pour des explications quant aux différences méthodologiques).

Tableau 25

Comparaison des projections à long terme (en % du PIB)

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|------|------|------|------|------|------|
| PROJET DE BUDGET 2015 | | | | | | |
| Soldes des Administrations publiques | 0,6 | 0,2 | -0,2 | 0,6 | 0,9 | 1,5 |
| Soldes de l'Administration centrale | -1,1 | -1,3 | -1,6 | -1,0 | -0,8 | -0,2 |
| Soldes structurels des Administrations publiques | - | 1,0 | 0,5 | 0,7 | 0,5 | 0,5 |
| Mesures de consolidation | - | - | 1,1 | 1,7 | 1,8 | 1,8 |
| Dette consolidée des Administrations publiques | 23,6 | 23 | 24,1 | 23,9 | 23,5 | 21,8 |
| BCL - DÉCEMBRE 2014 | | | | | | |
| Soldes des Administrations publiques | 0,6 | 0,2 | -0,6 | 0,1 | - | - |
| Soldes de l'Administration centrale | -1,1 | -1,2 | -2,4 | -1,9 | - | - |
| Soldes structurels des Administrations publiques | 0,9 | 0,3 | -0,6 | 0,1 | - | - |
| Dette consolidée des Administrations publiques | 23,6 | 23,0 | 24,3 | 25,0 | - | - |
| COMMISSION EUROPÉENNE - NOVEMBRE 2014 | | | | | | |
| Soldes des Administrations publiques | 0,6 | 0,2 | -0,4 | -0,6 | - | - |
| Soldes structurels des Administrations publiques | 2,0 | 1,1 | 0,4 | -0,1 | - | - |
| Dette consolidée des Administrations publiques | 23,6 | 23 | 24,3 | 25,4 | - | - |

Sources: *Projet de budget 2015, CE, calculs BCL.*

Les engagements nationaux

Lors de son entrée en fonction à la fin de l'année 2013, le Gouvernement s'était fixé deux objectifs en matière de finances publiques: celui d'atteindre l'objectif à moyen terme (OMT), soit un surplus structurel de 0,5% du PIB à la fin de la présente législature, et celui de maintenir le ratio de dette publique par rapport au PIB sous la barre des 30%.

On pourrait donc être tenté de conclure que le programme budgétaire pluriannuel du Gouvernement est conforme avec ces deux objectifs.

Ces projections suscitent cependant plusieurs commentaires. Se fixer comme objectif le respect de l'OMT en 2018 n'est pas particulièrement ambitieux, étant donné que les projections anticipent que ce respect serait déjà atteint en 2014. Le Gouvernement aurait pu se fixer un OMT plus exigeant, sachant qu'un

surplus de 0,5% ne suffira pas à assurer les équilibres budgétaires futurs (voir aussi le chapitre relatif aux soldes structurels). Le Gouvernement pourrait se baser sur les surplus budgétaires dégagés en 2013 et 2014 afin de renforcer la correction budgétaire et de ce fait atteindre un équilibre au niveau de l'Administration centrale avant 2018, plutôt que de se contenter d'un léger déficit de l'ordre de 0,2% du PIB.

Comme mentionné ci-dessus, le scénario macroéconomique du Gouvernement sur la période 2016-2018 peut être qualifié d'optimiste, de sorte que les projections de finances publiques le sont également. On ne peut donc exclure que le Gouvernement doive annoncer de nouvelles mesures de consolidation s'il veut respecter la trajectoire prévue des soldes. Le caractère peu ambitieux de la politique budgétaire envisagée se répercute aussi en une absence de marge de manœuvre suffisante qui permettrait à la réforme fiscale de pouvoir comporter un volet d'abaissement de la ponction fiscale globale.

Le Luxembourg a su maintenir la meilleure bonité (en l'occurrence notre « triple A ») auprès des agences internationales de notation au travers de la crise récente. Pour un petit pays aussi largement ouvert que le Luxembourg, cette bonité est un atout important sur la scène internationale et en particulier auprès d'investisseurs étrangers. Elle permet aussi au Gouvernement ainsi qu'au secteur privé de se financer à un coût très compétitif. L'expérience récente en Europe montre que cette notation excellente n'est pas acquise une fois pour toutes, mais se mérite continuellement, sur la base d'une politique économique, fiscale et budgétaire responsable et permettant de maintenir durablement les grands équilibres de notre économie.

Les engagements européens

Au niveau européen, les obligations du Gouvernement liées au Pacte de Stabilité et de croissance (SGP)⁶¹ comportent deux volets. Un premier volet consiste à maintenir un déficit public inférieur à 3% du PIB et une dette publique inférieure à 60% du PIB. Le Gouvernement est également tenu de respecter les obligations incluses dans le volet préventif⁶² du SGP, actuellement applicable au Luxembourg, à savoir le maintien d'un solde structurel en phase avec l'Objectif à moyen terme (OMT) et le respect de la « norme des dépenses⁶³».

Si au vu de ces développements et en vertu de l'article 6 de la loi de 12 juillet 2014 relative à la Coordination des finances publiques, le Gouvernement ne se trouve pas dans la situation de devoir présenter une trajectoire d'ajustement visant à faire converger le solde structurel vers l'OMT, on ne peut toutefois s'empêcher d'adresser les remarques suivantes.

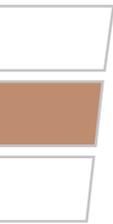
Premièrement, la loi du 12 juillet 2014 stipule que le mécanisme de correction doit être activé de manière automatique et des mesures de consolidation doivent être mises en œuvre par le Gouvernement au plus tard dans le projet de budget pour l'année à venir⁶⁴ dans le cas où un écart significatif par rapport à l'OMT est constaté. A la lecture de ce qui précède, on ne peut qu'encourager le Gouvernement

61 L'acronyme anglais «SGP» (Stability and Growth Pact) a été utilisé afin de ne pas le confondre avec l'acronyme français «PSC» se référant au Programme de stabilité et de convergence.

62 Le SGP se compose du volet préventif et du volet correctif (qui inclut les Etats actuellement en Procédure de déficit excessif). Le Luxembourg se trouve dans le volet préventif du SGP.

63 Depuis l'entrée en vigueur en décembre 2011 du Pacte de Stabilité et de Croissance (SGP) réformé («six pack»), la conformité de la trajectoire d'ajustement empruntée par les Etats membres vers leur Objectif à Moyen Terme (OMT) dans le cadre du volet préventif du PSC est évaluée selon deux piliers: Le premier pilier concerne l'ajustement structurel annuel effectué par les Etats membres, dont la valeur de référence doit être égale ou supérieure à 0,5% du PIB et ce jusqu'à ce que l'OMT soit atteint. Le second pilier compare l'évolution des dépenses publiques à un taux de référence basé sur la croissance du PIB potentiel à moyen terme.

64 Selon l'article 6 de la loi du 12 juillet: «Si les comptes annuels du secteur des administrations publiques présentent un écart important par rapport à l'objectif à moyen terme ou par rapport à la trajectoire d'ajustement, et sauf dans les circonstances exceptionnelles visées à l'article 3, paragraphe 3 du traité, le Gouvernement inscrit au plus tard dans le projet de budget pour l'année à venir, des mesures pour rétablir la trajectoire telle que prévue dans la loi de programmation pluriannuelle en l'absence de déviations »



à mettre en œuvre des mesures de consolidation le plus rapidement possible et donc encore durant l'année même où le dérapage budgétaire a été constaté et non durant l'année subséquente.

Deuxièmement, le maintien du solde structurel à l'OMT revêt toute son importance. En effet, une des recommandations du Conseil⁶⁵ faite à l'issue de Semestre européen de 2014 visait précisément « à renforcer de manière significative la stratégie budgétaire en 2015 de sorte à atteindre l'objectif à moyen terme et à rester ensuite au niveau de celui-ci afin de protéger la soutenabilité à long terme des finances publiques, compte tenu en particulier des passifs implicites liés au vieillissement».

Le respect de la « norme des dépenses européenne » fait référence à deux concepts distincts: le taux de référence et la progression de l'agrégat de dépenses.

Etant donné que le Luxembourg, selon les projections du Gouvernement, a atteint son OMT, ce taux de référence ne peut pas dépasser le taux de croissance du PIB potentiel à moyen terme⁶⁶. Le taux de référence vise à assurer que la croissance des dépenses publiques est en phase avec la croissance potentielle de l'économie à moyen terme ainsi qu'à maintenir le solde structurel à l'OMT.

Toujours selon le Règlement 1466/97, l'agrégat des dépenses publiques, tel qu'utilisé dans la mise en œuvre de cette norme est défini comme étant le total des dépenses publiques dont sont déduits plusieurs éléments⁶⁷. Cette règle des dépenses n'est pas aisée à calculer. A cet égard, la BCL regrette le manque d'informations de la part du Gouvernement concernant le respect ou le non-respect de cette règle, ainsi que l'absence de méthode et de données qui permettraient de la calculer⁶⁸.

⁶⁵ Voir: http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2014/csr2014_council_luxembourg_fr.pdf

⁶⁶ Pour les Etats n'ayant pas atteint leur OMT, le taux de référence est égal au taux de croissance du PIB potentiel à moyen terme moins « une marge de convergence ».

⁶⁷ L'agrégat des dépenses tel qu'utilisé dans la norme exclut en effet du total des dépenses publiques les dépenses liées aux charges d'intérêt, les dépenses effectuées dans le cadre de programmes européens et les changements non discrétionnaires dans les dépenses se référant aux indemnités de chômage. Quant aux dépenses d'investissement, un lissage est effectué afin de tenir compte de leur forte volatilité. Il convient également de mentionner que l'impact des mesures discrétionnaires sur le volet des recettes publiques est également déduit du total des dépenses, de sorte que la norme européenne de dépenses n'est pas une norme « pure » de dépenses. Enfin, le montant de « dépenses » publiques ainsi obtenu sera déflaté, afin de ne tenir compte que du « volume » des dépenses publiques « corrigées ».

⁶⁸ Seul le tableau 4b de la page 11 du document « Projet de plan budgétaire du Grand Duché de Luxembourg 2014-2015 » fait référence à la norme des dépenses. Toutefois les montants indiqués dans ce tableau se réfèrent seulement aux dépenses à retrancher sans indiquer ni la méthodologie utilisée pour dériver ces montants, ni de savoir si les montants retranchés permettent ou pas de satisfaire à la norme européenne.

4. LES PROJECTIONS DE FINANCES PUBLIQUES DE LA BCL DE DÉCEMBRE 2014

Dans le cadre des exercices de projections biannuels, la BCL présente ses chiffres concernant les soldes des Administrations publiques ainsi que la dette publique pour la période s'étalant de 2014 à 2016.

Il convient de souligner à cet égard que la BCL a intégré dans ses projections de base les mesures de consolidation présentées par le Gouvernement dans le cadre du projet de budget pour 2015. La BCL a procédé à ses propres estimations sur la base et dans les limites des données dont elle dispose quant à l'impact des ces différentes mesures sur les soldes budgétaires.

4.1. LES RECETTES

Après la baisse amorcée en 2010 et en 2011, conséquence de la crise économique et financière de 2009, suivie par un rebond en 2012, le ratio des recettes totales des Administrations publiques par rapport au PIB a continué sa progression en 2013 pour atteindre 44,5% du PIB. Cette évolution s'explique tant par la vivacité des recettes de TVA liées au commerce électronique que par la mise en place de mesures de consolidation décidées par le Gouvernement en 2012 concernant l'exercice budgétaire 2013⁶⁹. Ces développements ont permis une progression de ce ratio tant à travers des impôts directs à charge des ménages qu'à travers des cotisations sociales.

La baisse du ratio des recettes totales par rapport au PIB pour l'année 2014 s'expliquerait par une croissance de certaines bases imposables (consommation privée...) de plus faible ampleur que celle du PIB nominal (effet de découplage). En revanche, le ratio des impôts directs à charge des ménages continuerait sa progression sous l'influence du dynamisme observé des recettes en provenance de l'impôt sur les traitements et salaires et de l'impôt de solidarité.

La détérioration du ratio des recettes totales par rapport au PIB continuerait en 2015, mais de manière marquée. Cette baisse résulte du fait qu'à partir de 2015 les recettes de TVA liées au commerce électronique reposeront sur le principe de la taxation selon le lieu de résidence du consommateur et non plus le lieu d'établissement des sociétés de commerce électronique. Ce changement de législation, bien qu'incluant une période transitoire de 2015 à 2019⁷⁰, aura comme conséquence une diminution des recettes de TVA afférentes dès 2015. Il s'agit là d'un enjeu particulièrement important pour le Luxembourg. Selon les estimations de la BCL, les pertes de recettes en 2015 représenteraient environ 1,6% du PIB. Néanmoins, ces pertes de recettes seraient en partie compensées par des mesures adoptées par le Gouvernement dans le cadre du projet de budget pour l'année 2015, mesures que la BCL a intégrées dans son scénario de base.

Selon les estimations de la BCL, l'impact de l'introduction de la contribution de 0,5% sur les revenus se chiffrerait à 0,24% du PIB. Le « Paquet pour l'avenir » générerait des recettes équivalent à 0,03% du PIB. Au total, les mesures de consolidation décidées par le Gouvernement, y compris la hausse de TVA, atteindraient quelque 0,8% du PIB sur le versant des recettes pour l'année 2015.

⁶⁹ Notamment la hausse de l'impôt de solidarité sur les ménages et les entreprises.

⁷⁰ Selon l'accord concernant la TVA sur le commerce électronique (« VAT package »), le Luxembourg pourra garder 30% des recettes provenant du commerce électronique en 2015 et 2016 et 15% de ces recettes en 2017 et 2018.

Tableau 26

Recettes de l'ensemble des Administrations publiques (en % du PIB sauf mention contraire)

| | DONNÉES OFFICIELLES OCTOBRE 2014 | | | | | | PROJECTIONS BCL DÉC. 2014 | | |
|---|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------------------|-------------|-------------|
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| Impôts directs | 14,0 | 14,6 | 14,6 | 14,2 | 14,3 | 14,6 | 14,6 | 15,1 | 15,1 |
| dont à charge des ménages | 8,3 | 8,3 | 8,2 | 8,5 | 8,6 | 9,1 | 9,2 | 9,6 | 9,6 |
| dont à charge des sociétés | 5,8 | 6,3 | 6,4 | 5,7 | 5,8 | 5,5 | 5,4 | 5,5 | 5,5 |
| Impôts indirects | 12,5 | 12,8 | 12,4 | 12,3 | 12,7 | 13,3 | 13,0 | 11,8 | 11,8 |
| Cotisations sociales | 11,5 | 12,7 | 12,0 | 12,0 | 12,2 | 12,3 | 12,2 | 12,3 | 12,2 |
| Autres recettes | 4,6 | 4,4 | 4,3 | 4,1 | 4,2 | 4,2 | 4,0 | 4,2 | 4,3 |
| Recettes totales | 42,6 | 44,5 | 43,3 | 42,6 | 43,5 | 44,5 | 43,8 | 43,4 | 43,4 |
| Croissance nominale des recettes totales (%) | 5,1 | 0,4 | 6,2 | 6,0 | 5,4 | 5,6 | 4,3 | 2,7 | 5,8 |

Sources: IGF, IGSS, STATEC, CNS, calculs BCL

Si les recettes totales restent stables en 2016, à 43,4% du PIB, ce ratio cache néanmoins des situations contrastées au niveau des différentes composantes.

Les cotisations sociales afficheraient ainsi une légère baisse par rapport au PIB sous l'effet d'une croissance de la base imposable (compensation des salariés) inférieure à celle du PIB nominal. En revanche, bien que les taxes indirectes restent stables à 11,8% du PIB, deux éléments opposés se neutralisent. D'un côté, la hausse de la TVA, introduite en 2015, continuerait de jouer un rôle positif dans la hausse des recettes de TVA (+0,2% afin de tenir compte de l'effet des droits constatés propres au SEC2010). D'un autre côté, cet effet positif est contrebalancé par l'évolution de la base imposable (consommation privée des ménages) qui affiche une dynamique de moindre ampleur que celle du PIB nominal.

Au total, le ratio des recettes afficherait une baisse de l'ordre de 1,1% du PIB sur tout l'horizon de projection, principalement sous l'effet de la perte des recettes de TVA liées au commerce électronique qui ne sera pas entièrement compensée par les mesures de consolidation annoncées par le Gouvernement.

4.2. LES DÉPENSES

Les dépenses totales des Administrations publiques ont affiché une hausse significative par rapport au PIB en 2013 (de l'ordre de 0,4 p.p. pour atteindre 43,8% du PIB). Ce développement s'explique, entre autres, par un taux de croissance des transferts sociaux plus important que le taux de croissance du PIB nominal. Cet effet fut particulièrement marqué en ce qui concerne les pensions et les transferts sociaux en nature.

En 2014, les dépenses totales des Administrations publiques baissent par rapport au PIB de 0,3 p.p. pour s'établir à 43,5% du PIB.

Cette baisse s'expliquerait en partie par la diminution des dépenses liées à la consommation intermédiaire, sous l'effet des mesures adoptées par le Gouvernement pour l'année 2014, ainsi que par la réduction de la rémunération des salariés. Cette dernière s'expliquerait par le fait que le scénario de base de la BCL reporte à 2015 le paiement de la prime de 0,9% initialement prévue en 2014 par l'accord salarial dans la fonction publique.

En revanche, après une baisse significative en 2013, les dépenses d'investissement progresseraient de quelque 0,1 p.p. par rapport au PIB pour s'afficher à 3,6% du PIB.

Malgré le paquet de mesures sur le volet des dépenses, dont l'impact en 2015 est estimé à environ 0,35% du PIB, le ratio des dépenses continuerait à progresser (hausse de 0,6 p.p. pour atteindre 44,1% du PIB) sous l'influence d'une croissance nominale du PIB particulièrement atone.

La hausse du ratio concernant à la rémunération des salariés serait due à la mise en œuvre de l'accord salarial dans la fonction publique. En effet, la hausse du point indiciaire, qui aurait dû avoir lieu en janvier 2013, serait introduite seulement en janvier 2015. De plus, comme mentionné plus haut, le paiement de la prime unique (0,9%) serait également effectué en 2015, selon le scénario retenu par la BCL.

Ces différentes hausses ne seraient que marginalement compensées par d'autres mesures liées à l'accord salarial ayant quant à elles un impact à la baisse. Il s'agit notamment de l'augmentation de la période de stage dans la fonction publique associée à une baisse concomitante des salaires.

Les dépenses d'investissement, après avoir baissé depuis leur pic observé en 2010, seraient en hausse sur la période 2014-2016 en raison de la mise en œuvre de projets d'investissement d'envergure, tels que la construction du tram dans la ville de Luxembourg.

En 2016, le ratio des dépenses totales afficherait une baisse de l'ordre de 0,8 p.p. La raison principale de ce fléchissement serait la baisse des transferts courants (baisse de 0,6 p.p.), notamment sous l'effet des mesures de consolidation incluses dans le « Paquet pour l'avenir » (impact additionnel de l'ordre de 0,3% du PIB en 2016 sur les transferts sociaux) et du fait que la prime de 0,9% payée en 2015 en vertu de l'accord salarial dans la fonction publique a un caractère unique et non-récurrent.

Au total, les dépenses publiques affichent une légère baisse de l'ordre de 0,5 p.p. du PIB sur tout l'horizon de projection. C'est un pas dans la bonne direction mais qui nécessitera des mesures additionnelles afin de contrer l'incertitude qui pèse sur les recettes futures et pour faire face aux problèmes structurels auxquels l'économie luxembourgeoise sera bientôt confrontée. Il s'agit en cette matière notamment du vieillissement de la population et du chômage structurel élevé.

Tableau 27

Dépenses de l'ensemble des Administrations publiques (en % du PIB sauf mention contraire)

| | DONNÉES OFFICIELLES OCTOBRE 2014 | | | | | | PROJECTIONS BCL DÉC. 2014 | | |
|---|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------------------|-------------|-------------|
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| Transferts sociaux | 20,0 | 23,0 | 22,0 | 21,2 | 22,0 | 22,7 | 22,5 | 22,6 | 22,3 |
| Investissements publics | 3,7 | 4,3 | 4,6 | 4,1 | 3,9 | 3,5 | 3,6 | 3,7 | 3,8 |
| Dépenses de consommation ⁽¹⁾ | 10,8 | 12,2 | 11,9 | 11,6 | 11,9 | 12,1 | 12,0 | 12,2 | 12,0 |
| Subsides ⁽²⁾ | 1,6 | 1,7 | 1,7 | 1,6 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,7 |
| Autres dépenses | 3,3 | 3,8 | 3,8 | 3,8 | 3,8 | 3,7 | 3,6 | 3,6 | 3,6 |
| Dépenses totales | 39,4 | 45,0 | 43,9 | 42,3 | 43,4 | 43,8 | 43,5 | 44,1 | 43,3 |
| Croissance nominale des dépenses totales | 7,8 | 10,0 | 6,5 | 3,7 | 6,1 | 4,3 | 5,2 | 4,8 | 4,1 |

Sources: IGF, IGSS, STATEC, UCM, calculs BCL.

Note: ⁽¹⁾ Rémunération des salariés et consommation intermédiaire. ⁽²⁾ A l'exclusion des transferts en capital.

4.3. LES CAPACITÉS OU BESOINS DE FINANCEMENT

Pour les Administrations publiques, l'année 2013 s'est caractérisée par un excédent de l'ordre de 0,6% du PIB, en hausse par rapport à 2012 (excédent de 0,1% du PIB). Cette amélioration est due à une hausse des recettes totales de plus grande ampleur que celle des dépenses.

Le solde positif obtenu en 2013 est plus favorable que celui prévu dans la 15^{ème} actualisation du Programme de Stabilité et de Convergence (PSC) publié en avril 2014 par le Gouvernement. Outre la dynamique des recettes de TVA, liées notamment au commerce électronique, qui a joué un rôle positif dans l'amélioration du solde, il faut également noter que les données incluses dans le PSC d'avril 2014 étaient compilées en format SEC95 alors que celles publiées dans la notification d'octobre 2014 sont en format SEC 2010⁷¹.

Pour 2014, la BCL projette un surplus de l'ordre de 0,2% du PIB, en recul par rapport à 2013. Les recettes totales baisseraient plus par rapport au PIB que les dépenses.

Le déficit de l'Administration centrale verrait son déficit passer de 1,1% en 2013 à 1,2% du PIB en 2014. Le solde de la Sécurité sociale présenterait toujours un large excédent, de l'ordre de 1,2% du PIB, quoique inférieur à celui de 2013 (1,6% du PIB). Les Administrations locales afficheraient également un léger excédent de l'ordre de 0,2% du PIB.

L'année 2015 verrait le déficit repartir à la hausse pour atteindre 0,6% du PIB. Cette dégradation serait attribuable à l'Administration centrale, dont le solde accuserait un déficit de 2,4%, alors que le solde de la Sécurité sociale s'améliorerait de quelque 0,4 p.p. pour afficher un surplus de l'ordre de 1,6% du PIB. Les soldes des Administrations locales seraient toujours excédentaires, affichant un surplus de 0,2% du PIB.

La dégradation du solde des Administrations publiques s'expliquerait par la baisse des recettes provenant du commerce électronique (1,6% du PIB) qui n'est que compensée partiellement (0,55% du PIB) par la hausse de 2 p.p. des trois taux de TVA au 1^{er} janvier 2015 ainsi que par la mise en place d'un paquet de consolidation. A cet effet, l'introduction de la contribution de 0,5% et la mise en place du « Paquet pour l'avenir » devrait générer des recettes additionnelles et des baisses de dépenses équivalentes à 0,6% du PIB.

En 2016, le solde budgétaire redeviendrait positif pour atteindre 0,1% du PIB. Cette amélioration s'explique principalement par la hausse des recettes de TVA (amélioration du solde budgétaire de 0,2 p.p. et résultant de l'application du principe des « droits constatés » (ou « accruals »)) ainsi que par la continuation de la mise en place des mesures prévues par le « Paquet pour l'avenir » qui auraient un impact positif sur le solde de l'ordre de 0,3% du PIB.

Le déficit de l'Administration centrale s'élèverait donc à 1,9% du PIB et le surplus de la sécurité sociale afficherait un surplus de l'ordre de 1,6% du PIB. Les Administrations locales afficheraient un excédent de l'ordre de 0,3% du PIB.

71 Concernant les changements dus à l'introduction au SEC2010, voir tableau le 2 ci-dessus

Tableau 28

Soldes budgétaires de l'ensemble des Administrations publiques (en % du PIB sauf mention contraire)

| | SOLDES EFFECTIFS (CAPACITÉ (+) OU BESOIN (-) DE FINANCEMENT) | | | | | | | | |
|--|--|------|------|------|------|------------|------------------------------|-------------|------------|
| | DONNÉES OFFICIELLES OCTOBRE 2014 | | | | | | PROJECTIONS BCL DÉC. 2014 | | |
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| Ensemble des Administrations publiques | 3,3 | -0,5 | -0,6 | 0,3 | 0,1 | 0,6 | 0,2 | -0,6 | 0,1 |
| dont Etat central | -0,1 | -2,4 | -2,4 | -1,9 | -2,3 | -1,1 | -1,2 | -2,4 | -1,9 |
| dont communes | 0,5 | -0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,5 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,3 |
| dont sécurité sociale | 2,9 | 2,0 | 1,6 | 1,9 | 1,8 | 1,6 | 1,2 | 1,6 | 1,6 |
| Projet de budget 2015 | -- | -- | -- | -- | -- | 0,6 | 0,2 | -0,2 | 0,6 |

| SOLDES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES APURÉS DES ÉVOLUTIONS CYCLIQUES | | | | | | | | | |
|--|-----|-----|------|-----|-----|-----|-----|------|-----|
| Estimation de décembre 2014 de la BCL ⁽¹⁾ | 2,4 | 0,0 | -0,5 | 0,3 | 0,5 | 0,9 | 0,3 | -0,6 | 0,1 |
| Estimation projet de budget pluri-annual d'octobre 2014 | | | | | | | 1,0 | 0,5 | 0,7 |

Sources: IGF, IGSS, STATEC, UCM, calculs BCL.

Note: ⁽¹⁾ Ces soldes apurés sont calculés au moyen d'une méthode désagrégée fondée sur le filtre d'Hodrick-Prescott.

A l'aune de ces chiffres, on peut constater que si par rapport à un scénario à politique inchangée une amélioration semble se manifester au niveau des soldes des Administrations publiques prises dans leur ensemble, cette amélioration n'empêcherait pas que le solde de l'Administration centrale afficherait toujours un déficit important, de l'ordre de 1,9%, à la fin de l'horizon de projection.

Le Gouvernement serait donc contraint de prendre de nouvelles mesures de consolidation en sus de celles déjà annoncées s'il veut apurer les déficits récurrents de l'Administration centrale, à la lumière du fait que les surplus de la Sécurité sociale sont amenés à diminuer dans les prochaines années.

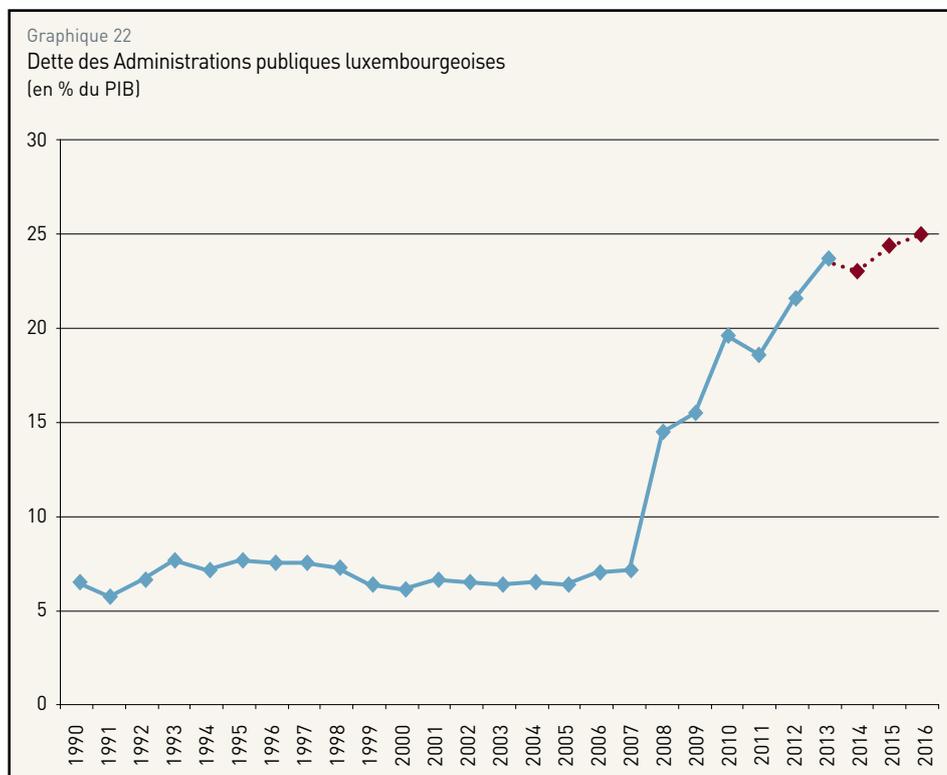
Des mesures additionnelles seraient également nécessaires afin que le Gouvernement puisse atteindre son Objectif à Moyen Terme (OMT) qui correspond à un surplus de 0,5% du PIB (défini en termes structurels) à la fin de la présente législature. Selon les estimations de la BCL, le solde structurel des Administrations publiques enregistrerait un léger surplus de l'ordre de 0,3% en 2014 avant d'enregistrer un déficit de 0,6% du PIB en 2015. Le léger surplus de 0,1% du PIB affiché en 2016 est encore très éloigné du surplus structurel de quelque 1% du PIB recommandé par la BCL pour affronter les défis futurs liés notamment au vieillissement de la population.

Le déficit structurel publié dans le Projet de budget pour 2015, dont la méthodologie diffère en de nombreux points⁷² de celle utilisée par la BCL, est en revanche conforme à l'OMT fixé par le Gouvernement, soit un surplus structurel de 0,5% du PIB.

72 Les différences observées dans les soldes structurels entre la méthode du Programme de Stabilité et la Méthode BCL/BCE proviennent des raisons suivantes:

- Dans le programme de stabilité, le solde structurel est la différence entre le solde actuel (nominal) et sa composante cyclique. Cette dernière est le produit de l'output gap (mesuré par la fonction de production) et la semi-élasticité budgétaire. Formellement, si l'élasticité d'une variable y par rapport à une variable x s'écrit: $(\Delta y / y) / (\Delta x / x)$, alors la semi-élasticité de y par rapport à x s'écrit: $(\Delta y / y) / (\Delta x)$.
- Dans les projections BCL, les élasticités des variables fiscales sont appliquées directement aux composantes cycliques des bases macroéconomiques extraites par le filtre HP (méthode désagrégée). La composante cyclique du solde budgétaire est donc égale à la somme des composantes cycliques de ces variables fiscales.

4.4. LA DETTE PUBLIQUE : ÉVOLUTION RÉCENTE ET PERSPECTIVES



Sources : STATEC, calculs BCL

Après avoir été caractérisé par un niveau bas, de l'ordre de 7% du PIB et une relative stabilité jusqu'en 2007, la dette des Administrations publiques luxembourgeoises a affiché une hausse par rapport au PIB particulièrement nette à partir de 2008. Cette augmentation s'explique par la prise de participation de l'Etat dans le capital de Fortis Banque Luxembourg et le financement des déficits récurrents de l'Administration centrale. A la fin de l'année 2013, le ratio s'établissait à 23,6%.

Selon les projections de la BCL, le financement des déficits de l'Administration centrale serait la cause de l'augmentation du ratio de dette par rapport au PIB sur l'horizon de projection de 2014 à 2016. La dette publique atteindrait par conséquent 23,0% du PIB en 2014, 24,3% en 2015 et 25,0% en 2016.

Rappelons que le Gouvernement s'est engagé dans son Programme Gouvernemental à ce que la dette publique ne dépasse pas 30% du PIB.

Même si elle n'est pas incluse dans la dette publique, la garantie financière accordée au groupe Dexia représente un risque pour le niveau de la dette publique si elle était appelée. Le montant maximal de garantie atteint 2,55 milliards d'euros, soit près de 6% du PIB de 2013. Ce risque appelle donc à une prudence supplémentaire.

4.5. LA SIMULATION DES PROJECTIONS DE FINANCES PUBLIQUES AVEC LE SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE DU GOUVERNEMENT

Les projections de la BCL concernant les soldes des Administrations publiques sont plus pessimistes que celles du Gouvernement. Ces divergences peuvent provenir du scénario macroéconomique sous-jacent ou des hypothèses ou projections faites concernant les variables fiscales. La BCL a quantifié leur importance en simulant une projection avec le scénario du Gouvernement.

Pour ce faire, les divergences dans les hypothèses macroéconomiques utilisées dans le Projet de budget et dans les projections de la BCL sont neutralisées dans un premier temps et ce afin de pouvoir ensuite procéder de manière systématique à une comparaison des recettes, des dépenses et *in fine* des soldes entre le Projet de budget et les projections de la BCL. Il s'agit donc d'une comparaison « à hypothèses macroéconomiques identiques » permettant d'isoler l'impact de différentes « hypothèses budgétaires ». Cet exercice est successivement effectué pour les recettes, les dépenses et enfin les

soldes des Administrations publiques. Le tableau ci-dessous reprend les principaux résultats de cette simulation.

Tableau 29

Résultats de simulation (en % du PIB)

| | | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|---------------|------|------|------|
| Soldes Administration publiques (BCL) | 1 | 0,2 | -0,6 | 0,1 |
| Soldes Administration publiques (Projet de budget 2015) | 2 | 0,2 | -0,2 | 0,6 |
| Soldes simulés (BCL avec hypothèses macro du projet de budget) | 3 | 0,2 | -0,4 | 0,6 |
| Différence entre soldes BCL et projet de budget | 4=1-2 | 0,0 | -0,4 | -0,5 |
| dont dues aux différences des hypothèses macro | 5=1-3 | 0,0 | -0,2 | -0,5 |
| dont dues aux différences des hypothèses fiscales | 6 = 4-5 = 7+8 | 0,0 | -0,2 | 0,0 |
| dont écart sur le volet des recettes | 7 | 0,0 | -0,4 | n.d. |
| dont écart sur le volet des dépenses | 8 | 0,0 | -0,2 | n.d. |

Source: calculs BCL

Les lignes (1) et (2) du tableau 29 affichent les soldes budgétaires tels que présentés dans les projections de finances publiques de la BCL (ligne 1) et du Projet de budget (ligne 2).

A la lecture des différences obtenues entre les deux jeux de projections (ligne 4), on observe que les projections de la BCL sont moins favorables que celles affichées dans le projet de budget, à concurrence de respectivement 0,4% et 0,5% du PIB en 2015 et 2016.

Les soldes obtenus par la BCL avec les hypothèses macroéconomiques du Gouvernement sont renseignés à la ligne (3): ils permettent de déduire les écarts entre les deux jeux de données imputables, d'une part, aux seules finances publiques (ligne 6), soit une différence de 0,2% du PIB en 2015 et de 0% du PIB en 2016, tandis que, d'autre part, la ligne (5) du tableau permet de dégager par déduction les écarts dus aux divergences macroéconomiques. Selon la BCL, les écarts sur les soldes dus aux variables macroéconomiques contribuent pour 0,2% du PIB à la différence obtenue entre les deux jeux de données en 2015 et 0,5% du PIB en 2016.

La ligne 8 du tableau indique que les écarts attribuables à des hypothèses budgétaires divergentes sont assez faibles sur le versant des dépenses, la BCL étant un peu plus optimiste en 2015 (0,2% du PIB) ; le projet de budget se montre plus optimiste sur le volet des recettes, prévoyant 0,4% du PIB de recettes de plus que la BCL pour 2015 (ligne 7 du tableau). Aucune différence significative n'apparaît pour 2014 entre les deux jeux de données, ni sur les recettes, ni sur les dépenses. Pour l'année 2016, la BCL constate que les données publiées dans le programme pluriannuel du projet de budget ne permettent pas de calculer la part dans le PIB des recettes et des dépenses au niveau des Administrations publiques.

5. LE TEST DE ROBUSTESSE DES FINANCES PUBLIQUES LUXEMBOURGEOISES

Les projections de la BCL et du Gouvernement en matière de finances publiques dépendent de leur scénario macroéconomique sous-jacent respectif. Les évolutions effectives pourraient toutefois s'écarter de ces hypothèses/projections et, en conséquence, le solde des Administrations publiques pourrait également s'écarter de sa trajectoire anticipée.

Dans cette partie, nous proposons une analyse de risque en soumettant les projections de finances publiques à un test de robustesse. Pour ce faire, nous remplaçons le scénario macroéconomique sous-jacent par un scénario alternatif caractérisé par une série de « chocs ». Afin de limiter les choix arbitraires, nous avons adopté les chocs macroéconomiques que l'Autorité bancaire européenne (ABE) et le Mécanisme de supervision unique (MSU) ont retenus lors des tests de résistance appliqués aux banques en 2014⁷³. L'évaluation des résultats est faite d'abord par une simulation à l'aide de l'outil de projection de la BCL et ensuite par l'exercice classique des semi-élasticités.

5.1. LE SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE DU TEST DE RÉSISTANCE APPLIQUÉ AUX BANQUES

Le test de résistance des banques consistait à incrémenter un scénario de base, en l'occurrence le scénario macroéconomique de la Commission européenne (CE) de mai 2014, d'une série de chocs sur plusieurs variables. Le scénario macroéconomique de la CE n'étant plus d'actualité, nous appliquons les chocs au scénario macroéconomique sous-jacent au projet de budget. Le tableau 30 présente le scénario alternatif pour une série de variables⁷⁴.

Tableau 30

Définition du scénario macroéconomique alternatif

| | SCÉNARIO DE BASE DU PROJET DE BUDGET (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL) | | CHOCS (EN P.P.) | | SCÉNARIO ALTERNATIF (EN %) | |
|-------------------------------------|--|-------|-----------------|-------|----------------------------|-------|
| | 2015 | 2016 | A_1 | A_2 | 2015 | 2016 |
| PIB nominal | 4,0 | 5,7 | -2,6 | -4,5 | 1,3 | 1,0 |
| PIB réel | 2,7 | 3,7 | -2,6 | -4,3 | 0,0 | -0,8 |
| Déflateur du PIB | 1,3 | 1,9 | 0,0 | -0,2 | 1,3 | 1,7 |
| Excédent brut d'exploitation | 6,5 | 6,7 | -6,5 | -10,8 | -0,4 | -4,8 |
| Masse salariale | 5,1 | 5,2 | 0,0 | -0,3 | 5,1 | 4,8 |
| Déflateur de la consommation privée | 2,1 | 1,7 | 0,0 | -0,2 | 2,1 | 1,5 |
| Echelle mobile des salaires | 1,9 | 1,8 | 0,0 | -0,2 | 1,9 | 1,6 |
| Emploi | 2,1 | 2,3 | 0,0 | -0,1 | 2,1 | 2,2 |
| Nombre de chômeurs | 3,5 | -10,8 | 0,0 | 0,1 | 3,5 | -10,7 |
| Consommation privée | 1,1 | 3,7 | -2,6 | -4,3 | -1,5 | -0,8 |
| Marchés boursiers | 4,1 | -2,4 | -18,2 | -15,8 | -14,8 | -17,8 |
| Taux d'intérêt à court terme | 0,1 | 0,2 | 1,0 | 0,8 | 1,1 | 1,0 |
| Taux d'intérêt à long terme | 1,0 | 1,3 | 1,5 | 1,1 | 2,5 | 2,4 |

Sources: ABE/MSU, *Projet de budget 2015, calculs BCL.*

A titre d'exemple, dans le scénario alternatif, le PIB réel connaîtrait une correction imprévue par rapport au scénario de base de 2,6 p.p. durant la première année et de 4,5 p.p. dans la deuxième année ce

⁷³ Les résultats de ces tests ont été publiés le 26 octobre et les 6 banques luxembourgeoises soumises l'ont réussi.

⁷⁴ Pour les détails de la spécification du scénario de choc, voir la note de l'ABE/MSU sous http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/140430_Adverse-scenario_2014-EBA-stress-test.pdf.

qui, en cumulé, représente une correction d'approximativement 7 p.p.. Appliqué au scénario macroéconomique du Gouvernement, l'hypothèse ajustée du taux de croissance du PIB réel ne serait plus que de 0,0% (au lieu de 2,7%) en 2015 et de -0,8% (au lieu de 3,7%) en 2016. Un tel choc est évidemment très sévère et très rare, mais il convient de remarquer que ce scénario demeurerait plus favorable que celui observé en 2009 lorsque le PIB réel avait chuté de 5%.

5.2. LE SCÉNARIO ADVERSE AVEC L'OUTIL DE LA BCL

Le scénario adverse est une extension de la simulation présentée au chapitre précédent dans lequel nous avons utilisé le scénario macroéconomique du Gouvernement pour générer des projections de finances publiques avec l'outil de la BCL. Dans cette partie, nous répétons cet exercice mais sur base du scénario adverse. La différence entre les deux simulations fournit alors l'impact sur les finances publiques imputable aux chocs et selon l'outil de la BCL. Les résultats sont présentés dans le tableau 31.

Les lignes (1) et (2) du tableau 31 représentent les soldes budgétaires tels que repris respectivement du Projet de budget 2015 et des projections de décembre 2014 de la BCL.

La ligne (3) du tableau représente les soldes budgétaires que la BCL obtiendrait si elle avait utilisé le scénario macroéconomique tel que défini dans le Projet de Budget. Cette ligne est identique à la ligne 3 du tableau 29.

La ligne (4) du tableau représente les soldes budgétaires obtenus par la BCL en modifiant les hypothèses macroéconomiques du projet de budget 2015 avec les chocs du test de résistance. La ligne (5) montre l'impact exclusivement dû à la sévérité du test de résistance et synonyme d'une détérioration des soldes budgétaires de 0,7% du PIB en 2015 et de 1,7% du PIB en 2016.

Pour finaliser l'exercice, nous appliquons l'impact du test de résistance (ligne 5) sur les soldes affichés par le projet de budget (ligne 1) pour en conclure que le déficit de 0,2% du PIB obtenu en 2015 passerait à 0,9% du PIB et que le surplus de 0,6% du PIB projeté pour 2016 se transformerait en un déficit de 1,1% du PIB.

Tableau 31

Impact du choc macroéconomique sur les soldes des Administrations publiques (en % du PIB)

| | | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|-----------|------|------|------|
| Projet de budget 2015 | 1 | 0,2 | -0,2 | 0,6 |
| Projections BCL | 2 | 0,2 | -0,6 | 0,1 |
| Projections BCL avec scénario macro du projet de budget | 3 | 0,2 | -0,4 | 0,6 |
| Projections BCL avec scénario macro du projet de budget et test de résistance | 4 | 0,2 | -1,1 | -1,1 |
| Impact du test de résistance = (4) - (3) | 5 = 4 - 3 | - | -0,7 | -1,7 |
| Projet de budget 2015 augmenté de l'impact du test de résistance = (1) + (5) | 6 = 1 + 5 | 0,2 | -0,9 | -1,1 |

Sources: *Projet de budget, calculs BCL.*

La semi-élasticité implicite à cet exercice, qui se calcule en divisant l'impact sur les soldes par le choc sur le PIB réel, est de 0,25 (l'impact de 1,7% en 2016 sur le solde divisé par le choc sur le PIB réel de 6,9), ce qui est faible au regard des semi-élasticités du solde budgétaire par rapport à l'écart de production affichées au niveau européen⁷⁵. L'origine de cet impact comparativement atténué sur le solde

75 Voir note de page 75 ci-dessous

des finances publiques est à chercher dans la spécification du test de résistance et de sa transmission modique au marché de l'emploi.

5.3. L'EXERCICE STANDARDISÉ AVEC SEMI-ÉLASTICITÉS

Un exercice plus standard afin d'évaluer les risques pesant sur les projections des finances publiques consiste à appliquer une semi-élasticité fixe au choc préconisé sur le PIB réel. Pour mémoire, l'impact négatif sur le PIB réel est de respectivement 2,6% en 2015 et de 4,3% (6,9% en cumulé) en 2016 (voir tableau 30).

Cet exercice considère, d'une part, la semi-élasticité utilisée par la BCL dans le cadre de ses projections (égale à 0,33)⁷⁶ et, d'autre part, celle utilisée par la Commission européenne (égale à 0,47)⁷⁷.

Tableau 32

Résultats de la simulation

| | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|------|------|------|
| Solde des Administrations publiques - Projet de budget 2015 (en % du PIB) | 0,2 | -0,2 | 0,6 |
| Choc sur le PIB réel dans le test de résistance | - | -2,6 | -4,3 |
| Choc cumulé sur le PIB réel dans le test de résistance | - | -2,6 | -6,9 |
| Impact du choc sur le solde avec une semi-élasticité du solde budgétaire de 0,33 | | -0,9 | -2,3 |
| Impact du choc sur le solde avec une semi-élasticité du solde budgétaire de 0,47 | | -1,2 | -3,2 |
| Solde des Administrations publiques après le choc (semi-élasticité de 0,33) (en % du PIB) | 0,2 | -1,1 | -1,7 |
| Solde des Administrations publiques après le choc (semi-élasticité de 0,47) (en % du PIB) | 0,2 | -1,4 | -2,6 |
| Solde des Administrations publiques après le test de résistance appliqué aux banques (en % du PIB) | 0,2 | -0,9 | -1,1 |

Source: calculs BCL.

Pour 2015, le solde budgétaire afficherait un déficit de 1,1% (semi-élasticité de 0,33) ou de 1,4% (semi-élasticité de 0,47), à comparer avec un déficit de 0,9% du PIB résultant de l'application du test de résistance. Une conclusion similaire s'impose pour l'année 2016, pour laquelle les déficits budgétaires respectifs sont de 1,7%, 2,6% et 1,1% du PIB.

5.4. CONCLUSIONS

Les tests de robustesse présentés dans cette partie ont permis de mettre en lumière que les soldes des Administrations publiques luxembourgeoises subiraient une dégradation d'une ampleur importante en cas de retournement de la croissance économique. Pour un scénario adverse identique à celui retenu pour le test de résistance appliqué aux banques – certes sévère mais moins grave que celui observé lors de la récession de 2008/2009 – le déficit public à un horizon de 2016 pourrait se rapprocher de 2% du PIB.

⁷⁶ Pour plus d'informations, voir: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp077.pdf>

⁷⁷ Pour plus d'informations, voir page 32: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/pdf/ecp478_en.pdf

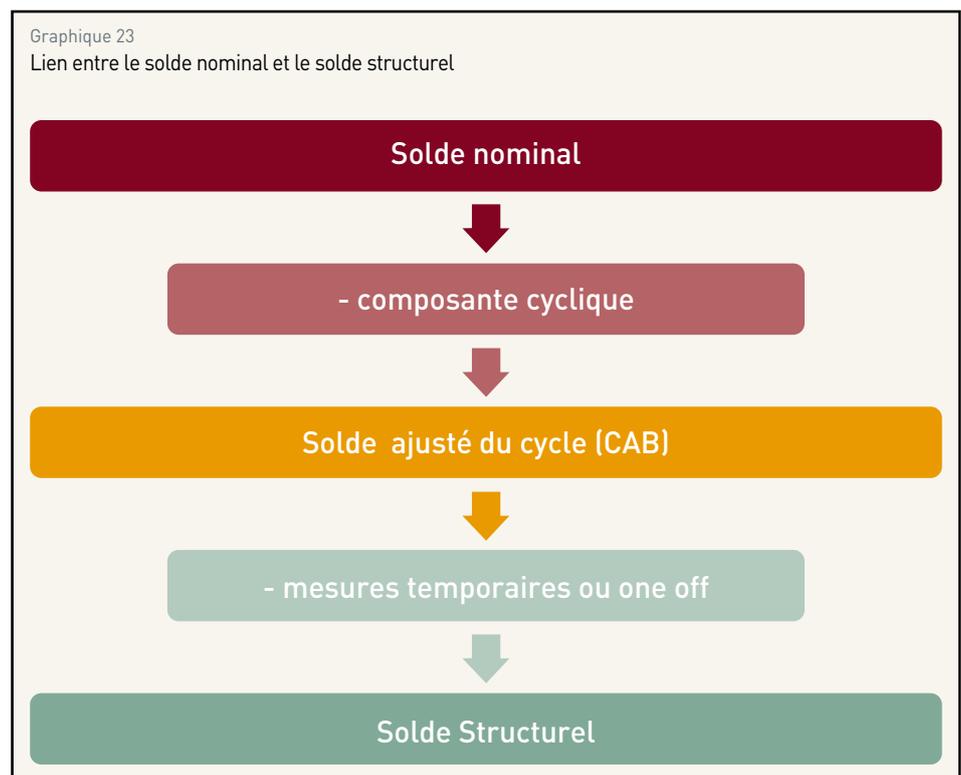
6. L'INCERTITUDE ENTOURANT L'ESTIMATION DES SOLDES STRUCTURELS

Le solde structurel est le solde excluant l'évolution cyclique et l'impact de mesures temporaires et non-récurrentes. Ce concept de solde structurel est utilisé dans la gouvernance européenne en matière de finances publiques. La notion de solde structurel est en effet considérée comme la pierre angulaire du cadre législatif européen lorsqu'on évoque des concepts tels que « la règle d'or », le « mécanisme de correction d'erreur » devant être activé de manière automatique dans le volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance, ou encore l'ajustement structurel requis par les Etats membres dans le volet correctif de ce même Pacte de stabilité et de croissance.

En effet, on constate depuis longtemps que les soldes budgétaires effectifs (nominaux) varient au gré de la conjoncture économique : les soldes tendent à s'améliorer en période de haute conjoncture et à se détériorer dans le cas contraire.

Dans l'Union européenne, le fait de ne pas avoir entrepris d'efforts de consolidation lorsque la conjoncture s'y prêtait nous a souvent montré combien il était douloureux de mettre en œuvre ces efforts d'ajustement lorsque la situation était économiquement défavorable. Or, l'utilisation des soldes structurels dans la surveillance des finances publiques aurait permis de mettre en lumière des situations budgétaires sous-jacentes moins favorables, ainsi qu'un besoin d'ajustement en temps opportuns.

Un autre aspect lié à la nécessité d'utiliser le concept de soldes structurels tient au fait qu'une série de Gouvernements de l'Union européenne ont eu tendance à mettre en œuvre des mesures temporaires (ou « one-off ») qui n'ont pour effet que d'améliorer de manière ponctuelle et non-permanente la position budgétaire d'un Etat. Les deux éléments précités, à savoir les effets de la conjoncture et la mise en œuvre de mesures temporaires, différencient précisément les soldes effectifs des soldes structurels.



Source : BCL



Le graphique ci-dessus illustre bien les différentes étapes du passage du solde nominal (effectif) vers le solde structurel.

Le tableau 33 reprend les soldes structurels pour le Luxembourg selon diverses institutions (partie 1 du tableau). Les écarts observés entre les différents soldes structurels estimés sont considérables. Selon les estimations de la BCL, le surplus structurel des Administrations publiques s'élèverait à 0,3% en 2014 et se transformerait en un déficit de 0,6% du PIB en 2015, puis un modique surplus de 0,1% en 2016. Les estimations issues de la présentation du Projet de budget pour 2015 prévoient quant à elles un surplus structurel des Administrations publiques de respectivement 1,0 % du PIB en 2014, 0,5% du PIB en 2015 et de 0,7% du PIB en 2016. La Commission européenne, dans ses prévisions d'automne 2014, présente des résultats plus proches de ceux affichés dans le Projet de budget (pour les années 2014 et 2015) avec un surplus structurel de l'ordre de respectivement 1,1% et 0,4% du PIB en 2014 et 2015, ainsi qu'un déficit de 0,1% en 2016.

On constate également qu'une différence d'environ 0,4 p.p. de PIB sépare les soldes structurels des soldes primaires structurels ainsi que les soldes effectifs des soldes primaires effectifs.

Cette différence entre les deux concepts provient du fait que les charges d'intérêts payées par le Luxembourg sur sa dette publique sont de l'ordre de 0,4% du PIB. Cette différence observée entre le solde effectif et solde primaire (équivalente aux charges d'intérêts) est relativement faible dans une comparaison internationale.

Il faut également noter que les charges d'intérêts payées sur la dette sont exclues dans le calcul de la composante cyclique du solde budgétaire car n'étant pas soumises aux aléas de la conjoncture.

L'important écart entre les estimations de soldes structurels ne résulte qu'en partie de différences dans les projections de soldes effectifs, comme l'illustre la partie 2 du tableau. A titre d'exemple, les soldes effectifs de la BCL, du Projet de budget 2015 et de la Commission européenne sont similaires pour 2014 (affichant tous un surplus effectif de l'ordre de 0,2% du PIB). Or le solde structurel varie, pour ce qui concerne les prévisions les plus récentes, entre un surplus de 1,1% du PIB selon les estimations de la Commission et de 0,3% du PIB selon les estimations de la BCL. Ces divergences dans les soldes structurels s'expliquent par l'utilisation, par les diverses institutions mentionnées dans le tableau, de méthodologies distinctes concernant l'estimation de la composante cyclique.

Tableau 33

Soldes structurels, effectifs et écarts cycliques selon diverses institutions (en % du PIB)

| | | 1. SOLDES STRUCTURELS (% DU PIB) | | | |
|--------------------------------|--------|----------------------------------|------|------|------|
| | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| Comité de Prévision | Mar-14 | 1,7 | 1,4 | -0,8 | -0,7 |
| Gouvernement/Pr. Stab. | Apr-14 | 1,7 | 1,3 | 0,2 | 0,5 |
| Gouvernement/Pr. Budget | Oct-14 | | 1,0 | 0,5 | 0,7 |
| Commission européenne | Nov-14 | 2,0 | 1,1 | 0,4 | -0,1 |
| BCL | Nov-14 | 0,9 | 0,3 | -0,6 | 0,1 |
| BCL: Solde primaire structurel | Nov-14 | 1,4 | 0,7 | -0,1 | 0,5 |

| | | 2. SOLDES EFFECTIFS (% DU PIB) | | | |
|------------------------------|--------|--------------------------------|------|------|------|
| | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| Comité de Prévision | Mar-14 | 0,1 | 0,1 | -1,6 | -0,9 |
| Gouvernement/Pr. Stab. | Apr-14 | 0,1 | 0,1 | -0,5 | 0,2 |
| Gouvernement/Pr. Budget | Oct-14 | 0,6 | 0,2 | -0,2 | 0,6 |
| Commission européenne | Nov-14 | 0,6 | 0,2 | -0,4 | -0,6 |
| BCL | Nov-14 | 0,6 | 0,2 | -0,6 | 0,1 |
| BCL: Solde primaire effectif | Nov-14 | 1,1 | 0,7 | -0,2 | 0,5 |

| | | 3. = 2.-1. COMPOSANTES CYCLIQUES (% DU PIB) | | | |
|-------------------------|--------|---|------|------|------|
| | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| Comité de Prévision | Mar-14 | -1,6 | -1,3 | -0,8 | -0,2 |
| Gouvernement/Pr. Stab. | Apr-14 | -1,6 | -1,2 | -0,7 | -0,3 |
| Gouvernement/Pr. Budget | Oct-14 | | -0,8 | -0,7 | -0,1 |
| Commission européenne | Nov-14 | -1,4 | -0,9 | -0,8 | -0,5 |
| BCL | Nov-14 | -0,3 | 0,0 | -0,1 | 0,0 |

Sources: *Projet de budget 2015, Commission européenne, Comité de prévision, calculs BCL*

Différences méthodologiques

A quelques nuances près, le Comité de prévision, le Programme de stabilité, le Projet de budget 2015 et la Commission européenne utilisent la méthode de la Commission.

La méthode de la Commission et du Projet de budget consiste à estimer l'écart de production, soit l'écart entre le niveau effectif et le niveau potentiel du PIB réel, en niveau. Cet écart de production, estimé de manière agrégée, c'est-à-dire sur la base du seul PIB, est calculé au moyen de la méthode de la fonction de production, qui consiste à estimer le niveau potentiel au moyen d'une forme fonctionnelle de la fonction de production et de séries sur les inputs de production. Elle exige une estimation de la productivité totale des facteurs. Cet écart de production est ensuite multiplié par la semi-élasticité du solde budgétaire par rapport à l'écart de production (estimée à 0,47 selon la méthode utilisée par la Commission) pour déduire la composante cyclique du solde budgétaire.

La BCL recourt quant à elle à une méthode dite « désagrégée », élaborée par le Système Européen des Banques Centrales (SEBC). Cette méthode ne repose pas sur le PIB en tant que tel. La méthode SEBC cible cinq bases macroéconomiques, présentant une proximité bien plus grande avec les agrégats budgétaires (impôts et allocations de chômage) que le PIB. Ces cinq bases macroéconomiques sont (i) le nombre total d'employés; (ii) le salaire moyen des employés; (iii) les dépenses de consommation finale des ménages; (iv) l'excédent brut d'exploitation et (v) le nombre de chômeurs. Ces cinq bases



sont lissées au moyen de la méthode de Hodrick-Prescott. Les écarts entre les séries effectives et les séries tendanciennes (séries « Hodrick-Prescott ») correspondantes sont ensuite dégagés.

Les impacts de ces écarts sur les principaux postes budgétaires susceptibles d'être influencés par la conjoncture, à savoir (i) les impôts directs payés par les ménages; (ii) les impôts directs payés par les entreprises; (iii) les taxes indirectes; (iv) les cotisations sociales et (v) les prestations sociales liées au chômage, sont ensuite dégagés individuellement au moyen de coefficients d'élasticité. L'impact total sur ces cinq postes budgétaires est la composante cyclique du solde des Administrations publiques.

Conclusions

À l'aune des chiffres présentés ci-dessus, soulignant la volatilité des soldes structurels en fonction de la méthode utilisée, il est impératif que le Gouvernement se dote d'une marge de manœuvre suffisante lorsque les objectifs budgétaires sont définis en termes structurels tel que c'est le cas dans la Gouvernance européenne (OMT, effort structurel à réaliser pour les Etats n'ayant pas atteint leur OMT dans le volet préventif du SGP, effort de consolidation requis pour les Etats en procédure de déficit excessif/volet correctif du SGP).

Selon le Projet de budget, les soldes structurels attendus sont conformes à l'Objectif à Moyen Terme (OMT) fixé par le Gouvernement et ce pour tout l'horizon de projection (jusque 2018), soit un surplus structurel de 0,5% du PIB. Ceci n'est pas le cas lorsque la méthode de la BCL est utilisée. De plus, le surplus structurel de 0,1% du PIB projeté par la BCL pour l'année 2016 est encore très éloigné du surplus structurel de l'ordre de 1% du PIB recommandé par cette dernière. En raison de la forte volatilité des recettes publiques luxembourgeoises et de leur vulnérabilité, ainsi que des importants défis liés au vieillissement de la population, qui hypothèquent la soutenabilité des finances publiques luxembourgeoises, un objectif budgétaire à moyen terme supérieur à 0,5% du PIB s'impose.

7. LES FINANCES DES ADMINISTRATIONS LOCALES

Si le projet de budget 2015 concerne essentiellement les finances de l'Administration centrale, il ne faut pas pour autant négliger les Administrations locales.

Tableau 34

Evolution du solde des Administrations locales (en millions d'euros et en % du PIB)

| 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014* | 2015B |
|------|-------|-------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|------|-------|-------|
| -0,5 | -28,5 | -91,3 | 71,3 | 138,6 | 169,8 | -49,0 | 64,2 | 132,4 | 227,8 | 85,7 | 44,9 | -53,5 |
| 0,0% | -0,1% | -0,3% | 0,2% | 0,4% | 0,5% | -0,1% | 0,2% | 0,3% | 0,5% | 0,2% | 0,1% | -0,1% |

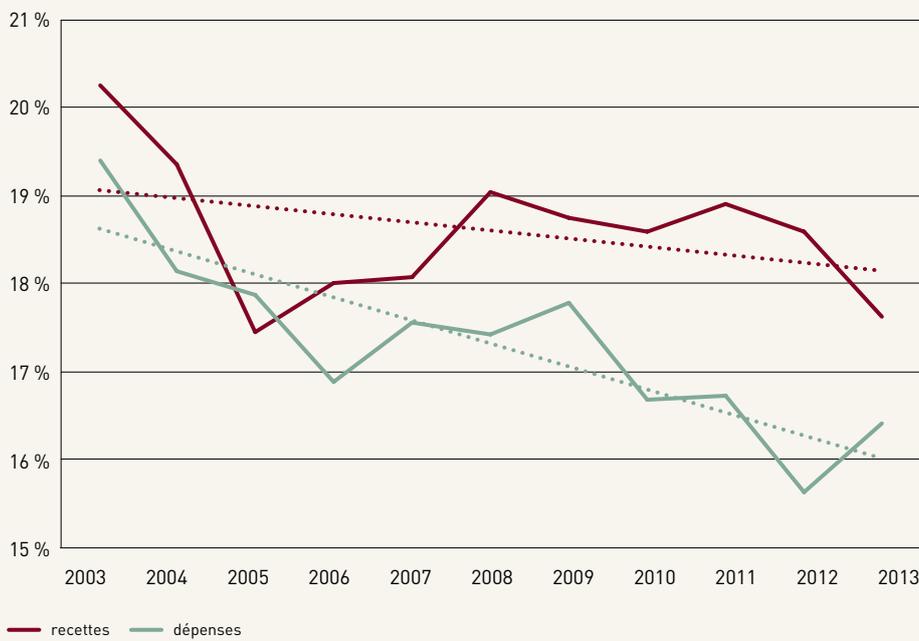
Sources: STATEC, projet de budget 2015, calculs BCL.

Il ressort du tableau ci-dessus que les Administrations locales présentent un surplus depuis 2010, mais qu'un léger déficit est prévu pour 2015. Face à ce constat, plusieurs remarques s'imposent.

Premièrement, alors qu'un déficit est prévu pour 2015, les montants des dépenses et des recettes demeurent, en revanche, inconnus. Comme la BCL l'a déjà mentionné, il est anormal que les comptes des Administrations locales ne soient pas disponibles lors de l'établissement du budget de l'Etat, et que, par ailleurs, aucune estimation au-delà de 2015 ne soit réalisée. L'article 129 bis de la loi du 30 juillet 2013 modifiant la comptabilité communale prévoit l'introduction d'un « plan pluriannuel de financement qui porte au moins sur les trois exercices financiers qui suivent l'exercice pour lequel le budget est établi. Ce plan consiste en un état prévisionnel par exercice financier des recettes et des dépenses.../... Le collège des bourgmestres et échevins tient le plan pluriannuel de financement à jour en fonction de l'évolution des paramètres macro- et microéconomiques. Ce plan sert de base à l'établissement du budget. ». La réforme de la comptabilité communale doit aller de pair avec une clôture des comptes et une transmission au service de contrôle plus rapide. Il est à espérer que le retard de remise des comptes se réduira avec le temps et qu'il n'est en ce moment dû qu'à un manque de pratique de la nouvelle comptabilité et à une transmission tardive des prévisions fiscales et macroéconomiques servant à l'établissement du plan pluriannuel⁷⁸.

78 Ce retard étant une conséquence des élections législatives anticipées.

Graphique 24
Ratio des recettes et des dépenses des Administrations locales sur les recettes de l'Administration centrale (en %)



Sources : STATEC, calculs BCL

Deuxièmement, un certain nombre de mesures contenues dans le paquet d'avenir auront des conséquences financières pour les Administrations locales. C'est notamment le cas de la suppression de la contribution de l'Etat aux majorations biennales des fonctionnaires du secrétariat et de la recette communale. Cette mesure est évaluée à 15 millions d'euros. Une autre mesure est l'augmentation de la contribution de certaines communes au fonds pour l'emploi. Les communes concernées sont celles dont le montant par résident des rentrées d'impôt commercial communal diminuées de leur contribution au Fonds pour l'emploi dépasse trois fois la moyenne nationale. L'excédent sera versé intégralement au Fonds pour l'emploi, sans pour autant dépasser le montant de 12 millions d'euros. Enfin une mesure *a priori* neutre est la non prise en compte de l'augmentation de la TVA au 1^{er} janvier 2015 pour le calcul des dotations futures du Fonds Communal de Dotations Financières (FCDF) aux communes et de l'affectation d'une partie de l'augmentation de la TVA au financement de l'établissement public chargé de la gestion des services de secours. Pour 2015, le montant alloué au service de secours s'élève à 25 millions d'euros. Cependant, le montant des dépenses relatives à cette réforme n'est pas encore connu.

Le graphique suivant représente l'évolution du ratio des recettes des Administrations locales aux recettes de l'Administration centrale. Il en ressort que depuis la réforme fiscale de 2002, ce ratio tend à diminuer au fil du temps. Cependant, en comparaison avec les dépenses, il diminue à un rythme moins important. Le taux de croissance annuel moyen des recettes des Administrations locales sur la période 2003-2013 est de 4,6% alors que celui des dépenses est de 4,3%.

En conclusion, les Administrations locales doivent contribuer aux efforts budgétaires puisqu'elles font partie du secteur des Administrations publiques dont le solde est soumis aux exigences européennes.

8. LES ÉLÉMENTS ADDITIONNELS

8.1. LA TRÉSORERIE DE L'ÉTAT ET LE FONDS DE LA DETTE

La Trésorerie de l'Etat

Au 31 décembre 2013, date qui correspond au dernier bilan que la BCL a à sa disposition, la valeur des actifs et des passifs de l'Etat s'établissait à 6,933 milliards d'euros.

Le passif est principalement composé des différents emprunts obligataires et bancaires à charge de l'Etat, qui en date du 31 décembre 2013 atteignaient 7,282 milliards (6,05 milliards pour les obligations et 1,2 milliard d'emprunts bancaires effectuées auprès de la BCEE). L'encours des emprunts à court terme de la Trésorerie en date du 31 décembre 2013 était égal à zéro.

A noter que la dette émise (obligations et emprunts) afin de soutenir le secteur bancaire en 2008 (2,3 milliards d'euros) est isolée de la dette émise et servant «à combler» les déficits budgétaires successifs. Concernant ce point, le rapport de la Trésorerie pour l'année 2012 mentionne « A partir de 2009, la présentation du bilan financier a été modifiée en ce sens que les emprunts émis en octobre et décembre 2008 (2,3 milliards) en vue du financement de la prise de participation de l'Etat dans BGL S.A. ne figurent désormais plus sous cette rubrique mais ont été transférés à la rubrique B. Passif immobilisé sous-rubrique 2. Fonds de tiers, ceci pour bien souligner l'emploi qu'a été fait de cet argent emprunté qui n'a ni servi à alimenter les Fonds spéciaux ni à financer le déficit budgétaire de 2008. Dans un cas de figure idéal, le remboursement de cette dette serait logiquement couvert par le produit de vente de ces mêmes participations».

A la lecture de cette dernière phrase, la BCL s'interroge si ce n'est pas limiter ses ambitions légitimes que de définir comme idéal un cas de figure où l'on ne ferait que récupérer le montant initialement investi.

Du côté des actifs, outre les participations de l'Etat valorisées à 4,502 milliards, on retrouve les avoirs liquides de la Trésorerie, détenus auprès de la BCEE. Ceux-ci se composent principalement d'avoirs en compte courant (25,3 millions d'euros) et en compte à terme adjugés (1,152 milliard d'euros). A noter aussi que la Trésorerie avait à son actif un portefeuille obligataire BCEE pour un montant de 123,8 millions d'euros.

Les créances de l'entreprise Post Luxembourg sur l'Etat (montants déposés via la BCEE), contrebalancés par les avoirs de l'Etat sur CCP, pour un montant de 884 millions d'euros sont comptabilisées hors bilan.

A la lecture de ces chiffres, il est extrêmement délicat de tirer des conclusions concernant les passifs à très court terme utilisés par la Trésorerie afin d'assurer sa gestion journalière (paiements des frais journaliers de l'Etat, salaires des fonctionnaires). De même, il n'est pas possible d'évaluer dans quelle mesure l'Etat pourrait se trouver à court de liquidités pour assurer le fonctionnement de ses services, ces chiffres datant pour rappel de fin 2013. Seule la publication mensuelle de ce bilan autoriserait une analyse en détail permettant d'appréhender l'évolution de la situation financière de l'Etat⁷⁹.

⁷⁹ Il est également difficile d'interpréter les fluctuations affichées par certaines lignes budgétaires i.e. « Intérêts de fonds en dépôts » publiées dans les différents projets de Budget et de les réconcilier avec les informations incluses dans les bilans successifs de la Trésorerie.

Tableau 35

Bilan financier de l'Etat sur base du compte général 2012 et sur base des actifs et passifs recensés par la Trésorerie de l'Etat au 31 décembre 2013

| A. ACTIF CIRCULANT | 2 425 840 285 | A. PASSIF CIRCULANT | 2 425 840 285 |
|---|----------------------|---|-----------------------|
| 1. Actif circulant liquide, disponible pour la gestion de trésorerie journalière | 1 277 245 006 | 1. FONDS PROPRES DE L'ETAT (= RESERVES PRIMAIRES DE L'ETAT) | -3 492 049 513 |
| 1.1. Trésorerie de l'Etat | 1 277 245 006 | Réserves arrêtées et retraçables au compte général | |
| 1.1.1. Compte courant BCEE | 25 265 550 | 1.1. Fonds spéciaux de l'Etat | 1 398 374 675 |
| 1.1.2. Compte courant BCEE (port.oblig.) | 6 737 | 1.2. Solde opérationnel (=réserve budgétaire actuelle) | 79 776 707 |
| 1.1.3. Compte courant BCLX | 488 412 | Réserves non arrêtées et non retraçables au compte général | |
| 1.1.4. Dépôts bancaires à terme adjudés | 1 152 123 813 | 1.3. Réserves disponibles des Services de l'Etat à gestion séparée | 75 263 427 |
| 1.1.5. Dépôts bancaires à terme non adjudés | 0 | 1.4. Fonds nécessaires au remboursement des titres de dette émis par l'Etat | -5 045 464 321 |
| 1.1.6. Montant net à recevoir de l'EPT dans le cadre des CCP de l'Etat | -24 458 460 | 2. FONDS DE TIERS (= Fonds déposés + Fonds empruntés) | 5 917 889 797 |
| 1.1.7. Portefeuille obligataire BCEE (valeur de marché) | 123 818 955 | 2.1. Dépôts de tiers auprès de l'Etat | 872 425 476 |
| 2. Actif circulant non liquide, indisponible pour la gestion de trésorerie journalière | 1 148 595 279 | 2.2. Titres de dette émis par l'Etat | 5 045 464 321 |
| 2.1. Trésorerie de l'Etat | 1 145 356 051 | 2.2.1. Bons du Trésor | 63 464 321 |
| 2.2. Administrations fiscales | 914 392 | 2.2.2. Dette publique | 4 982 000 000 |
| 2.3. Comptables extraordinaires | 885 364 | Emprunts obligataires | 4 050 000 000 |
| 2.4. Services de l'Etat à gestion séparée (SEGS) | 1 439 472 | Prêts bancaires à moyen et long terme | 932 000 000 |
| B. ACTIF IMMOBILISE ACQUIS PAR DEPENSE BUDGETAIRE | 4 507 947 706 | Prêts bancaires à court terme | 0 |
| 1.1. Participations de l'Etat | 4 502 911 038 | B. PASSIF IMMOBILISE | 4 507 947 706 |
| 1.2. Octrois de crédits par l'Etat | 5 036 668 | 1. FONDS PROPRES DE L'ETAT (= RESERVES SECONDAIRES DE L'ETAT, acquises par dépense budgétaire) | 2 207 947 706 |
| TOTAL ACTIFS FINANCIERS | 6 933 787 991 | 2. FONDS DE TIERS (= Fonds empruntés en vue du financement des participations dans le cadre de la crise économique et financière) | 2 300 000 000 |
| C. AVOIRS DE L'ETAT SUR CCP | 884 147 309 | 2.1. Emprunts obligataires | 2 000 000 000 |
| | | 2.2. Prêts bancaires | 300 000 000 |
| | | TOTAL PASSIFS FINANCIERS | 6 933 787 991 |
| | | C. CREANCE DE L'ENTREPRISE DES P&T SUR L'ETAT (= montants déposés via BCEE) | 884 147 309 |

Source: Trésorerie de l'Etat: rapport d'activité 2013

La BCL ne peut donc qu'encourager les services de la Trésorerie à publier davantage d'informations de manière à assurer une plus grande transparence au niveau des flux financiers mensuels effectués par le Trésor. Une transparence accrue augmenterait notamment la visibilité quant aux besoins de recourir à un endettement bancaire à court terme.

La BCL propose également que le bilan de la Trésorerie devienne désormais un document à part entière, qui serait inclus dans les actualisations successives du Programme de stabilité et de convergence (PSC) ainsi que dans la publication des programmes budgétaires annuels et pluriannuels.

Le Fonds de la dette

Aux termes de la loi du 24 décembre 1999 (article 13) concernant le budget des recettes et dépenses pour l'exercice 2000, les avoirs du fonds de la dette sont destinés aux paiements des intérêts et au remboursement des emprunts et certificats de trésorerie émis par l'Etat. Le Fonds de la dette est alimenté par les crédits inscrits au budget de l'Etat.

Tableau 36

Situation du Fonds de la dette

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Avoir début | 14,8 | 148,4 | 80,2 | 10,6 | 53,4 | 56,0 | 58,7 | 62,6 | 68,5 |
| - Alimentation Normale | 144,7 | 143,6 | 145,8 | 228,8 | 233,1 | 234,6 | 240,8 | 252,7 | 251,0 |
| amortissements dette | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0 | 0 | | |
| bons du trésor | 15,7 | 14,6 | 15,8 | 10,0 | 18,1 | 19,6 | 20,8 | 17,7 | 16,0 |
| intérêts | 129,0 | 129,0 | 130,0 | 218,8 | 215,0 | 215,0 | 220,0 | 235,0 | 235,0 |
| - Alimentation Supplémentaire | 133,6 | 0,0 | 0,0 | 2 050,0 | 0,0 | 0,0 | 400,0 | 132,0 | 700,0 |
| amortissement de la dette à financer par emprunt | 133,6 | - | - | 2 000,0 | | | 400,0 | 132,0 | 700,0 |
| intérêts | - | - | - | 50,0 | | | | | |
| Recettes | 278,3 | 143,6 | 145,8 | 2 278,8 | 233,1 | 234,6 | 640,8 | 384,7 | 951,0 |
| Dépenses | 144,7 | 211,8 | 215,4 | 2 236,1 | 230,4 | 232,0 | 636,9 | 378,8 | 945,1 |
| intérêts emprunts "classiques" | 54,0 | 121,3 | 121,3 | 143,8 | 211,5 | 212,3 | 216,1 | 229,1 | 229,1 |
| intérêts emprunts Fortis (3,75%) | 75,0 | 75,0 | 75,0 | 75,0 | 0,0 | 0,0 | 0 | | |
| amortissements | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 2 000,0 | 0,0 | 0,0 | 400,0 | 132,0 | 700,0 |
| bons du trésor | 15,8 | 15,5 | 19,1 | 17,2 | 19,0 | 19,6 | 20,8 | 17,7 | 16,0 |
| Avoir fin | 148,4 | 80,2 | 10,61 | 53,4 | 56,0 | 58,7 | 62,6 | 68,5 | 74,4 |

Note: Les chiffres de ce tableau sont exprimés en millions d'euros.

Selon les données transmises à la BCL (données non disponibles dans le volume 2 du Projet de budget mais dont l'inclusion est souhaitable dans la version finale du projet de budget), l'alimentation du fonds pour 2015 est principalement constituée d'une dotation de 215 millions d'euros inscrite au Projet de budget (volume 1) et d'un montant additionnel de 19,6 millions d'euros destinés au paiement des bons du Trésor. Les paiements prévus en 2015 sont d'un même ordre de grandeur que les montants ayant servi à alimenter le fonds et constituent les remboursements d'intérêts sur la dette et des bons du trésor.

Le tableau 36 nous renseigne également sur les éléments suivants : i) les avoirs du fonds sont stables et le resteront jusqu'en 2018 à concurrence d'environ 60 millions d'euros, ii) les paiements d'intérêts sur la dette sont en légère augmentation à l'horizon 2018 et iii) l'entière dette venant à échéance jusqu'en 2018 sera refinancée.

En conclusion, le fonds de la dette peut être considéré comme une simple «caisse» destinée à gérer les paiements relatifs à la dette de l'Etat. Le produit des emprunts est comptabilisé comme une recette (alimentation) du fonds et les paiements en intérêts et en capital en dépenses du fonds. Il est donc difficile dans ce contexte de relever une valeur ajoutée manifeste liée à l'existence d'un tel fonds, du moins dans sa structure actuelle.



8.2. LE CONSEIL NATIONAL DES FINANCES PUBLIQUES

La loi du 12 juillet 2014 relative à la Coordination et à la gouvernance des finances publiques a instauré le Conseil national des finances publiques (CNFP). Ce conseil, qui est censé rendre public ses constats et évaluations, est composé de 7 membres et est chargé des missions suivantes:

- a) surveillance du respect des règles énoncées aux articles 2 à 4 de la loi du 12 juillet ci-avant, ainsi que de l'application du mécanisme de correction défini à l'article 6 de la même loi;
- b) évaluation des prévisions macroéconomiques et budgétaires établies aux fins de programmation financière budgétaire des administrations publiques;
- c) toutes autres évaluations découlant du paragraphe 2 de l'article 5 du règlement (UE) n° 473/2013 du Parlement européen et du Conseil établissant des dispositions communes pour le suivi et l'évaluation des projets de plans budgétaires et pour la correction des déficits excessifs dans les Etats membres de la zone euro.

A la lecture de l'importance des tâches assignées par le législateur au Conseil national des finances publiques, la BCL ne peut que déplorer le retard pris dans la mise en œuvre de cette institution qui, selon le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) aurait déjà dû voir le jour à la fin de l'année 2013 et regretter que cette constitution tardive soit désormais avancée pour déclarer que le CNFP ne sera pas en mesure d'exprimer une opinion sur le Projet de budget 2015, le Programme pluriannuel, ainsi que le « Paquet pour l'avenir ».

8.3. LE COMITÉ ÉCONOMIQUE ET FINANCIER NATIONAL

Le Comité de prévision, instauré début 2011, est composé de représentants du Ministère des finances, du Ministère de l'intérieur, du STATEC, de l'Inspection générale des finances (IGF), de l'Inspection générale de la sécurité sociale (IGSS), de la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF) et des Administrations fiscales.

Sa principale mission consiste à préparer l'actualisation du Programme de stabilité et de convergence (PSC) que le Gouvernement transmet à la Commission européenne chaque année dans le cadre du Semestre européen. Dans son programme gouvernemental de novembre 2013, le Gouvernement entendait formaliser l'existence de ce comité et l'institutionnaliser sous le nom de « Comité économique et financier national ». Cette volonté n'a cependant pas encore été suivie d'effets.

Le Conseil national des finances publiques et le futur Comité économique et financier national sont donc deux institutions indépendantes, dont les missions respectives s'inscrivent à des moments différents de la procédure budgétaire.

Le Comité économique et financier (Comité de prévision) intervient plutôt en amont du processus, car il est en charge de la préparation du scénario macroéconomique sur lequel se base l'actualisation du PSC. Il serait souhaitable, d'une part, qu'il remplisse cette fonction aussi lors de la préparation des budgets annuels et pluriannuels et, d'autre part, qu'il procède à une publication de ses travaux en temps utile.

Le Conseil national des finances interviendra plutôt en aval du processus budgétaire et sera en charge de l'évaluation des projections macroéconomiques sous-jacentes au Projet de budget, de la surveillance du respect des règles concernant la loi de programmation pluriannuelle et de l'application du mécanisme de correction en cas de déviation significative par rapport à l'OMT.

La BCL n'est membre ni du Conseil national des finances publiques, ni du Comité de prévision (Conseil économique et financier national). Néanmoins, et à la lumière de l'avis rendu par la BCE en décembre 2013⁸⁰, la BCL, en toute indépendance et dans le strict cadre de son mandat, est disposée à partager ses analyses avec ces instances concernant la situation économique et budgétaire du Luxembourg pour autant qu'un intérêt soit exprimé en ce sens.

80 Voir: http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2013_90_f.sign.pdf

3 ANNEXES

| | |
|--|-----|
| 1 Règlements de la Banque centrale du Luxembourg | 142 |
| 2 Circulaires de la BCL | 145 |
| 3 Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL (www.bcl.lu) | 146 |
| 1 Statistiques de politique monétaire | 146 |
| 2 Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg | 146 |
| 3 Marchés de capitaux et taux d'intérêt | 146 |
| 4 Développements des prix et des coûts au Luxembourg | 146 |
| 5 Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise | 146 |
| 6 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises | 146 |
| 7 Balance des paiements du Luxembourg | 147 |
| 8 Commerce extérieur | 147 |
| 9 Position extérieure globale | 147 |
| 10 Avoirs de réserve | 147 |
| 11 Etablissements de crédit | 147 |
| 12 Activité bancaire internationale | 148 |
| 13 Organismes de placement collectif | 148 |
| 14 Professionnels du secteur financier | 148 |
| 15 Sociétés de gestion | 148 |
| 16 Compagnies d'assurances et fonds de pension | 148 |
| 4 Publications de la BCL | 149 |
| 5 Publications de la Banque centrale européenne (BCE) | 151 |
| 6 Liste des abréviations | 152 |

1 RÈGLEMENTS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

2014

2014/N°18 du 21 août 2014

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2014/ N° 18 du 21 août 2014 mettant en oeuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 9 juillet 2014 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9 (refonte) (BCE/2014/31).

Le règlement 2014/18 abroge et remplace les règlements BCL/2013/15 et BCL/2014/16.

Domaine: Politique monétaire.

2014/N°17 du 21 juillet 2014

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2014/N°17 du 21 juillet 2014 relatif à la collecte statistique auprès de sociétés financières portant modification du Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°8 du 29 avril 2011 relatif à la collecte statistique auprès de sociétés contractant des prêts ou émettant des titres de créance ou des produits financiers dérivés pour compte de sociétés liées.

Domaine: Balance des paiements et Position extérieure globale.

Le Règlement BCL 2014/N°17 entrera en vigueur le 1^{er} décembre 2014. Le Règlement BCL 2011/N°8/Regulation 2011/N°8 (EN) du 29 avril 2011 dans sa version originale reste d'application jusqu'au 30 novembre 2014 (voir ci-dessous - année 2011).

2014/ N° 16 du 12 mai 2014

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2014/ N° 16 du 12 mai 2014 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 12 mars 2014 modifiant l'orientation BCE/2013/4 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9 (BCE/2014/12).

Domaine: Politique monétaire.

2013

2013/ N° 15 du 3 mai 2013

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2013/ N° 15 du 3 mai 2013 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 20 mars 2013 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9 (refonte) (BCE/2013/4).

Le Règlement BCL 2013/N° 15 remplace et abroge les règlements BCL Nos 12, 13 et 14.

Domaine: Politique monétaire.

2013/ N° 14 du 7 mars 2013

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2013/ N° 14 du 7 mars 2013 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 23 janvier 2013 modifiant l'orientation BCE/2012/18 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties (BCE/2013/2).

Domaine: Politique monétaire.

2012

2012/N°13 du 9 novembre 2012

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2012/ N° 13 du 9 novembre 2012 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 10 octobre 2012 modifiant l'orientation BCE/2012/18 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties (BCE/2012/23).

Domaine: Politique monétaire.

2012/N°12 du 12 septembre 2012

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2012/ N° 12 du 12 septembre 2012 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 2 août 2012 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9 (BCE/2012/18).

Domaine: Politique monétaire.

2012/N°11 du 10 juillet 2012

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2012/ N° 11 du 10 juillet 2012 relatif à la surveillance des contreparties centrales («central counterparties») et des référentiels centraux («trade repositories») au Luxembourg, portant modification du règlement modifié de la Banque centrale du Luxembourg 2010/ N°6 du 8 septembre 2010 relatif à la surveillance des systèmes de paiement, des systèmes de règlement des opérations sur titres et des instruments de paiement au Luxembourg.

Domaine: Oversight.

2011

2011/N°10 du 14 juillet 2011

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°10 du 14 juillet 2011 portant modification du règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2010/N°6 du 8 septembre 2010 relatif à la surveillance des systèmes de paiement, des systèmes de règlement des opérations sur titres et des instruments de paiement au Luxembourg.

Domaine: Statistiques.



2011/N°9 du 4 juillet 2011

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°9 du 4 juillet 2011 relatif à la collecte des données sur les instruments et les opérations de paiement.

Domaine : Statistiques.

2011/N°8 du 29 avril 2011

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°8 du 29 avril 2011 relatif à la collecte statistique auprès de sociétés contractant des prêts ou émettant des titres de créance ou des produits financiers dérivés pour compte de sociétés liées.

Domaine : Balance des paiements et Position extérieure globale.

2011/N°7 du 4 avril 2011

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°7 du 4 avril 2011 relatif à la collecte statistique auprès des établissements de crédit et des services financiers de l'Entreprise des Postes et Télécommunications.

Domaine : Balance des paiements et Position extérieure globale.

2010

2010/N°6 du 8 septembre 2010

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2010/N°6 du 8 septembre 2010 relatif à la surveillance des systèmes de paiement, des systèmes de règlement des opérations sur titres et des instruments de paiement au Luxembourg.

Domaine : Oversight.

2009

2008/N°1 du 28 novembre 2008 (version consolidée)

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2008/N°1 du 28 novembre 2008 contenant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties, version consolidée suite au règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°5 du 23 décembre 2009.

Domaine : Politique monétaire.

2009/N°5 du 23 décembre 2009

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°5 du 23 décembre 2009 portant modification du règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2008/N°1 du 28 novembre 2008 contenant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties.

Domaine : Politique monétaire.

2009/N°4 du 29 avril 2009

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°4 du 29 avril 2009 relatif à la surveillance de la liquidité.

Domaine : Surveillance de la liquidité ; publié au Mémorial A-N°102 du 18 mai 2009, p. 1527.

2009/N°3 du 19 février 2009

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°3 du 19 février 2009 portant modification des instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème.

Domaine : Politique monétaire.

2009/N°2 du 27 janvier 2009

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°2 du 27 janvier 2009 portant modification des instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème.

Domaine : Politique monétaire.

2008

2008/N°1 du 28 novembre 2008

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2008/N°1 du 28 novembre 2008 contenant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties.

Domaine : Politique monétaire.

2 CIRCULAIRES DE LA BCL

Circulaire N°237 du 28 mai 2014

Modification de la collecte statistique auprès des fonds d'investissement monétaires et non monétaires A tous les organismes de placement collectif luxembourgeois - A toutes les sociétés d'investissement en capital à risque (SICAR).

Circulaire N°236 du 25 avril 2014

Modification de la collecte statistique auprès des véhicules de titrisation - A tous les véhicules de titrisation luxembourgeois.

Circulaire N° 235 du 20 janvier 2014

Modification de la collecte statistique auprès des établissements de crédit - A tous les établissements de crédit.

Pour une liste complète des circulaires publiées par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).



3 STATISTIQUES MONÉTAIRES, ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES PUBLIÉES SUR LE SITE INTERNET DE LA BCL (WWW.BCL.LU)

1 STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

- 1.1 Situation financière de la Banque centrale du Luxembourg
- 1.2 Statistiques de réserves obligatoires au Luxembourg

2 ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO ET AU LUXEMBOURG

- 2.1 Bilan agrégé des IFM luxembourgeoises (hors Banque centrale)
- 2.2 Éléments du passif des IFM luxembourgeoises inclus dans les agrégats monétaires

3 MARCHÉS DE CAPITAUX ET TAUX D'INTÉRÊT

- 3.1 Taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit luxembourgeois aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - nouveaux contrats
- 3.2 Taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit luxembourgeois aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - encours
- 3.3 Taux d'intérêt du marché monétaire
- 3.4 Rendements d'emprunts publics
- 3.5 Indices boursiers
- 3.6 Taux de change

4 DÉVELOPPEMENTS DES PRIX ET DES COÛTS AU LUXEMBOURG

- 4.1 Les indices des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et national (IPCN) au Luxembourg
- 4.2 Prix des biens industriels et des matières premières
- 4.3 Indicateurs de coûts et termes de l'échange

5 INDICATEURS DE L'ÉCONOMIE RÉELLE LUXEMBOURGEOISE

- 5.1 Le produit intérieur brut au prix du marché et des composantes (version SEC)
- 5.2 Autres indicateurs de l'économie réelle
- 5.3 Indicateurs du marché de l'emploi – emploi et chômage
- 5.4 Indicateurs du marché de l'emploi – composantes de l'emploi
- 5.5 Enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs
- 5.6 Comptes non-financiers par secteur institutionnel - séries temporelles
- 5.7 Comptes non-financiers par secteur institutionnel - présentation matricielle
- 5.8 Comptes financiers par secteur institutionnel - encours - séries temporelles
- 5.9 Comptes financiers par secteur institutionnel - transactions - séries temporelles
- 5.10 Comptes financiers par secteur institutionnel - encours - présentation matricielle
- 5.11 Comptes financiers par secteur institutionnel - transactions - présentation matricielle

6 SITUATION BUDGÉTAIRE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES LUXEMBOURGEOISES

- 6.1 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises

7 BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG

- 7.1 Balance des paiements du Luxembourg: résumé
- 7.2 Balance des paiements du Luxembourg: compte des transactions courantes
- 7.3 Balance des paiements du Luxembourg: investissements directs
- 7.4 Balance des paiements du Luxembourg: investissements directs du Luxembourg à l'étranger - par secteur
- 7.5 Balance des paiements du Luxembourg: investissements directs étrangers au Luxembourg - par secteur
- 7.6 Balance des paiements du Luxembourg: investissements de portefeuille - par types d'instruments
- 7.7 Balance des paiements du Luxembourg: autres investissements - par secteur

8 COMMERCE EXTÉRIEUR

- 8.1 Commerce extérieur du Luxembourg

9 POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE

- 9.1 Position extérieure globale du Luxembourg: résumé
- 9.2 Position extérieure globale du Luxembourg: investissements directs
- 9.3 Position extérieure globale du Luxembourg: investissements de portefeuille - par type d'instruments
- 9.4 Position extérieure globale du Luxembourg: autres investissements - par secteur
- 9.5 Position extérieure globale du Luxembourg: dette extérieure brute
- 9.6 Position extérieure globale du Luxembourg: ventilation géographique des avoirs de portefeuille en titres de participation détenus par les résidents luxembourgeois

10 AVOIRS DE RÉSERVE

- 10.1 Les avoirs de réserves et avoirs gérés par la Banque centrale du Luxembourg
- 10.2 Avoirs de réserves détenus par la Banque centrale du Luxembourg: modèle élargi du Fonds Monétaire International

11 ETABLISSEMENTS DE CRÉDIT

- 11.1 Nombre et origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg
- 11.2 Situation de l'emploi dans les établissements de crédit
- 11.3 Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit
- 11.4 Compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit
- 11.5 Bilan agrégé des établissements de crédit
- 11.6 Crédits accordés par les établissements de crédit par contreparties et durées initiales
- 11.7 Crédits accordés par les établissements de crédit aux ménages et ISBLM de la zone euro, par types et durées initiales
- 11.8 Crédits accordés par les établissements de crédit par devises
- 11.9 Crédits immobiliers consentis par les établissements de crédit pour des immeubles situés au Luxembourg
- 11.10 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit, par contreparties et durées initiales
- 11.11 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit, par devises
- 11.12 Dépôts reçus par les établissements de crédit par contreparties

- 11.13 Dépôts reçus par les établissements de crédit par type et contreparties
- 11.14 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit, par contreparties et pays

12 ACTIVITÉ BANCAIRE INTERNATIONALE

- 12.1 Activité bancaire internationale: ventilation géographique
- 12.2 Activité bancaire internationale: ventilation par devises
- 12.3 Activité bancaire internationale: part du Luxembourg

13 ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF

- 13.1 Evolution du nombre des OPC
- 13.2 Evolution de la situation globale des OPC
- 13.3 Bilan agrégé des OPC monétaires
- 13.4 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires, par contreparties et durées initiales
- 13.5 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par devises
- 13.6 Bilan des OPC non monétaires par politique d'investissement
- 13.7 Titres détenus par les OPC d'actions
- 13.8 Titres détenus par les OPC d'obligations
- 13.9 Titres détenus par les OPC mixtes
- 13.10 Titres détenus par les OPC immobiliers
- 13.11 Titres détenus par les OPC alternatifs
- 13.12 Titres détenus par les autres OPC
- 13.13 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires, par contreparties et pays
- 13.14 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC non-monétaires, par contreparties et pays

14 PROFESSIONNELS DU SECTEUR FINANCIER

- 14.1 Nombre et origine géographique des professionnels du secteur financier
- 14.2 Situation de l'emploi dans les professionnels du secteur financier
- 14.3 Somme de bilan et résultats agrégés des professionnels du secteur financier

15 SOCIÉTÉS DE GESTION

- 15.1 Situation de l'emploi dans les sociétés de gestion

16 COMPAGNIES D'ASSURANCES ET FONDS DE PENSION

- 16.1 Avoirs et engagements des compagnies d'assurance et fonds de pension

4 PUBLICATIONS DE LA BCL

4.1 BULLETIN DE LA BCL

- Bulletin BCL 2014/1, mars 2014
- Bulletin BCL 2014/2 – non publié*
- Bulletin BCL 2014/3, octobre 2014

Pour une liste complète des Bulletins publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

4.2 REVUE DE STABILITÉ FINANCIÈRE

- Revue de stabilité financière, juin 2014

4.3 RAPPORT ANNUEL DE LA BCL

- Annual Report 2013, August 2014
- Rapport annuel 2013, mai 2014

Pour une liste complète des Rapports annuels publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

4.4 CAHIERS D'ÉTUDES DE LA BCL

- Cahier d'études N° 94, décembre 2014
How do households allocate their assets? Stylised facts from the Eurosystem Household Finance and Consumption Survey, by Luc Arrondel, Laura Bartiloro, Pirmin Fessler, Peter Lindner, Thomas Y. Mathä, Cristiana Rampazzi, Frederique Savignac, Tobias Schmidt, Martin Schürz and Philip Vermeulen
- Cahier d'études N° 93, décembre 2014
Household Saving Behaviour and Credit Constraints in the Euro Area, by Julia Le Blanc, Alessandro Porpiglia, Federica Teppa, Junyi Zhu and Michael Ziegelmeier
- Cahiers d'études N° 92, juin 2014
The Eurosystem, the banking sector and the money market, by Paul Mercier
- Cahier d'études N° 91, juin 2014
Household wealth in the euro area: The importance of intergenerational transfers, homeownership and house price dynamics, by Thomas Y. Mathä, Alessandro Porpiglia and Michael Ziegelmeier
- Cahier d'études N° 90, mai 2014
Wealth differences across borders and the effect of real estate price dynamics: Evidence from two household surveys, by Thomas Y. Mathä, Alessandro Porpiglia and Michael Ziegelmeier
- Cahier d'études N° 89, mars 2014
Cross-border commuting and consuming: An empirical investigation, by Thomas Y. Mathä, Alessandro Porpiglia and Michael Ziegelmeier
- Cahier d'études N°88, mars 2014
2007-2013: This is what the Indicator told us - Evaluating the Performance of Real-Time Nowcasts from a Dynamic Factor Model, by Muriel Nguiffo-Boyom
- Cahier d'études N°87, mars 2014
Déficit, Croissance et bien-être intergénérationnel: comment réformer les pensions au Luxembourg?, par Muriel Bouchet, Luca Marchiori et Olivier Pierrard
- Cahier d'études N° 86, février 2014

*Voir communiqué de presse du 16.06.2014 disponible sur le site internet de la BCL

- The Impact of the Exchange Rate on Luxemburg Equity Funds, by Mustafa Kultur and Romuald Morhs
- Cahier d'études N° 85, février 2014
Household Risk taking after the Financial Crisis, by Sarah Necker and Michael Ziegelmeier
- Cahier d'études N° 84, février 2014
Household Risk Management and Actual Mortgage Choice in the Euro Area, by Michael Ehrmann and Michael Ziegelmeier

Pour une liste complète des Cahiers d'études publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

4.5 AUTRES PUBLICATIONS DE LA BCL

- Historique du siège de la BCL - Du jardin creux à l'euro ou de la Villa Gillard au Bâtiment Pierre Werner, par René Link, décembre 2013.
- La Banque centrale du Luxembourg, édition 2013
- The Banque centrale du Luxembourg, édition 2013
- Brochure des produits numismatiques de la BCL, édition 2014

4.6 MATÉRIEL D'INFORMATION SUR LES ÉLÉMENTS DE SÉCURITÉ DES BILLETS ET PIÈCES EN EUROS

Pour une liste complète du matériel d'information sur les éléments de sécurité des billets et pièces en euros publié par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu)

4.7 PUBLICATIONS ET PRÉSENTATIONS EXTERNES DU PERSONNEL DE LA BCL

4.7.1 Publications externes du personnel de la BCL

- De la Croix, D., O. Pierrard and H. Sneessens (2013): Ageing and Pensions in General Equilibrium: Labour Market Imperfections Matter, *Journal of Economic Dynamics and Control* **37**(1): 104-124.
- Curi, C., P. Guarda, A. Lozano-Vivas et V. Zelenyuk (2013): Is foreign-bank efficiency in financial centers driven by home or host country characteristics? *Journal of Productivity Analysis* **40**(3): 367-385.
- Guarda, P., A. Rouabah et M. Vardanyan (2013): Identifying bank outputs and inputs with a directional technology distance function *Journal of Productivity Analysis* **40**(2): 185-195
- Guarda, P., A. Rouabah et J. Theal (2013): A mixture vector autoregressive framework to capture extreme events in macroprudential stress tests, *Journal of Risk Model Validation*, 7(4):1-31
- Marchiori, L., I.-L. Shen and F. Docquier (2013): Brain Drain in Globalization: A general equilibrium analysis from the source countries' perspective, *Economic Inquiry*, 51(2):1582-1602.
- Ziegelmeier, M. (2013): Illuminate the unknown: Evaluation of imputation procedures based on the SAVE Survey, *Advances in Statistical Analysis* **97**(1): 49-76.
- Ziegelmeier M. and J. Nick (2013): Backing out of private pension provision - Lessons from Germany, *Empirica - Journal of European Economics* **40**(3): 505-539.
- Bucher-Koenen, T., and M. Ziegelmeier (2014) : Once burned, twice shy? Financial literacy and wealth losses during the financial crisis, *Review of Finance*, **18**(6), 2215-2246.
- Martin D. and O. Pierrard (2014): On-the-job search and cyclical unemployment: Crowding out vs. vacancy effects, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 44, pp 235-250.

4.7.2 Présentations Externes

- European Commission Seminar on Housing, Brussels, décembre 2014
- Conférence annuelle du Réseau d'Etudes sur le marché du Travail et de l'Emploi Luxembourgeois (RETEL – Observatoire de l'emploi), Mondorf-les-Bains, décembre 2014
- The Competitiveness Research Network (CompNet) Workshop, Francfort, Allemagne, décembre 2014
- Conférence « Five Years of Crisis – Lessons Learned and Paths Towards a Resilient European Monetary Union », Trier, octobre 2014
- 2nd Luxembourg Household Finance and Consumption Workshop, Luxembourg, juin 2014
- Annual conference of the Swedish Network of European Research in Economics and Business (SNEE), Mölle, Suède, mai 2014
- Annual Meeting of the Austrian Economic Association, NOeG 2014, Vienna, mai 2014
- Comité social et économique, Luxembourg, mai 2014.
- EUI-nomics 2014 : Debating the economic conditions in the euro area and beyond, Florence, Italie, avril 2014
- Comité social et économique, Luxembourg, mars 2014.
- Eurosystem Household Finance and Consumption Network (HFCN) research seminar, Francfort, Allemagne, mars 2014
- Conférence internationale « International labor mobility and inequality across nations », Clermont-Ferrand, France, janvier 2014

5 PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

Pour une liste complète des documents publiés par la Banque centrale européenne (BCE), ainsi que pour les versions traduites dans les langues officielles de l'UE, veuillez consulter le site internet de la BCE www.ecb.int.

For a complete list of the documents published by the European Central Bank (ECB) and for the versions in all official languages of the European Union, please visit the ECB's web site www.ecb.int.

COMMANDE / ORDER

BCE/ ECB
Postfach 160319
D-60066 Frankfurt am Main
<http://www.ecb.int>

6 LISTE DES ABRÉVIATIONS

| | | | |
|---------------|---|-----------------|--|
| ABBL | Association des Banques et Banquiers, Luxembourg | EMU | Economic and Monetary Union |
| AFN | Avoirs financiers nets | EU | European Union |
| AGDL | Association pour la garantie des dépôts, Luxembourg | EUR | euro |
| BCE | Banque centrale européenne | EUROSTAT | Office statistique des Communautés Européennes |
| BCL | Banque centrale du Luxembourg | FBCF | Formation brute de capital fixe |
| BCN | banque(s) centrale(s) nationale(s) | FCP | Fonds commun de placement |
| BEI | Banque européenne d'investissement | FMI | Fonds monétaire international |
| BERD | Banque européenne pour la reconstruction et le développement | GAFI | Groupe d'action financière pour la lutte contre le blanchiment de capitaux |
| BRI | Banque des règlements internationaux | GDP | Gross domestic product |
| CCBM | Correspondent central banking model | HICP | Harmonised Index of Consumer Prices |
| CETREL | Centre de transferts électroniques Luxembourg | IGF | Inspection générale des finances |
| CPI | Consumer Price Index | IFM | Institution financière monétaire |
| CSSF | Commission de surveillance du secteur financier | IME | Institut monétaire européen (1994-1998) |
| DTS | Droits de tirage spéciaux | IML | Institut monétaire luxembourgeois (1983-1998) |
| ECB | European Central Bank | IOSCO | International Organisation of Securities Commissions |
| ECG | Enlarged Contact Group on the Supervision of Investment Funds | IPC | Indice des prix à la consommation |
| EIB | European Investment Bank | IPCH | Indice des prix à la consommation harmonisé |
| EMI | European Monetary Institute (1994-1998) | MFI | Monetary Financial Institution |
| EMS | European Monetary System | NCB | National central bank |
| | | OCDE | Organisation de coopération et de développement économiques |

| | | | |
|---------------------|---|-----------------------|--|
| OECD | Organisation for Economic Cooperation and Development | SYPAL GIE | Groupement d'intérêt économique pour la promotion et la gestion des systèmes de paiement au Luxembourg |
| OICV | Organisation internationale des commissions de valeurs | TARGET SYSTEM | Trans-European Automated Realtime Gross settlement Express Transfer system |
| OLS | Ordinary least squares | SYSTÈME TARGET | Transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel |
| OPC | Organisme de placement collectif | TCE | Traité instituant la Communauté européenne |
| OPCVM | Organisme de placement collectif en valeurs mobilières | UCI | Undertaking for Collective Investments |
| OPEP | Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole | UCITS | Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities |
| PIB | Produit intérieur brut | UCM | Union des caisses de maladie |
| PSC | Pacte de stabilité et de croissance | UE | Union européenne |
| PSF | Autres professionnels du secteur financier | UEM | Union économique et monétaire |
| RTGS SYSTEM | Real-Time Gross Settlement system | USD | Dollar des Etats-Unis d'Amérique |
| SYSTÈME RBTR | Système de règlement brut en temps réel | VNI | Valeur nette d'inventaire |
| RTGS-L GIE | Groupement d'intérêt économique pour le règlement brut en temps réel d'ordres de paiement au Luxembourg | | |
| SEBC | Système européen de banques centrales | | |
| SEC | Système européen de comptes | | |
| SICAF | Société d'investissement à capital fixe | | |
| SICAV | Société d'investissement à capital variable | | |
| SME | Système monétaire européen | | |
| SWIFT | Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication s.c. | | |



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME

2, boulevard Royal
L-2983 Luxembourg

Téléphone: +352 4774-1
Télécopie: +352 4774-4910

www.bcl.lu • sg@bcl.lu