



BULLETIN  
2016

3

bcc

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG  
EUROSYSTÈME



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](mailto:info@bcl.lu)  
Luxembourg, le 20 janvier 2017

Achévé de rédiger le 19 décembre 2016.

# SOMMAIRE

## 1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.1	La situation économique dans la zone euro	10
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	10
1.1.2	Les marchés obligataires	11
1.1.3	Les marchés d'actions	11
1.1.4	Les marchés de changes	12
1.1.5	Les prix à la consommation	12
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	14
1.1.7	La balance des paiements de la zone euro	14
1.1.8	Les projections macroéconomiques pour la zone euro	16
1.2	La situation économique au Luxembourg	17
1.2.1	Les prix et les coûts	17
1.2.2	Le marché du travail	21
1.2.3	Les activités sectorielles	27
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	50
1.2.5	La croissance économique	52
1.2.6	Projections macroéconomiques de décembre 2016	55
1.2.7	Le commerce extérieur	64
1.2.8	La balance des paiements	66
1.2.9	La position extérieure globale	67

## 2 AVIS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG (BCL) SUR LES PROJETS DE LOI CONCERNANT LE BUDGET DES RECETTES ET DES DÉPENSES DE L'ÉTAT POUR L'EXERCICE 2017 ET LA PROGRAMMATION FINANCIÈRE PLURIANNUELLE POUR LA PÉRIODE 2016-2020

1	Le contexte macroéconomique au Luxembourg et dans la zone euro	74
2	Les grandes lignes du projet de budget 2017	105
3	La programmation pluriannuelle	181
4	Les projections de finances publiques de la BCL de décembre 2016	205
5	Analyse des risques et soutenabilité à long terme des finances publiques luxembourgeoises	213
6	Les administrations locales - analyse du projet de loi concernant la réforme ayant trait au financement des communes	218
7	La Trésorerie de l'État et le Fonds de la dette	228
8	Les éléments budgétaires additionnels	231

## 3 ANNEXES

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	238
2	Circulaires de la BCL	238
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL ( <a href="http://www.bcl.lu">www.bcl.lu</a> )	238
4	Publications de la BCL	241
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	243
6	Liste des abréviations	244

## LISTE DES ENCADRÉS

2	Encadré 1 : Effets d'un crédit d'impôt dégressif sur les taux moyen et marginal d'imposition	126
	Encadré 2 : Instrument de simulation de la BCL, méthodologie et informations techniques	130
	Encadré 3 : Indicateurs de redistributivité et de progressivité	131



## VUE D'ENSEMBLE

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a communiqué une série de mesures de politique monétaire prises lors de sa réunion du 8 décembre 2016. Il a d'abord décidé de maintenir inchangés le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt, à respectivement 0,00 %, 0,25 % et -0,40 %. Ces taux devraient rester à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée et allant bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs.

En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé de poursuivre ses achats au titre du programme d'achats d'actifs (APP) au rythme mensuel actuel de 80 milliards d'euros jusqu'en fin mars 2017. Les achats nets d'actifs devraient continuer à hauteur de 60 milliards d'euros par mois à partir d'avril 2017 et jusqu'en fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Si, au cours de cette période, les perspectives devenaient moins favorables ou si les conditions financières ne permettaient plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, le Conseil des gouverneurs pourrait alors envisager d'accroître les volumes d'achats d'actifs et/ou d'allonger la durée du programme. Les achats nets s'effectueraient en parallèle avec le réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis antérieurement dans le cadre de l'APP.

Afin d'assurer la poursuite de la mise en œuvre harmonieuse des achats d'actifs de l'Eurosystème, le Conseil des gouverneurs a également décidé de modifier certains paramètres de l'APP à compter de janvier 2017. Il s'agit, d'une part, d'élargir la gamme d'échéances du programme d'achats de titres du secteur public en diminuant la durée résiduelle minimale des titres éligibles de deux ans à un an et, d'autre part, de permettre, dans la mesure où cela est nécessaire, les achats, dans le cadre de l'APP, de titres assortis d'un rendement à l'échéance inférieur au taux d'intérêt de la facilité de dépôt.

En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé d'introduire les garanties espèces pour les facilités de prêts de titres dans le cadre du programme d'achats de titres publics (PSPP). Les banques centrales nationales de l'Eurosystème auront ainsi la possibilité d'accepter également des espèces en garantie de leurs facilités de prêts de titres sans avoir à les réinvestir pour neutraliser leur incidence en termes de liquidité. Le taux applicable à l'utilisation de la garantie espèces correspondra au taux le plus bas entre celui de la facilité de dépôt diminué de 30 points de base et celui observé sur le marché des pensions. La limite globale maximale de prêts de titres contre des garanties espèces s'établit à 50 milliards d'euros pour l'ensemble de l'Eurosystème.

L'extension du programme d'achats d'actifs a été calibrée afin de préserver l'orientation très accommodante de la politique monétaire, indispensable pour assurer une convergence durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Cette extension ainsi que le volume important des achats passés et les réinvestissements à venir assurent que les conditions financières au sein de la zone euro demeurent très favorables, ce qui reste crucial en vue d'atteindre l'objectif du Conseil des gouverneurs. L'extension des achats sur un horizon plus long permet une présence plus durable sur le marché et, par conséquent, une transmission plus pérenne des mesures de soutien. Ce calibrage reflète la reprise modérée mais se renforçant de l'économie de la zone euro ainsi que des tensions inflationnistes sous-jacentes toujours faibles. Le Conseil des gouverneurs a déclaré suivre attentivement l'évolution des perspectives en matière de stabilité des prix et d'agir, le cas échéant, en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat pour atteindre son objectif.



Le PIB en volume de la zone euro a augmenté, en glissement trimestriel, de 0,3 % au troisième trimestre 2016, après une croissance comparable au deuxième trimestre. Les données devenues disponibles, en particulier les résultats des enquêtes de conjoncture, indiquent une poursuite de la croissance au quatrième trimestre 2016. Par la suite, l'expansion économique devrait se poursuivre à un rythme modéré mais devenant plus soutenu. Selon l'appréciation du Conseil des gouverneurs, les effets des mesures de politique monétaire sur l'économie réelle soutiennent la demande intérieure et facilitent le désendettement. L'amélioration de la rentabilité des entreprises et les conditions de financement très favorables continuent de favoriser un rebond de l'investissement. De plus, la poursuite des créations d'emplois, qui bénéficient également des réformes structurelles antérieures, apporte un soutien au revenu disponible réel des ménages et ainsi à la consommation privée. Dans le même temps, des signes montrent une légère accélération de la reprise mondiale. Cependant, la croissance économique dans la zone euro devrait rester freinée par la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles et les ajustements des bilans toujours en cours dans un certain nombre de secteurs.

Ces perspectives ressortent globalement des projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui tablent sur une progression du PIB annuel en volume de 1,7 % en 2016 et 2017 et de 1,6 % en 2018 et 2019. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2016, réalisées par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume sont globalement inchangées. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse.

La hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro s'est poursuivie, pour s'établir à 0,6 % en novembre 2016, après 0,5 % en octobre et 0,4 % en septembre. Cette évolution reflète dans une large mesure l'augmentation des prix de l'énergie, alors qu'aucun signe convaincant de remontée de l'inflation sous-jacente n'est observé jusqu'à présent, selon l'appréciation du Conseil des gouverneurs. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation globale devrait continuer de s'accroître sensiblement au tournant de l'année, essentiellement en raison d'effets de base dans le rythme annuel de variation des prix de l'énergie. Les mesures de politique monétaire, la reprise économique attendue, ainsi que son impact sur la résorption progressive des sous-utilisations des capacités de production devraient avoir une influence positive sur les taux d'inflation qui devraient ainsi poursuivre leur hausse en 2018 et 2019.

Ce scénario ressort également des projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro qui prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,2 % en 2016, de 1,3 % en 2017, de 1,5 % en 2018 et de 1,7 % en 2019. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2016 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de progression de l'inflation globale demeurent dans l'ensemble inchangées.

En ce qui concerne le Luxembourg, l'estimation de la croissance pour l'année 2015 a été revue substantiellement à la baisse. La croissance du PIB réel, estimée initialement par le STATEC à 4,8 %, n'aurait plus été que de 3,5 % selon les comptes nationaux annuels pour l'année 2015 publiés en octobre 2016. L'évolution de l'activité au premier semestre de l'année 2016 a également montré des signes de ralentissement, ce qui implique que le PIB réel n'a sans doute que faiblement progressé par rapport à la fin de l'année 2015. S'agissant de la deuxième moitié



de l'année 2016, des signes d'un raffermissement de l'activité économique ont été observés, sous l'influence de l'évolution plus favorable des marchés financiers.

Les projections de la BCL de décembre 2016 aboutissent à une progression du PIB réel en 2016 de l'ordre de 3,5 %, soit un taux quasiment inchangé par rapport à l'exercice de juin 2016. La projection de croissance pour les années 2017 et 2018 se situe désormais autour de 3,9 %. L'accélération de la croissance résulterait en premier lieu d'une augmentation de la demande domestique, suite à une série de mesures relatives à la réforme fiscale prenant effet à partir de l'année 2017. Compte tenu des hypothèses faites au niveau des taux d'intérêt, du taux de change et des indices des marchés boursiers, qui se maintiendraient à des niveaux favorables, des effets positifs sur la croissance devraient se manifester au cours de la période de projection. Ceci explique le maintien d'une croissance économique robuste, supérieure à celle prévue pour la zone euro et aussi supérieure à la croissance luxembourgeoise post-crise. La légère révision à la baisse de la progression du PIB réel en 2017 est principalement attribuable à une accélération moins prononcée de la demande internationale par rapport aux projections de juin. Le taux de croissance diminuerait ensuite en 2019 pour s'établir à 3,6 %, sous l'influence de la dissipation des effets émanant de la réforme fiscale.

Le taux de variation de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) reculerait de 0,5 % en 2015 à 0,3 % en 2016 avant de s'accélérer fortement par la suite. Selon les projections de la BCL, l'inflation se situerait aux alentours de 1,7 % en 2017, 1,9 % en 2018 et 2,0 % en 2019. La forte accélération en 2017 résulterait de la conjugaison de la dissipation des effets de base liés au recul du prix du pétrole en début d'année 2016, du paiement de la tranche indiciaire anticipée pour le début de l'année 2017, du relèvement du salaire social minimum qui prendra effet au 1er janvier 2017 et de l'accélération projetée de l'inflation sous-jacente dans la zone euro. Au total, les projections d'inflation demeurent quasiment inchangées par rapport à l'exercice de juin 2016.

En ce qui concerne les finances publiques, le solde des administrations publiques luxembourgeoises a révélé un excédent pour l'année 2015 de 1,6 % du PIB, en légère progression par rapport à celui de 1,5 % observé en 2014. Pour 2016, la BCL projette un surplus de l'ordre de 1,5 % du PIB. Cette légère dégradation du solde serait attribuable à des surplus légèrement moins favorables au niveau des administrations locales et de la sécurité sociale. En 2017, le solde budgétaire des administrations publiques afficherait un déficit de -0,1 % du PIB. Cette dégradation significative s'expliquerait principalement par la mise en œuvre des mesures incluses dans la réforme fiscale qui, selon les estimations de la BCL, auraient un impact budgétaire négatif de 1,5 % du PIB en 2017. L'impact cumulé de la réforme fiscale atteindrait ensuite 1,7 % du PIB en 2018, en raison de la baisse supplémentaire du taux d'imposition sur le revenu des collectivités. Le solde des administrations publiques serait toutefois en léger surplus en 2018 à concurrence de 0,4 % du PIB, suivi d'un surplus de 0,3 % en 2019. Enfin, le ratio de dette publique serait en légère progression sur l'horizon de projection, passant de 22,1 % en 2015 à 23,8 % du PIB en 2019 sous l'effet des besoins de financement de l'administration centrale.

Finalement, ce bulletin reprend l'avis de la BCL sur les projets de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'État pour l'exercice 2017 et la programmation financière pluriannuelle pour la période 2016-2020. Cet avis a été présenté le 2 décembre à la Commission des Finances et du Budget de la Chambre des Députés.





**1 LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE**

1.1	La situation économique dans la zone euro	10
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	10
1.1.2	Les marchés obligataires	11
1.1.3	Les marchés d'actions	11
1.1.4	Les marchés de changes	12
1.1.5	Les prix à la consommation	12
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	14
1.1.7	La balance des paiements de la zone euro	14
1.1.8	Les projections macroéconomiques pour la zone euro	16
1.2	La situation économique au Luxembourg	17
1.2.1	Les prix et les coûts	17
1.2.2	Le marché du travail	21
1.2.3	Les activités sectorielles	27
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	50
1.2.5	La croissance économique	52
1.2.6	Projections macroéconomiques de décembre 2016	55
1.2.7	Le commerce extérieur	64
1.2.8	La balance des paiements	66
1.2.9	La position extérieure globale	67

# 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

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé, lors de la réunion du 8 décembre 2016, de maintenir le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt inchangés, à respectivement 0,00 %, 0,25 % et -0,40 %. Selon le Conseil des gouverneurs, ces taux devraient rester à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs.

En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé de poursuivre ses achats au titre du programme d'achats d'actifs (APP) au rythme mensuel actuel de 80 milliards d'euros jusqu'à fin mars 2017. Les achats nets d'actifs devraient continuer à hauteur de 60 milliards d'euros par mois à partir d'avril 2017 et jusqu'à fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Si, au cours de cette période, les perspectives deviennent moins favorables ou si les conditions financières ne permettent plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, le Conseil des gouverneurs envisage d'accroître le volume et/ou d'allonger la durée du programme. Les achats nets s'effectueront en parallèle avec le réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis antérieurement dans le cadre de l'APP.

Afin d'assurer la poursuite de la mise en œuvre harmonieuse des achats d'actifs de l'Eurosystème, le Conseil des gouverneurs a également décidé de modifier certains paramètres de l'APP à compter du 2 janvier 2017. D'une part, il a été décidé d'élargir la gamme d'échéances du programme d'achats de titres du secteur public à travers la diminution de la durée résiduelle minimale des titres éligibles de deux ans à un an. D'autre part, les achats de titres assortis d'un rendement à l'échéance inférieur au taux d'intérêt de la facilité de dépôt ont été autorisés dans la mesure où cela s'avère nécessaire.

En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé que les banques centrales de l'Eurosystème auront la possibilité d'accepter également des espèces en garantie de leurs facilités de prêts de titres dans le cadre du programme d'achats de titres publics sans avoir à les réinvestir pour neutraliser leur incidence en termes de liquidité. La limite globale maximale de prêts de titres contre des garanties espèces s'établit à 50 milliards d'euros pour l'ensemble de l'Eurosystème. Afin d'éviter d'entraver l'activité du marché des pensions, le taux applicable à l'utilisation à titre optionnel d'une garantie espèces correspondra au taux le plus bas entre celui de la facilité de dépôt, diminué de 30 points de base, et celui observé sur le marché des pensions.

Concernant les taux d'intérêt du marché monétaire, les valeurs moyennes des taux EONIA et EURIBOR 1 mois sont restées stables à respectivement -0,35 % et -0,38 % en novembre 2016. Les taux EURIBOR 3 mois et EURIBOR 12 mois ont diminué d'un point de base par rapport au mois précédent. Ils se sont établis à, respectivement, -0,32 % et -0,08 % en novembre 2016.

S'agissant de l'analyse monétaire, les données récentes ont indiqué un ralentissement de la croissance de la monnaie au sens large (M3). Le taux de progression annuel de M3 a été de 4,4 % en octobre 2016. L'expansion annuelle de M3 est restée principalement soutenue par ses composantes les plus liquides, l'agrégat monétaire étroit M1 ayant augmenté à un rythme annuel de 7,9 % en octobre 2016.

L'évolution des crédits a poursuivi son redressement observé depuis le début de 2014. Le rythme annuel de variation des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a atteint 2,1 % en octobre 2016, après s'être établi à 2,0 % en septembre. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) est resté stable en octobre 2016 à 1,8 %.

### 1.1.2 Les marchés obligataires

Aux États-Unis, le taux obligataire à 10 ans a connu une progression sur la période allant du 9 septembre 2016 au 19 décembre 2016, pour s'établir à un niveau de 2,6 % en fin de période. Cette hausse du rendement obligataire a reflété l'amélioration de l'activité économique et l'anticipation du relèvement, réalisé le 14 décembre 2016, d'un quart de point des taux d'intérêt par la Réserve fédérale américaine. Les taux des fonds fédéraux se situent désormais dans une fourchette comprise entre 0,5 % et 0,75 %.

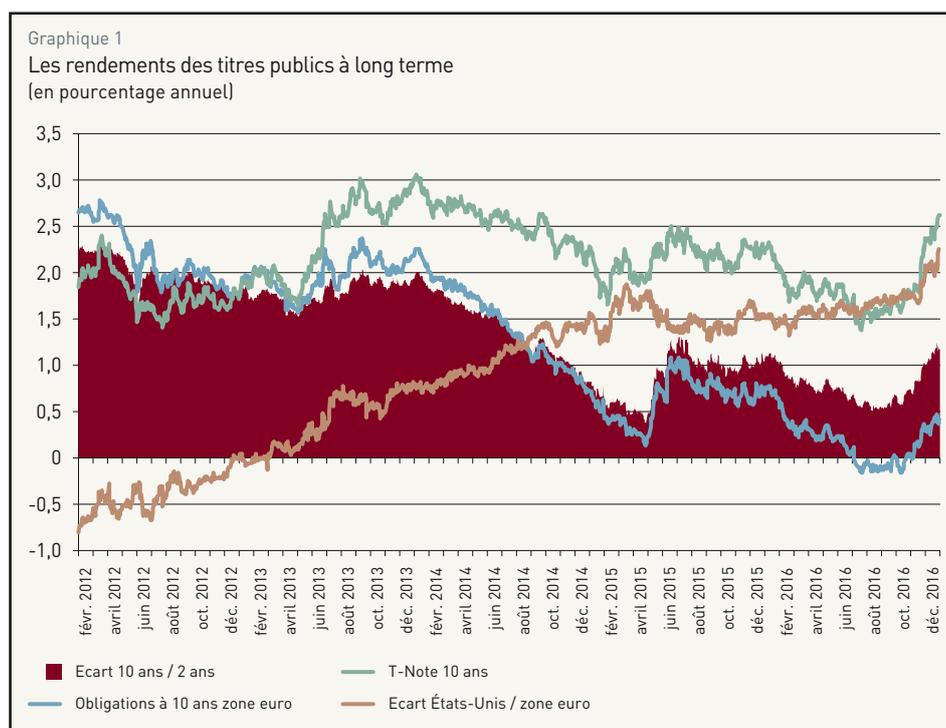
Dans la zone euro, le rendement des titres publics à 10 ans s'est également accru pour se fixer à 0,36 % en fin de période. En revanche, le rendement des titres publics à 2 ans s'est détérioré pour atteindre -0,80 % à la fin de la période analysée, de sorte que le différentiel de rendement entre les taux obligataires à 10 ans et ceux à 2 ans s'est creusé durant cette période.

### 1.1.3 Les marchés d'actions

Entre le 9 septembre 2016 et le 19 décembre 2016, l'indice Standard & Poor's 500 a connu une hausse de 6,1 % aux États-Unis. Cet accroissement est survenu après l'élection du candidat Donald Trump à la présidence des États-Unis, dont le programme économique prévoit, entre autres, un allègement de la fiscalité, la conduite de grands travaux d'infrastructure et l'abrogation de la loi Dodd-Frank concernant la réglementation des institutions financières. C'est sur fond de cette dernière proposition que l'indice bancaire KBW a connu une augmentation de près de 30 % par rapport à son niveau d'il y a 3 mois.

En parallèle, l'Euro Stoxx 50 a enregistré une augmentation de 6,6 % dans la zone euro, tandis que l'indice Stoxx Europe 600 Banks a connu une hausse de 18 % sur une période de 3 mois.

Au Japon, le Nikkei 225 a affiché une progression de 14,3 % malgré la révision à la baisse des chiffres de la croissance économique au troisième trimestre de 2016. Cette progression est probablement alimentée par la perspective d'un programme de travaux publics à hauteur de 7 500 milliards de yens (soit 61,3 milliards d'euros) et par la dépréciation du yen.



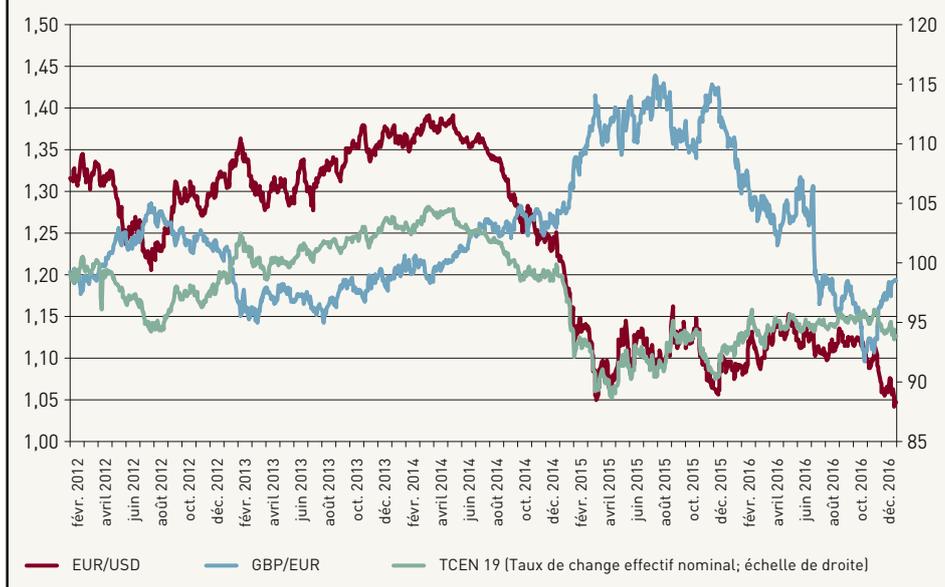
Sources : BCE, Bloomberg

Graphique 2  
Les grands indices boursiers dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon  
(Base 100 au 01/01/2014)



Source : Bloomberg

Graphique 3  
Les taux de change de l'euro



Source : Bloomberg

### 1.1.4 Les marchés de changes

Au cours de la période allant du 9 septembre au 19 décembre 2016, le taux de change effectif nominal de l'euro<sup>1</sup> s'est déprécié de près de 2 %. Sur la même période, l'euro s'est déprécié de 6,8 % vis-à-vis du dollar américain. Cette dépréciation de l'euro peut notamment s'expliquer par des évolutions divergentes de la politique monétaire dans la zone euro et aux États-Unis.

Concernant les autres principales devises mondiales, et sur la même période, l'euro s'est déprécié de 1 % vis-à-vis de la livre sterling. Il s'est apprécié de 6,6 % vis-à-vis du yen japonais dans le sillage de l'annonce d'une politique monétaire plus accommodante au Japon avec un contrôle de la courbe des rendements. Enfin, il s'est déprécié de 11,2 % vis-à-vis du rouble russe, de 2 % face au franc suisse et de 3,2 % par rapport au renminbi chinois.

S'agissant des devises des autres États membres de l'UE, depuis septembre, l'euro s'est apprécié de 0,9 % face au forint hongrois, de 1,8 % face au zloty polonais et de 2,4 % face à la couronne suédoise, pour demeurer stable face à la couronne danoise.

### 1.1.5 Les prix à la consommation

L'inflation dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), avait reculé en 2015 pour la qua-

trième année consécutive. Le taux d'inflation annuel moyen n'avait été que de 0,0 %, ce qui correspond à son niveau le plus bas depuis l'introduction de l'euro. Cette évolution s'est poursuivie au courant de

1 Le taux de change effectif nominal de l'euro est mesuré vis-à-vis d'un panier de devises des 19 principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

l'année 2016, puisque le taux d'inflation moyen sur la période de janvier à novembre 2016 n'a été que de 0,2 %, donc très proche du taux moyen de 2015. Cette variation moyenne est le résultat d'une évolution à la baisse de l'inflation au courant de la première moitié de l'année, au cours de laquelle l'inflation est passée de 0,3 % en janvier à -0,2 % en mai, suivie d'une remontée par la suite pour atteindre 0,6 % en novembre.

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)

	2013	2014	2015	2016 T1	2016 T2	2016 T3	OCT-16	NOV-16
IPCH global	1,4	0,4	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,5	0,6
Produits alimentaires non transformés	3,5	-0,8	1,6	1,1	1,4	2,1	0,2	0,7
Produits alimentaires transformés	2,2	1,2	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,7
Produits manufacturés hors énergie	0,6	0,1	0,3	0,6	0,5	0,3	0,3	0,3
Energie	0,6	-1,9	-6,8	-7,4	-7,7	-5,1	-0,9	-1,1
Services	1,4	1,2	1,2	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,3	0,9	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7	0,8

Source : Eurostat

La composition de l'inflation est restée inchangée entre 2015 et les onze premiers mois de 2016. En effet, les taux d'inflation moyens des cinq principales composantes de l'IPCH n'ont guère évolué. Ainsi, le taux d'inflation global de 0,2 % en 2016 a résulté de la combinaison d'un taux d'inflation négatif de - 5,7 % pour les prix de l'énergie, d'un taux d'inflation de 1,3 % pour les produits alimentaires non transformés et d'un taux d'inflation positif mais faible de 0,8 % pour les composantes les plus stables. En ce qui concerne les sous-composantes de l'IPCH à l'exclusion des produits volatils, l'inflation des produits alimentaires transformés et des services s'est stabilisée à respectivement 0,5 % et 1,1 %.

La stabilisation à des niveaux différents des taux d'inflation des différentes composantes confirme une poursuite de l'hétérogénéité des dynamiques de prix. Cette hétérogénéité n'est pas anormale dans un contexte où les principaux facteurs déterminants de l'inflation se caractérisent par des évolutions divergentes. Ainsi, malgré son rebond de plus de 60 % depuis le début de l'année, le prix du pétrole n'a pas encore dépassé son niveau observé vers la mi-2015. Les prix des autres matières premières, que ce soient les produits agricoles ou les autres matières premières non énergétiques, sont soit toujours en recul, soit nettement inférieurs à leurs sommets atteints durant les dernières années. Ces dynamiques de prix sont à l'origine de la faible inflation des biens alimentaires transformés ainsi que de l'inflation négative des prix de l'énergie. Après la dépréciation observée vers la fin de l'année 2014, le taux de change de l'euro par rapport au dollar est resté globalement stable depuis janvier 2015, hormis la période la plus récente. La stabilisation du taux de change a donc freiné, voire arrêté, la tendance au renchérissement des biens importés et n'a ainsi plus contribué à la hausse de l'inflation des biens manufacturés hors énergie. L'environnement macroéconomique de la zone euro s'est nettement amélioré depuis la fin du deuxième trimestre 2014 et la croissance trimestrielle moyenne du PIB réel s'est établie à des niveaux situés entre 0,3 % et 0,4 %. Une poursuite de ce scénario devrait contribuer à une inflation plus élevée. Si les prix à la consommation n'ont pas encore subi de pressions à la hausse via la demande c'est sans doute à cause d'une dynamique des salaires qui reste encore fort atténuée.

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

Selon l'estimation d'Eurostat, le PIB de la zone euro a progressé de 0,3 % au cours du troisième trimestre 2016 par rapport au trimestre précédent. Au cours du deuxième trimestre 2016, le PIB avait également augmenté de 0,3 %. Au troisième trimestre 2016, la croissance ne s'est établie qu'à 0,2 % pour les trois pays voisins du Luxembourg (Allemagne, Belgique et France). Le PIB a en revanche fortement progressé dans plusieurs pays de la zone euro : la croissance trimestrielle s'est ainsi établie à 1,0 % en Slovaquie ; à 0,8 % en Grèce et au Portugal ; et à 0,7 % en Espagne, à Chypre, au Pays-Bas et en République tchèque.

Au troisième trimestre 2016, la croissance du PIB de la zone euro a été essentiellement tirée par le dynamisme des dépenses de consommations privée et publique ainsi que par un léger restockage, faisant suite à deux trimestres consécutifs de déstockage. La contribution des stocks à la croissance s'est établie à 0,1 p.p., comme celle de la consommation publique. La contribution de la consommation privée à la croissance s'est elle établie à 0,2 p.p.. De leur côté, les contributions de l'investissement et des exportations à la croissance ont été nulles, tandis que les importations ont pesé sur la croissance à hauteur de 0,1 p.p..

Les statistiques de l'emploi font quant à elles état d'une croissance de l'emploi de 0,2 % au troisième trimestre 2016 par rapport au deuxième trimestre 2016 (après 0,4 % au deuxième trimestre 2016 par rapport au premier trimestre 2016). Au niveau sectoriel, la croissance de l'emploi a été particulièrement marquée dans les secteurs des activités immobilières (0,8 % au troisième trimestre 2016, après 0,2 % au deuxième trimestre 2016), de l'agriculture et de l'information-communication (0,4 % dans ces deux secteurs, après respectivement 0,2 % et 0,6 %).

Le taux de chômage corrigé des variations saisonnières s'est établi à 9,8 % dans la zone euro en octobre 2016, en baisse par rapport au taux de 9,9 % enregistré en septembre 2016 et à celui de 10,6 % d'octobre 2015. Il s'agit du taux le plus faible enregistré dans la zone euro depuis juillet 2009. Eurostat a estimé qu'en octobre 2016, 15,9 millions d'hommes et de femmes étaient au chômage dans la zone euro. Par rapport à septembre 2016, le nombre de chômeurs a diminué de 178 000 dans la zone euro, alors qu'il a baissé de 1,1 million de personnes par rapport à octobre 2015.

### 1.1.7 La balance des paiements de la zone euro

Sur les trois premiers trimestres 2016, la zone euro a dégagé un excédent courant de 234 milliards d'euros (soit l'équivalent de 2,9 % du PIB), comparé à un excédent de 219 milliards (2,8 % du PIB) sur la période correspondante de 2015. Cette légère amélioration a été le reflet de la hausse du surplus des biens (voir graphique 4). En effet, l'excédent des marchandises, étant d'ordinaire la contribution positive la plus importante à la balance courante, n'a cessé de croître pour égaler 374 milliards d'euros (3,3 % du PIB) sur les trois premiers trimestres 2016, comparé à un surplus de 356 milliards d'euros (3,2 % du PIB) sur la même période en 2015. Cette amélioration s'explique toutefois par un recul de 2 % des importations de biens, sous l'effet de la baisse des prix du pétrole et des autres matières premières. Les exportations de biens n'ont, de leur côté, progressé que très légèrement (0,2 %) sur les trois premiers trimestres 2016.

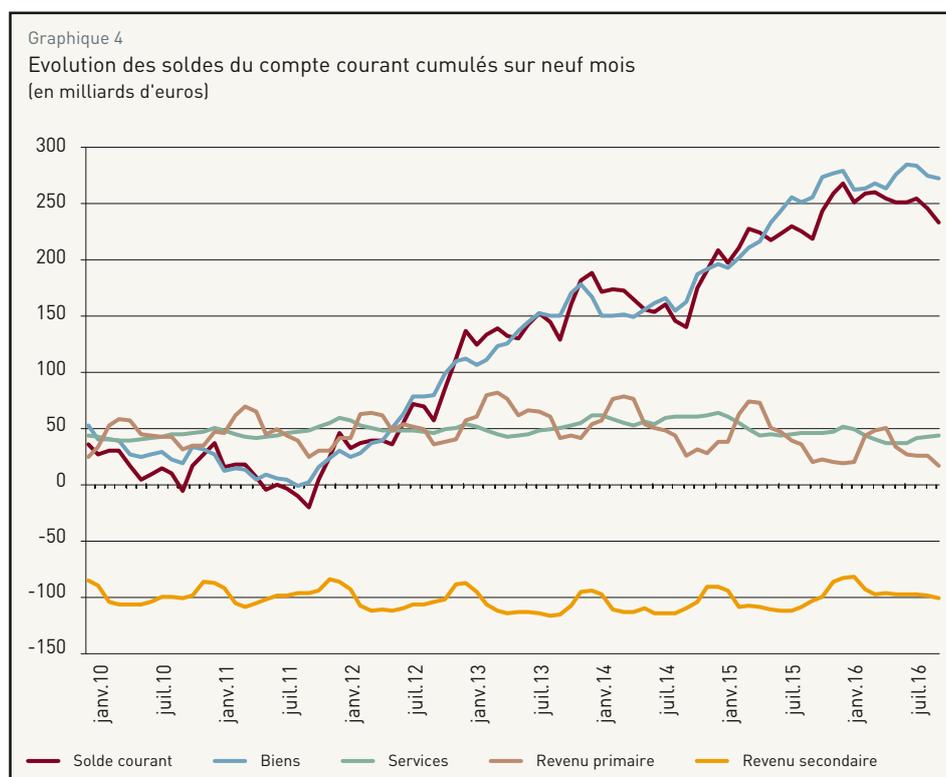
Concernant les autres composantes de la balance courante, la baisse de 3 % du déficit du revenu secondaire (contributions aux institutions internationales, aide au développement, etc.) a été totalement compensée par une réduction de l'excédent du revenu primaire (rémunération des salariés et revenu d'investissements). Avec un taux de croissance des importations (3,4 %) supérieur à celui des exportations (2,2 %), la balance des services s'est détériorée, son surplus ayant atteint 44 milliards d'euros.

sur les trois premiers trimestres 2016, comparé à un surplus de 46 milliards sur la période correspondante de 2015.

S'agissant du compte des transactions financières, les investisseurs non-résidents ont délaissé les placements en titres émis par la zone euro. En particulier, les titres de dette à long terme de la zone euro ont subi d'importantes ventes nettes, atteignant 214 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2016, comparées à des achats nets à hauteur de 127 milliards d'euros sur la même période en 2015. Ces ventes nettes s'expliquent notamment par la demande accrue de l'Eurosystème pour ce type d'instruments dans le cadre de la mise en œuvre de sa politique monétaire. Les titres de dette à court terme de la zone euro ont, quant à eux, fait l'objet d'achats nets à concurrence de 86 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres en 2016. Au niveau des marchés des titres de participation, les non-résidents ont réduit leurs achats nets à 108 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2016, contre 180 milliards sur la même période en 2015. Les transactions sur titres émis par la zone euro se sont ainsi globalement soldées par des sorties nettes de 19 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2016, comparées à des entrées nettes de 307 milliards sur la même période en 2015.

De leur côté, les résidents de la zone euro ont fortement réduit leurs placements en titres de participation étrangers, tout en investissant davantage dans les titres de dette étrangers. Sur les trois premiers trimestres de 2016, les transactions sur titres de participation étrangers se sont ainsi soldées par des achats nets de 7 milliards d'euros contre 19 milliards sur la période correspondante de 2015. En revanche, les achats de titres de dette étrangers ont augmenté pour atteindre 378 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2016, contre 373 milliards sur la même période en 2015. Les flux d'investissement de portefeuille se sont ainsi globalement soldés par des sorties nettes de capitaux de 405 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2016, comparées à des entrées nettes de 14 milliards sur la même période en 2015.

En ce qui concerne les autres composantes du compte financier, les sorties nettes d'investissements directs se sont réduites à 92 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2016, contre 224 milliards sur la période correspondante de 2015. En revanche, au niveau des flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques), la hausse des engagements des institutions financières monétaires (y compris l'Eurosystème) a occasionné des entrées nettes de 289 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2016, contre 103 milliards d'euros sur la même période en 2015.



Source : BCE

### 1.1.8 Les projections macroéconomiques pour la zone euro

Selon les projections macroéconomiques de décembre 2016 de l'Eurosystème, la reprise économique dans la zone euro devrait se poursuivre de façon globalement conforme aux anticipations formulées dans les projections de septembre 2016. Favorisés par l'orientation très accommodante de la politique monétaire, par les progrès accomplis en matière de désendettement dans les différents secteurs et par les améliorations constantes de la situation sur les marchés du travail, le redressement attendu de l'économie mondiale et la vigueur escomptée de la demande intérieure devraient soutenir la reprise sur l'horizon de projection. Sur une base annuelle, la croissance du PIB en volume serait de 1,7 % en 2016 et 2017 et de 1,6 % en 2018 et 2019.

Selon les projections de l'Eurosystème, la dynamique de croissance des dépenses de consommation privée devrait globalement se maintenir sur l'horizon de projection. Renforcée par les mesures de politique monétaire de l'Eurosystème, l'amélioration des conditions d'octroi de crédits bancaires devrait soutenir la croissance de la consommation privée. Si le bas niveau des taux d'intérêt affecte les intérêts reçus et versés par les ménages, il tend à redistribuer les ressources des épargnants nets vers les emprunteurs nets. Ces derniers ayant généralement une propension marginale à consommer plus forte que les premiers, cette redistribution devrait favoriser la consommation privée agrégée. De plus, les progrès accomplis en matière de désendettement et l'accroissement attendu du patrimoine financier net des ménages, qui reflète de nouvelles hausses des prix de l'immobilier, devraient également soutenir la consommation.

La hausse de l'investissement résidentiel dans la zone euro devrait se poursuivre. L'accélération anticipée de la croissance du revenu disponible nominal, le très bas niveau des taux hypothécaires et le moindre attrait d'autres investissements devraient favoriser une reprise soutenue de l'investissement résidentiel. L'investissement des entreprises devrait quant à lui afficher une progression constante. Néanmoins, la reprise de l'investissement des entreprises restera entravée par des rigidités sur les marchés des produits et par les anticipations d'une croissance potentielle plus faible que par le passé.

Les exportations hors zone euro devraient s'accélérer sur l'horizon de projection, globalement en phase avec la demande extérieure. La demande étrangère augmenterait à partir de la fin 2016 à la faveur des hausses de la demande d'importations émanant aussi bien des économies avancées que des pays émergents (dont la Russie et le Brésil). La croissance modérée des importations au Royaume-Uni devrait toutefois empêcher une augmentation plus marquée de la demande étrangère adressée à la zone euro. Globalement, les taux de croissance prévus de la demande étrangère demeureront bien en deçà des niveaux d'avant la crise. Les importations en provenance des pays hors zone euro devraient croître légèrement et plus rapidement que les exportations hors zone euro.

Sur l'horizon de projection, tant le déficit budgétaire des administrations publiques que les ratios de dette publique devraient s'inscrire en baisse. En 2016, la baisse des paiements d'intérêts et l'évolution positive de la composante conjoncturelle feraient plus que compenser la détérioration du solde primaire corrigé du cycle. De 2017 à 2019, la poursuite de la baisse des paiements d'intérêts ainsi que l'amélioration de la composante conjoncturelle impliqueraient une nouvelle réduction du déficit budgétaire. La réduction progressive de la dette publique sur l'horizon de projection serait principalement soutenue par l'écart favorable entre taux de croissance et taux d'intérêt, au regard des anticipations de reprise économique et de faiblesse des taux d'intérêt.

Le Conseil des gouverneurs a estimé que les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse.

Tableau 2 :

## Projections macroéconomiques de l'Eurosystème pour la zone euro

(taux de variation annuels en pourcentages)

	PROJECTIONS DE DÉCEMBRE 2016				PROJECTIONS DE SEPTEMBRE 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
PIB réel	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7	1,6	1,6
	[1,6 - 1,8]	[1,1 - 2,3]	[0,6 - 2,6]	[0,4 - 2,8]	[1,5 - 1,9]	[0,7 - 2,5]	[0,4 - 2,8]
Consommation privée	1,7	1,5	1,5	1,4	1,7	1,6	1,5
Consommation publique	2,0	1,3	1,1	1,1	1,7	0,9	1,0
Investissement	3,0	3,1	3,1	2,7	3,1	3,3	3,3
Exportations	2,7	3,7	3,9	4,0	2,6	3,7	4,1
Importations	3,3	4,1	4,3	4,1	3,3	4,4	4,7
Emploi	1,4	1,1	0,8	0,8	1,3	0,8	0,7
Taux de chômage (en pourcentage de la population active)	10,0	9,5	9,1	8,7	10,1	9,9	9,6
Solde budgétaire des administrations publiques (en pourcentage du PIB)	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2	-1,9	-1,7	-1,5
Dette brute des administrations publiques (en pourcentage du PIB)	89,4	88,5	87,3	85,7	89,5	88,4	87,0
IPCH	0,2	1,3	1,5	1,7	0,2	1,2	1,6
	[0,2 - 0,2]	[0,8 - 1,8]	[0,7 - 2,3]	[0,9 - 2,5]	[0,1 - 0,3]	[0,6 - 1,8]	[0,8 - 2,4]
IPCH ex énergie	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,2	1,5

Source : BCE

En ce qui concerne l'inflation, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est poursuivie pour s'établir à 0,6 % en novembre 2016, après 0,5 % en octobre et 0,4 % en septembre. Cette évolution traduit, dans une large mesure, l'augmentation des prix de l'énergie en rythme annuel, alors qu'aucun signe majeur de remontée de l'inflation sous-jacente n'a été observé jusqu'à présent. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation globale devrait continuer de s'accroître sensiblement au tournant de l'année, essentiellement en raison d'effets de base dans le rythme annuel de variation des prix de l'énergie. Confortés par les mesures de politique monétaire de l'Eurosystème, la reprise économique attendue et la résorption progressive correspondante de la sous-utilisation des capacités productives devraient continuer à pousser les taux d'inflation à la hausse.

Ce scénario ressort également des projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,2 % en 2016, de 1,3 % en 2017, de 1,5 % en 2018 et de 1,7 % en 2019. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2016 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de progression de l'inflation globale demeurent dans l'ensemble inchangées.

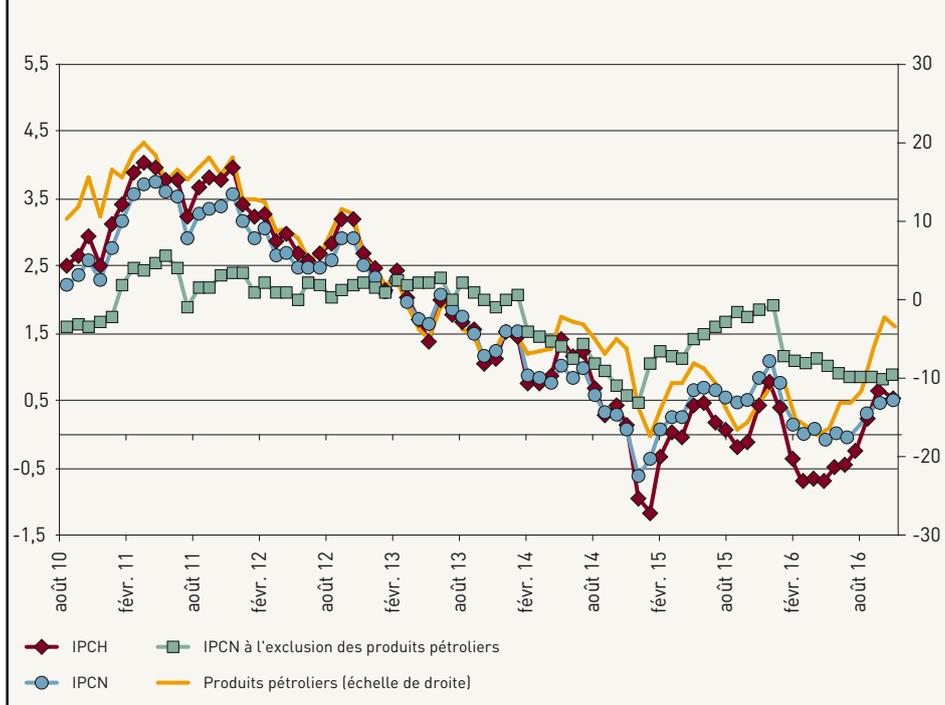
## 1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

### 1.2.1 Les prix et les coûts

#### 1.2.1.1 Les prix à la consommation

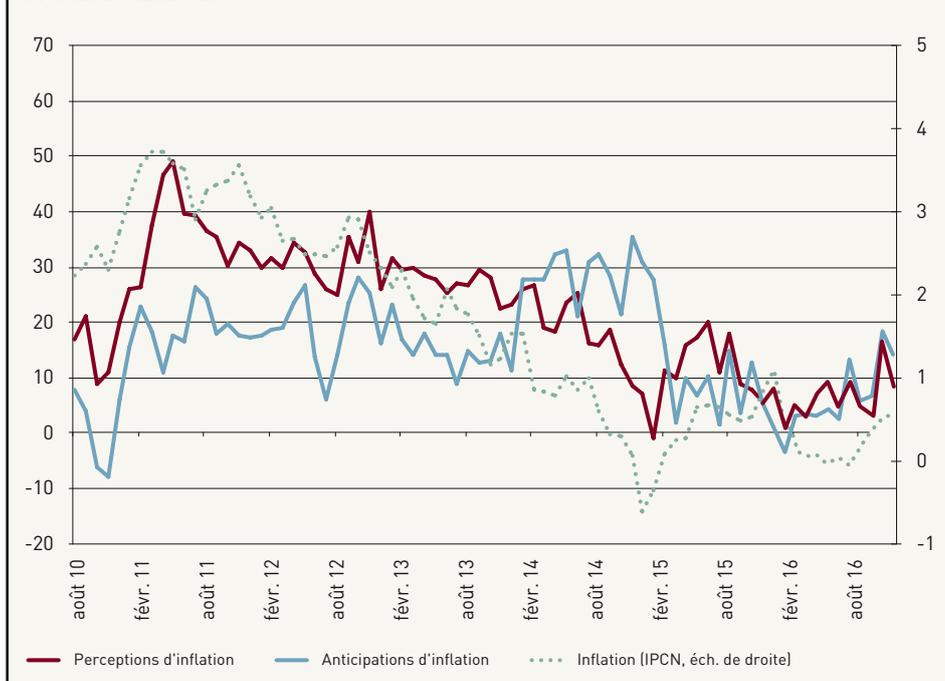
Le taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) avait reculé en 2015, pour la quatrième année consécutive. La dynamique de l'inflation au Luxembourg était ainsi en phase avec l'inflation de la zone euro. Cependant, avec une hausse de 0,5 % en 2015, le taux d'inflation de l'IPCN avait été plus élevé que le taux d'inflation de l'IPCH dans la zone euro (0,0 %). De janvier à

Graphique 5  
Evolution des prix à la consommation (taux de variation annuels)



Source : STATEC

Graphique 6  
Perceptions et anticipations qualitatives d'inflation des consommateurs au Luxembourg et inflation observée



Sources : BCL et STATEC

novembre 2016, le taux d'inflation moyen n'a été que de 0,2 % (voir graphique 5). Le différentiel par rapport à la zone euro a lui aussi reculé lors des deux premiers trimestres avant de devenir légèrement négatif lors du troisième trimestre (-0,1 p.p.).

Ce repli de l'inflation est le résultat d'un recul de l'inflation de la composante des prix des autres biens et services. Le taux d'inflation des services a, par exemple, été de 1,0 % de janvier à novembre de l'année 2016, contre 1,7 % en moyenne en 2015. Le recul des prix des produits pétroliers a, en revanche, été de même intensité en 2015 et 2016, notamment suite à la remontée des prix (en taux de variation mensuel) observée depuis la fin de l'été 2016. L'inflation des prix à l'exclusion des produits pétroliers a pour sa part fortement reculé depuis décembre 2015 et n'a plus été que de 1,0 % en moyenne de janvier à novembre 2016 contre 1,5 % en 2015. L'évolution du prix du pétrole et la dissipation des effets liés à la hausse de la taxation indirecte en 2015 (effet de base négatif) ont notamment contribué à ralentir l'inflation globale. Abstraction faite de ces deux éléments, c'est-à-dire en considérant l'ensemble des prix à taxation indirecte constante et en excluant les prix de l'énergie, le taux d'inflation aurait en effet nettement progressé en 2016 par rapport à sa moyenne de 2015.

Ainsi, le taux d'inflation au Luxembourg a été très proche, même si légèrement plus faible au troisième trimestre que celui observé

dans la zone euro<sup>2</sup>. Par rapport aux pays limitrophes, le différentiel a exceptionnellement été négatif et ceci à concurrence de -0,4 p.p. sur les trois premiers trimestres de 2016. Les taux d'inflation en France et en Allemagne ont été proches du taux au Luxembourg. Néanmoins, en Belgique, s'élevant à 1,7 %, le taux d'inflation a été un des taux les plus élevés de la zone euro. Les différentiels du Luxembourg cumulés sur la période allant de l'introduction de l'euro en 1999 au troisième trimestre 2016 ont atteint, respectivement, +9,7 p.p. par rapport aux pays limitrophes et +6,4 p.p. par rapport à la zone euro.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL<sup>3</sup>, les perceptions d'inflation, après avoir reculé vers la fin de l'année 2015, se sont stabilisées à un niveau très bas depuis le début de l'année 2016 (voir graphique 6). Les anticipations d'inflation se sont stabilisées depuis le début de l'année 2016 et se sont également établies à un niveau relativement bas. Ces deux mouvements semblent logiques dans la mesure où les effets de la hausse des taux de TVA sur les prix à la consommation se sont dissipés et que le taux d'inflation global est demeuré à un niveau bas. Les anticipations se sont néanmoins situées à un niveau nettement plus élevé en octobre et en novembre, vraisemblablement en réaction à la remontée des prix des produits pétroliers.

### 1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Les prix à la production pour l'ensemble des produits industriels avaient reculé de 1,1 % en 2015. Lors du premier trimestre de 2016, les prix à la production ont à nouveau été en légère baisse (-0,4 %) et ce, pour l'ensemble des catégories de biens à l'exception des biens de consommation, qui ont fortement progressé (9,7 %). Lors du deuxième trimestre, les prix pour l'ensemble de l'industrie ont été en très légère baisse de 0,1 %. Lors de ce trimestre, seuls les prix à la production des biens d'équipements ont nettement progressé, alors que les prix des autres biens ont légèrement reculé. Le troisième trimestre a quant à lui connu une nette progression des prix à la production (1,1 %) suite à la forte augmentation des prix des biens intermédiaires et, dans une moindre mesure, des biens de consommation, tandis que les prix à la production des biens énergétiques ont fortement reculé.

Tableau 3 :

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

	2014	2015	2016-T1	2016-T2	2016-T3
Ensemble des produits industriels	-3,0	-1,1	-0,4	-0,1	1,1
Biens intermédiaires	-3,0	-1,0	-2,0	-0,3	4,2
Biens d'équipement	0,1	-1,3	-0,5	0,8	-0,1
Biens de consommation	0,5	0,6	9,7	-0,2	0,4
Biens énergétiques	-8,1	-2,7	-4,5	-0,3	-8,0

Source : STATEC, calculs BCL

### 1.2.1.3 Les coûts salariaux

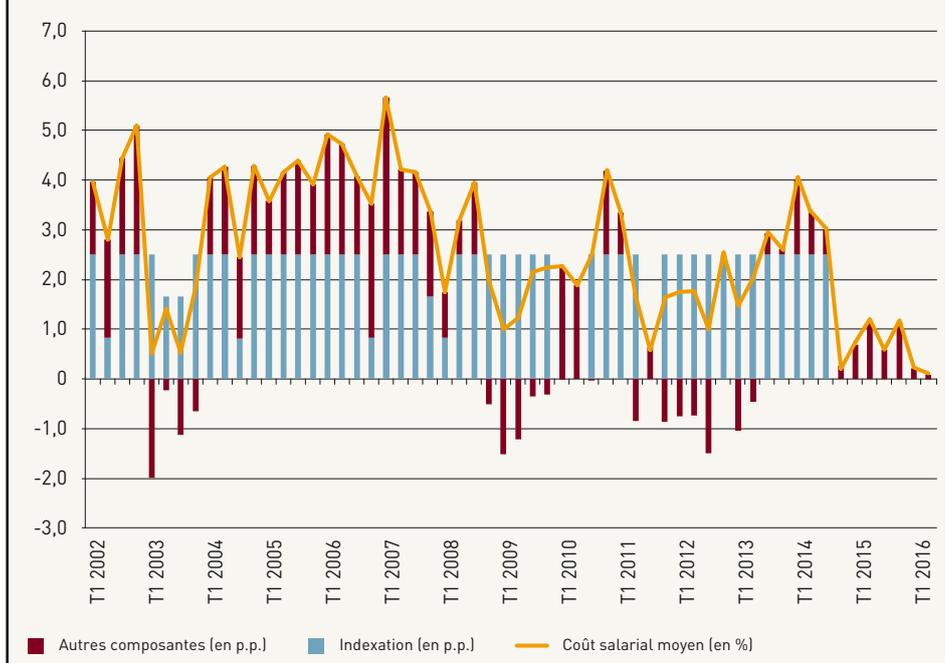
La plus récente estimation de la comptabilité nationale a fait état d'une progression annuelle du coût salarial moyen de 0,2 % au deuxième trimestre 2016, après une baisse de 0,1 % le trimestre précédent. Une analyse détaillée a révélé que cette progression était entièrement imputable à la contribution des « autres composantes », qui incorporent les éléments « réels », telles que les primes et gratifications ou encore la variation du volume de travail. L'apport de l'indexation des salaires a été nul depuis le

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

3 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.

Graphique 7

Décomposition de la croissance annuelle du coût salarial moyen  
(en pourcentage respectivement en points de pourcentage)



Sources : STATEC, calculs BCL

moyen a été la plus dynamique dans les « activités immobilières » (5,5 % en rythme annuel au deuxième trimestre 2016), l'industrie (1,9 %) et la branche « information et communication » (1,6 %). Au contraire, le coût salarial moyen s'est inscrit en baisse dans le secteur public au sens large (-1,9 %), le secteur financier (-1,1 %)⁵, les autres activités de services (-0,5 %) et le secteur primaire (-0,2 %). En glissement trimestriel, le coût salarial moyen a diminué de 0,2 % au cours du trimestre sous revue. L'évolution trimestrielle du coût salarial moyen est très volatile et fortement influencée par divers facteurs à caractère irrégulier, tels que la distribution de primes et l'évolution du volume de travail.

dernier trimestre 2014, compte tenu du fait qu'aucune tranche indiciaire n'a été payée depuis la fin de l'année 2013.

Notons que l'indicateur de court terme, calculé à partir des données administratives de la sécurité sociale, a reflété une progression plus forte de la rémunération par tête que celle retracée par les comptes nationaux. En effet, sur la base des fichiers mensuels de la sécurité sociale, le coût salarial moyen aurait progressé d'environ 0,9 % au cours du trimestre sous revue. Rappelons néanmoins que les données issues de ces deux sources statistiques ne sont pas parfaitement comparables, en raison de l'existence de divergences d'ordre méthodologique⁴.

L'analyse sectorielle révèle que la progression du coût salarial

4 La comptabilité nationale est compilée à partir d'une multitude de sources administratives et statistiques et fait l'objet de divers retraitements. Dans ce cas particulier, la divergence pourrait (en partie du moins) s'expliquer par les indemnités de licenciement qui sont comptabilisées dans les frais de personnel des établissements de crédit mais ne sont pas nécessairement incluses dans les salaires (et leurs composantes) tels que recensés auprès de la sécurité sociale.

5 Il convient de mentionner que la progression du coût salarial moyen dans ce secteur peut être impactée par le versement d'indemnités de licenciement dans le cadre de plans sociaux dans le secteur bancaire. Selon le compte de profits et pertes des établissements de crédit, les frais de personnel par tête se sont inscrits en baisse de 2,0 % au deuxième trimestre 2016 en comparaison annuelle.

Tableau 4 :

## Evolution du coût salarial moyen selon le secteur économique

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT					POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE				
	2015T2	2015T3	2015T4	2016 T1	2016 T2	2015T2	2015T3	2015T4	2016 T1	2016 T2
Secteur primaire	0,0	0,3	0,9	-0,4	-0,8	0,5	-0,6	1,4	1,0	-0,2
Industrie, y compris énergie	-1,9	1,5	-1,1	1,3	0,3	-2,1	0,9	-0,4	-0,2	1,9
Construction	0,6	0,6	0,3	-0,0	0,4	2,4	1,2	1,5	1,4	1,2
Commerce; réparation d'automobiles et de motocycles; transports et entreposage; hébergement et restauration	0,9	0,5	-0,1	0,2	0,3	1,6	2,3	1,9	1,4	0,9
Information et communication	0,2	-0,0	0,9	-2,2	2,9	2,8	0,6	2,5	-1,3	1,6
Activités financières et d'assurance	0,6	-0,2	0,0	-0,5	-0,5	-0,0	-0,9	1,6	-0,0	-1,1
Activités immobilières	-2,8	0,8	0,2	0,5	3,8	4,3	2,8	6,4	-1,1	5,5
Activités spécialisées, scientifiques et techniques; activités de services administratifs et de soutien	-0,7	-0,2	0,8	-0,5	0,9	1,0	0,5	0,3	-0,6	1,3
Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale	1,4	-1,3	-0,3	0,3	-0,8	2,1	-0,2	0,6	0,0	-1,9
Arts, spectacles et activités récréatives; autres activités de services	1,5	-0,4	-1,5	1,4	-0,0	3,5	2,1	2,2	0,9	-0,5
Coût salarial moyen - économie totale	0,4	-0,1	0,0	-0,1	0,2	1,2	0,6	1,2	0,2	0,1

Remarque : les données trimestrielles sont ajustées pour les variations saisonnières.

Source : STATEC, calculs BCL

En conclusion, la plus récente estimation des comptes nationaux a fait état d'une certaine modération salariale. La dynamique des salaires a été exclusivement imputable à l'apport des « autres composantes », dites réelles. Ces estimations doivent cependant être considérées avec prudence, eu égard à leur caractère encore provisoire.

## 1.2.2 Le marché du travail

### 1.2.2.1 L'emploi

Les dernières informations ont confirmé le repositionnement de l'emploi sur un sentier de croissance. Selon les données définitives disponibles, l'emploi salarié a progressé de 3,1 % en août 2016, en glissement annuel, une croissance stable par rapport au mois précédent. Selon des estimations du STATEC, à interpréter donc avec prudence au regard de leur caractère provisoire, la progression de l'emploi aurait décéléré à 3,0 % en moyenne au cours des mois suivants allant jusqu'à novembre 2016.

Tableau 5 :

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

	SALARIÉS FRONTALIERS ENTRANTS	EMPLOI SALARIÉ NATIONAL	EMPLOI SALARIÉ INTÉRIEUR	EMPLOI NON SALARIÉ NATIONAL	EMPLOI NON SALARIÉ INTÉRIEUR	EMPLOI TOTAL NATIONAL	EMPLOI TOTAL INTÉRIEUR	DEMANDES D'EMPLOI NON SATISFAITES	POPULATION ACTIVE	TAUX DE CHÔMAGE « STRICT » DÉSAISONNALISÉ
2012	2,1	2,6	2,5	1,2	1,9	2,4	2,4	10,9	2,9	6,1
2013	1,7	2,0	1,8	1,9	2,3	2,0	1,8	15,1	2,8	6,9
2014	2,7	2,3	2,5	4,2	4,3	2,4	2,6	6,5	2,7	7,1
2015	3,2	2,1	2,6	2,0	2,5	2,1	2,6	-2,6	1,8	6,8
2015 T1	2,6	2,3	2,5	2,0	2,5	2,3	2,5	-0,9	2,0	6,9
2015 T2	3,3	2,1	2,6	2,1	2,6	2,1	2,6	-2,7	1,8	6,8
2015 T3	3,4	2,1	2,6	2,0	2,6	2,1	2,6	-3,6	1,7	6,8
2015 T4	3,7	2,2	2,8	1,9	2,5	2,1	2,8	-3,1	1,8	6,7
2016 T1	4,2	2,0	3,0	1,2	1,8	1,9	2,9	-5,3	1,4	6,5
2016 T2	4,1	2,1	3,0	1,2	1,9	2,0	2,9	-4,8	1,6	6,4
2016 T3	3,9	2,3	3,1	1,6	2,2	2,3	3,0	-4,3	1,8	6,4
2016 T4	3,9	2,2	3,0	1,2	1,9	2,1	2,9	-4,5	1,7	6,3
nov-15	3,5	2,0	2,7	2,1	2,7	2,0	2,7	-3,5	1,7	6,7
déc-15	3,6	2,1	2,8	1,8	2,4	2,1	2,8	-2,6	1,8	6,7
jan-16	4,5	2,2	3,3	0,8	1,5	2,1	3,1	-5,7	1,5	6,5
fév-16	4,0	1,9	2,9	1,3	2,0	1,8	2,8	-6,0	1,3	6,5
mars-16	4,2	1,8	2,9	1,4	2,0	1,8	2,8	-4,1	1,4	6,5
avr-16	4,3	2,0	3,0	1,0	1,7	1,9	2,9	-3,9	1,5	6,5
mai-16	3,9	2,1	2,9	1,2	1,9	2,0	2,9	-5,2	1,5	6,4
juin-16	4,1	2,2	3,0	1,3	2,0	2,1	3,0	-5,2	1,6	6,4
juil-16	3,8	2,4	3,1	1,6	2,2	2,4	3,0	-5,1	1,9	6,4
août-16	3,9	2,3	3,1	1,7	2,3	2,3	3,0	-4,6	1,8	6,4
sep-16	4,0	2,3	3,1	1,3	2,0	2,2	3,0	-3,1	1,9	6,3
oct-16	3,9	2,2	2,9	1,1	1,8	2,1	2,9	-4,1	1,7	6,3
nov-16	4,0	2,3	3,0	1,3	2,0	2,2	3,0	-4,9	1,7	6,2

Remarque : les données relatives aux mois de septembre à novembre 2016 sont des estimations.

Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

L'emploi frontalier, qui est davantage sensible aux fluctuations cycliques en raison de sa répartition sectorielle, a poursuivi son redressement. Selon les données définitives, l'écart de croissance par rapport à l'emploi résident s'est établi à +2,0 p.p. au cours des huit premiers mois de l'année 2016, après +1,8 p.p. en moyenne au cours du deuxième semestre 2015. L'accélération de la progression de l'emploi national au cours des mois allant de mai à juillet 2016 a cependant quelque peu réduit l'écart de croissance entre emploi résident et frontalier (par rapport à celui observé en début d'année courante)<sup>6</sup>.

Le redressement de l'emploi non résident a témoigné d'un regain d'activité dans certaines branches de l'économie et notamment du côté du travail intérimaire, traditionnellement caractérisé par une surreprésentation de salariés frontaliers. Le nombre de travailleurs intérimaires a progressé, en base

6 Au cours de cette période, l'emploi national a progressé de 2,2 % en moyenne, en comparaison annuelle, soit à un rythme supérieur à sa moyenne historique d'avant-crise (soit une croissance de 1,9 % en moyenne au cours de la période de janvier 1996 à août 2008).

annuelle, de 12 % au cours des huit premiers mois de 2016<sup>7</sup>.

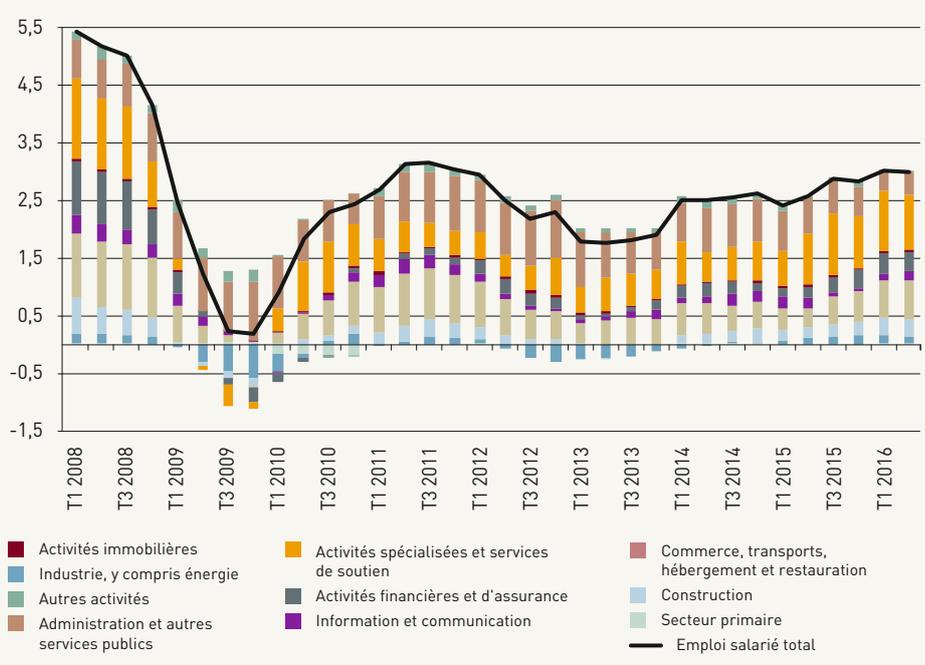
L'analyse sectorielle, telle que retracée par la comptabilité nationale, a révélé qu'au deuxième trimestre 2016, la progression annuelle de l'emploi salarié (3,0 % au total) a reposé essentiellement sur les services aux entreprises, les branches « commerce, transports et horeca » et le secteur public au sens large (y compris la santé et l'éducation). Notons par ailleurs la poursuite du redressement de l'emploi dans l'industrie.

Les données mensuelles issues de la base de données de l'Inspection générale de la sécurité sociale (IGSS) permettent d'affiner la décomposition de l'emploi par branche économique et lieu de résidence<sup>8</sup>. Sur l'année séparant les deuxièmes trimestres 2015 et 2016, l'économie luxembourgeoise a ainsi créé près de 11 300 emplois. Selon ces données, trois secteurs se sont démarqués en tant que principaux moteurs de croissance de

7 Rappelons que l'évolution de l'emploi intérimaire est souvent interprétée, compte tenu de son rôle de facteur d'ajustement, comme un signe précurseur de l'évolution future de l'emploi. En effet, face à une incertitude toujours importante, les entreprises sont (dans un premier temps) susceptibles de recourir davantage au travail intérimaire plutôt que d'opter pour des embauches définitives.

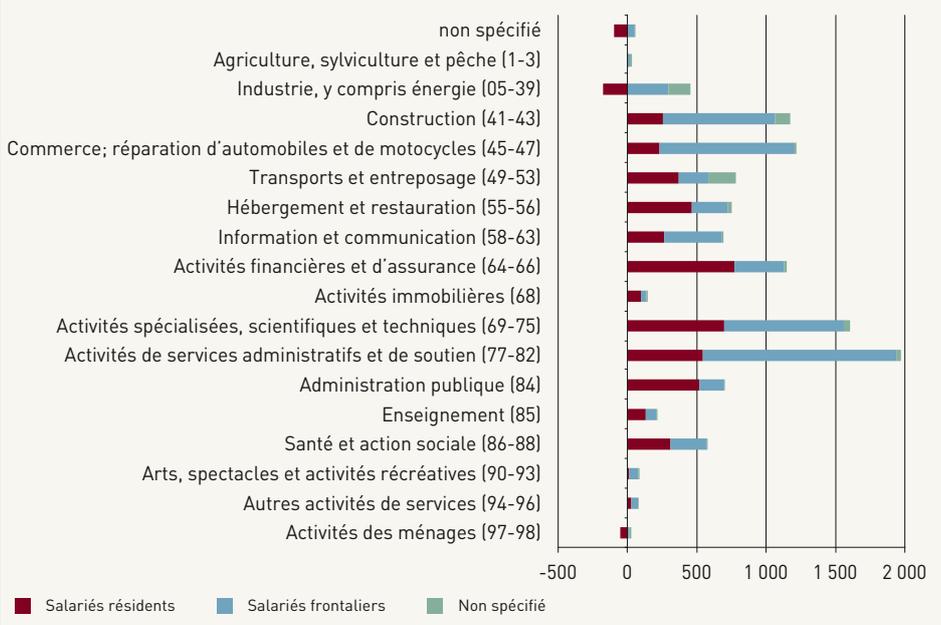
8 Bien que les comptes nationaux se basent sur les données administratives de l'IGSS, les données de la comptabilité nationale font l'objet de divers retraitements et excluent certaines catégories de travailleurs (par exemple les résidents qui exercent leur activité sur un autre territoire économique ou encore les nationaux membres des équipages de bateaux de pêche). Par conséquent, les données issues de ces deux sources ne sont pas parfaitement comparables entre elles et sont susceptibles de diverger selon la source utilisée.

Graphique 8  
Décomposition de la croissance annuelle de l'emploi salarié par branche économique (en pourcentage par rapport au même trimestre de l'année précédente respectivement en points de pourcentage)



Sources : STATEC (comptes nationaux), calculs BCL

Graphique 9  
Décomposition sectorielle des créations nettes d'emplois au deuxième trimestre 2016 (évolution absolue par rapport au deuxième trimestre 2015)



Remarque : les branches économiques sont classées selon la Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté Européenne, NACE Rév. 2.

Sources : ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

Graphique 10

Perspectives d'évolution de l'emploi selon le secteur économique  
(moyennes mobiles centrées de trois mois des soldes des enquêtes)

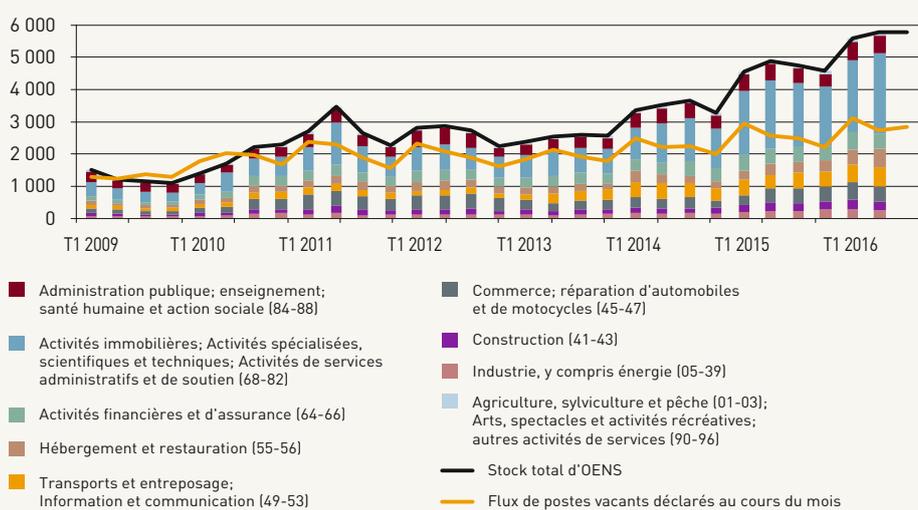


Sources : EUROSTAT, STATEC, calculs BCL

l'emploi au Luxembourg. Il s'agissait, en premier lieu, des services aux entreprises (branches 69 à 82 de la nomenclature européenne, qui incluent le travail intérimaire), avec environ 3 500 emplois créés, principalement occupés par des non résidents. En second lieu, il s'agissait du secteur commercial au sens large (y compris transports et horeca), avec environ 2 700 emplois créés en un an et dont l'essentiel a bénéficié aux salariés frontaliers. En dernier lieu, il s'agissait du secteur public au sens large (y compris les sous-secteurs de la santé et de l'éducation) et du secteur financier, avec environ, respectivement, 1 500 et 1 100 emplois créés par chaque secteur, principalement occupés par des résidents.

Graphique 11

Décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites  
(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 les troisième et quatrième trimestres 2016. Par ailleurs, les données relatives au quatrième trimestre font uniquement référence aux mois d'octobre et novembre 2016.

Sources : ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

Dans une optique prospective, les perspectives d'évolution de l'emploi – telles qu'esquissées par les enquêtes de conjoncture – ont révélé des anticipations favorables dans le commerce et les services (non financiers). Par ailleurs, les anticipations d'évolution de l'emploi dans la construction et l'industrie ont affiché un redressement progressif.

Dans ce contexte, la hausse de la demande de travail – telle qu'elle se répercute dans le stock d'offres d'emplois non satisfaites déclarées auprès de l'Agence pour le développement de l'emploi (ADEM) – s'est établie à près de 5 800 en moyenne au cours des onze premiers mois de l'année courante, soit une hausse de près de 18 % par rapport à la période correspondante de 2015. Le taux d'emplois vacants, qui mesure la proportion de postes à pourvoir, est donc demeuré largement au-

dessus de sa moyenne historique d'avant-crise. Le nombre de postes vacants, déclarés au cours du

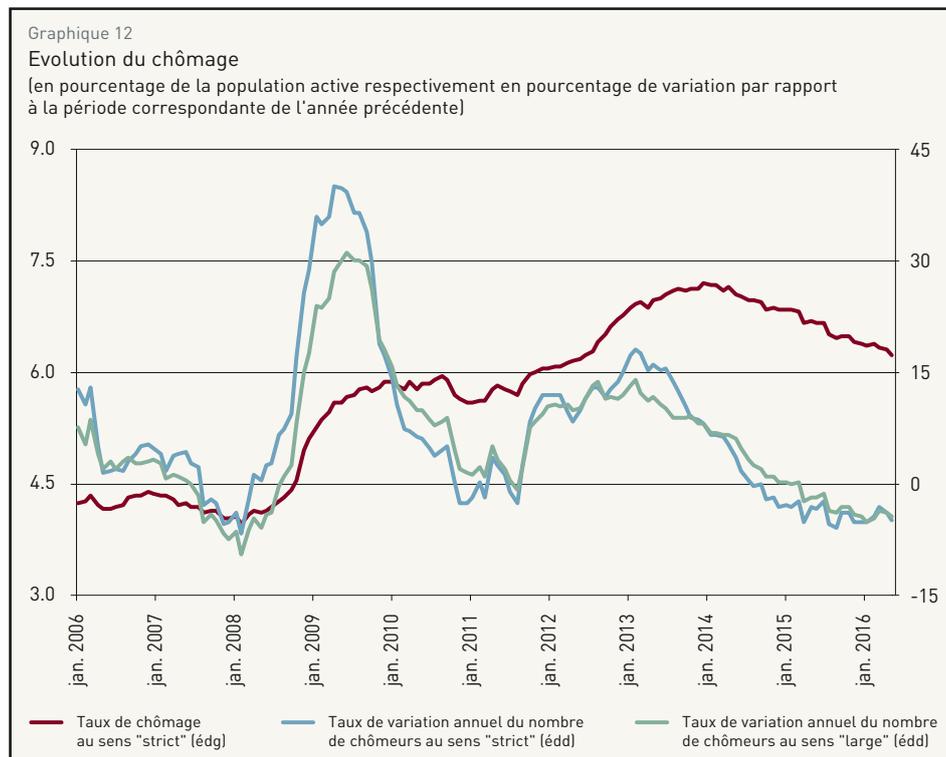
mois auprès de l'ADEM (flux), s'est établi à plus de 2 800 en moyenne au cours des mois de janvier à novembre 2016, en hausse de 8 % en base annuelle. Au niveau sectoriel, les données les plus récentes ont indiqué qu'au deuxième trimestre 2016 43 % des offres d'emplois provenaient des services aux entreprises et activités immobilières, incluant, entre autres, le travail intérimaire, les activités juridiques et comptables ou encore les services de conseil; suivis par les branches « transports et entreposage ; information et communication » (10 %), l'horeca (10 %), le secteur public au sens large (9 %) et les secteurs financier et commercial, avec une part de, respectivement, 8 % du total des offres d'emplois. La construction et l'industrie ont contribué, pour leurs parts, avec, respectivement, 5 % et 4 % aux postes vacants.

### 1.2.2.2 Le chômage

L'embellie de l'emploi a continué à se répercuter favorablement du côté du chômage. Le taux de chômage au sens « strict » s'est établi à 6,2 % en novembre 2016, un taux en baisse par rapport à celui observé le mois précédent et par rapport au taux observé au cours du mois correspondant de l'année précédente (-0,5 p.p.). Le nombre de demandeurs d'emploi disponibles a poursuivi sa diminution en novembre 2016 (-4,1 % en glissement annuel, soit l'équivalent de près de 900 chômeurs de moins en une année).

Le nombre de demandeurs d'emploi bénéficiant d'une mesure de soutien à l'emploi s'est inscrit sur une trajectoire descendante depuis le mois d'avril 2016, pour s'établir à 5 264 en octobre 2016, soit 3,3 % de moins qu'il y a un an<sup>9</sup>. En outre, et en tenant compte des demandeurs d'emploi ayant bénéficié d'une mesure d'activation, le nombre de chômeurs au sens « large » a poursuivi sa tendance baissière.

Une analyse détaillée a par ailleurs révélé qu'au cours des onze premiers mois de l'année en cours la baisse du chômage, au sens « strict », a bénéficié à presque toutes les catégories de demandeurs d'emploi. On remarque en particulier une diminution de près de 6 % du nombre de chômeurs souffrant d'une incapacité partielle de travail ou d'un handicap, un nombre qui n'avait cessé d'augmenter depuis

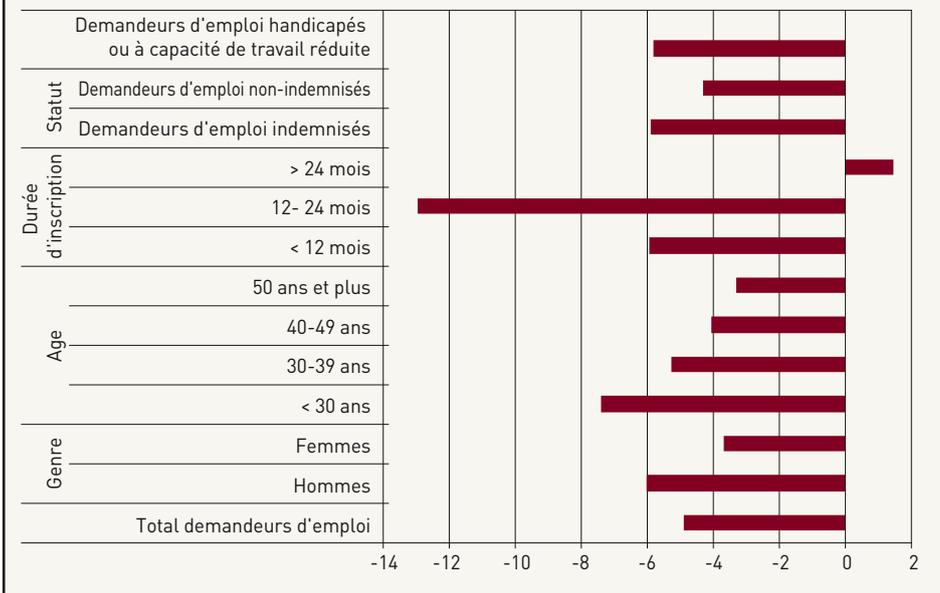


Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

<sup>9</sup> Cette baisse s'explique principalement par l'abolition, en janvier 2016, du « Stage de réinsertion professionnelle ». Ce dernier a été remplacé par deux nouvelles mesures de soutien à l'emploi : le « Contrat de réinsertion-emploi » qui alterne formation pratique et formation théorique et le « Stage de professionnalisation ». Ces deux mesures ont été spécialement conçues pour les demandeurs d'emploi âgés de 45 ans ou plus, les salariés à capacité de travail réduite et les salariés handicapés.

Graphique 13

Evolution du nombre de chômeurs selon leurs caractéristiques  
(variation de pourcentage par rapport aux onze premiers mois de l'année 2015)

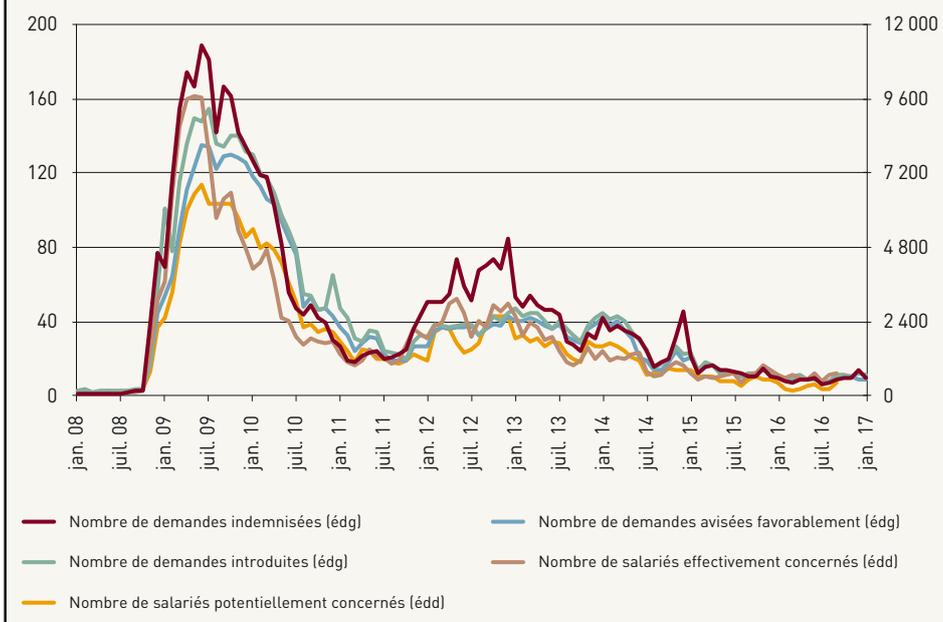


Sources : ADEM, calculs BCL

près de quinze ans<sup>10</sup>. De plus, le nombre de demandeurs d'emploi au chômage depuis, respectivement, moins de 12 mois et entre 12 et 24 mois a sensiblement diminué en une année. En revanche, le chômage de très longue durée (> 24 mois) a poursuivi sa tendance ascendante. Par ailleurs, il convient de noter que, suite à des modifications d'ordre méthodologique (ayant entraîné une rupture de série statistique), il n'est pas possible d'analyser l'évolution annuelle du nombre de chômeurs ventilés par niveau de formation. Les nouvelles données disponibles pour 2016 indiquent cependant une tendance clairement baissière du nombre de demandeurs d'emploi disposant d'un niveau de formation inférieur ou moyen (et un recul moins prononcé des chômeurs hautement qualifiés).

Graphique 14

Evolution du chômage partiel  
(en nombre)



Remarque : les données relatives au nombre de demandes indemnisées et au nombre de salariés effectivement concernés demeurent provisoires pour l'année 2016.  
Source : Comité de conjoncture

Les effets positifs de la reprise conjoncturelle ont été également perceptibles du côté du chômage partiel. Ainsi, le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit s'est établi à 466 en moyenne mensuelle en 2016, soit une réduction de près d'un tiers

10 Cette baisse est probablement liée à la réforme de la loi sur le reclassement professionnel qui est entrée en vigueur en janvier 2016 et dont le principal objectif est de favoriser le reclassement des salariés à capacité réduite à l'intérieur des entreprises (et non via l'ADEM).

sur une année<sup>11</sup>. Il s'agit des niveaux les plus faibles observés depuis fin 2008. Il convient cependant de noter la hausse du nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit au mois de janvier 2017 (537 contre 502 un an auparavant). Les données relatives au nombre de salariés travaillant effectivement à horaire réduit avaient montré une légère hausse en fin d'année 2015. Pour 2016, les données sont encore provisoires, mais leur évolution a suggéré une légère hausse du nombre de salariés en chômage partiel sur les neuf premiers mois de l'année 2016 par rapport à la période correspondante de 2015 mais une baisse par rapport à fin 2015.

### 1.2.3 Les activités sectorielles

#### 1.2.3.1 Industrie et construction

En 2015, la **production industrielle** avait progressé de 1,1 %. Elle avait été soutenue par la production de biens d'équipement et de biens de consommation mais avait été pénalisée par l'industrie sidérurgique ainsi que par la production de biens intermédiaires.

Lors du premier trimestre de 2016, la production a progressé dans l'industrie dans son ensemble. Elle a néanmoins été pénalisée par la forte baisse de la production de biens énergétiques, alors que la production de biens intermédiaires et la production de biens de consommation ont nettement progressé. L'évolution de la production industrielle au deuxième et au troisième trimestre a en revanche été négative. Lors de ces deux trimestres, la production industrielle a été tirée vers le bas par la production de biens d'équipement et de biens de consommation. L'industrie sidérurgique a toutefois connu un rebond important. Cette évolution est à mettre en perspective avec le très faible niveau de production dans la sidérurgie observé lors de l'année 2015. Sur les trois premiers trimestres de 2016, la production industrielle aurait progressé de seulement 0,2 % par rapport aux mêmes trimestres de 2015.

Tableau 6 :

Indicateurs relatifs à l'industrie, production par jours ouvrés (en taux de variation annuel)

	2014	2015	2016-T1	2016-T2	2016-T3
Total Industrie	4,4	1,1	1,5	-0,6	-0,4
Industrie sidérurgique	12,3	-15,2	0,5	28,4	22,7
Total industrie hors sidérurgie	3,0	2,4	1,6	-2,4	-2,1
Biens intermédiaires	7,2	-1,6	5,0	6,2	6,5
Biens d'équipement	4,3	4,4	2,1	-8,9	-7,8
Biens de consommation	-0,5	4,9	4,1	-8,2	-6,7
Biens énergétiques	2,2	-0,4	-16,5	2,3	-1,9

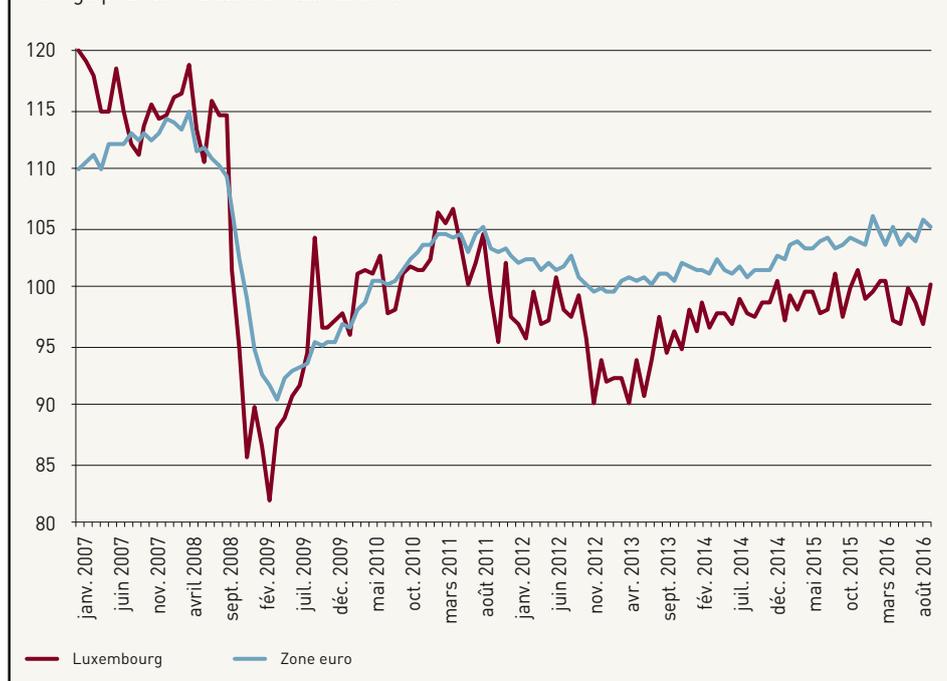
Source : STATEC, calculs BCL

Entre fin 2008 et début 2009, la production industrielle dans l'ensemble de la zone euro avait été caractérisée par une forte baisse. Ce recul avait été plus marqué au Luxembourg, qui avait connu un décrochage par rapport à la zone euro au 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 avait permis une réduction du différentiel existant entre la zone euro et le Luxembourg. Ce différentiel a semblé se stabiliser en 2016, voire se creuser à nouveau, la production industrielle au Luxembourg étant, en effet, restée inférieure à celle de la zone euro.

11 Le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit correspond au nombre de salariés pour lesquels les entreprises ont introduit une demande de chômage partiel. Rappelons cependant que les entreprises qui ont obtenu une autorisation de chômage partiel, peuvent, *a posteriori*, décider de ne pas recourir à ce dispositif. Par conséquent, le nombre de salariés travaillant effectivement à horaire réduit est susceptible d'être inférieur au nombre de salariés potentiellement concernés.

Graphique 15

Production de l'ensemble de l'industrie à l'exception de la construction (indice 2010=100), corrigé pour les variations saisonnières



Source : Eurostat, calculs BCL

Lors du mois de novembre 2016, l'indicateur de confiance dans l'industrie s'est établi à -13,2, en baisse par rapport au mois de juillet (-12,4). La tendance récente de la production a été en forte progression par rapport au mois d'octobre. De même, l'état du carnet de commandes s'est amélioré par rapport au mois précédent, tant au niveau des commandes domestiques qu'étrangères. Les perspectives d'évolution de la production ont, en revanche, été moins encourageante, puisqu'il y a désormais davantage d'entreprises revoyant leur production future à la baisse qu'à la hausse. Les perspectives d'emplois ont, quant à elles, été relativement stables. Par ailleurs, une majorité de répondants ont déclaré s'attendre à une hausse des prix. A l'occasion des questions trimestrielles posées lors de l'enquête du mois d'octobre, davantage de

sondés ont estimé qu'aucun facteur ne limitait l'activité. Ils ont également été plus nombreux à considérer que la capacité de production était suffisante. Le degré d'utilisation des capacités de production a été en légère hausse, passant de 78 % à 81 %. Enfin selon la perception des sondés, la position concurrentielle dans l'industrie s'est améliorée.

Sur l'ensemble de l'année 2015, la production dans la **construction** avait reculé de 1,6 % et le nombre d'heures travaillées de 0,4 %. Néanmoins, lors de la deuxième moitié de l'année 2015, le nombre d'heures travaillées avait connu une évolution positive. Le premier trimestre de 2016 a confirmé l'embellie amorcée fin 2015 puisque à la fois les heures travaillées et la production ont progressé. Le rebond de la production a été très important, alors que les heures travaillées ont progressé de manière moins marquée. Au deuxième trimestre, la tendance a toujours été positive avec pour différence notable que les heures travaillées ont connu une progression plus accentuée. Le troisième trimestre a confirmé la tendance observée lors de la première moitié de l'année. Sur les trois premiers trimestres de 2016, la production a ainsi progressé de 3,4 %, alors que le nombre d'heures travaillées a été en hausse de 3,1 %.

Le nombre de permis de bâtir accordés a progressé, en variation annuelle, de manière modérée au premier trimestre, alors que cette progression a été très forte au deuxième trimestre. Rappelons toutefois que l'année 2015 avait vu le nombre de permis de bâtir accordés chuter très fortement et ce, suite à la hausse spectaculaire des permis accordés lors du dernier trimestre de 2014, en anticipation à la fin des avantages fiscaux pour les résidences secondaires qui prenait effet au 1<sup>er</sup> janvier 2015.

Tableau 7 :

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

	2014	2015	2016-T1	2016-T2	2016-T3
Production par jour ouvrable (pjo) – Total	3,8	-1,6	5,7	1,6	3,0
Heures travaillées	3,6	-0,4	2,4	6,0	2,6
Permis de bâtir	75,2	-37,4	4,5	60,1	

Source : STATEC, calculs BCL

L'indicateur de confiance dans la construction s'est fortement amélioré au mois de novembre, atteignant 7,3 contre -0,7 en octobre. Si l'évolution de l'activité récente a été stable, l'état du carnet de commande a en revanche été orienté à la hausse, tout comme les perspectives d'emplois qui se sont améliorées de façon significative.

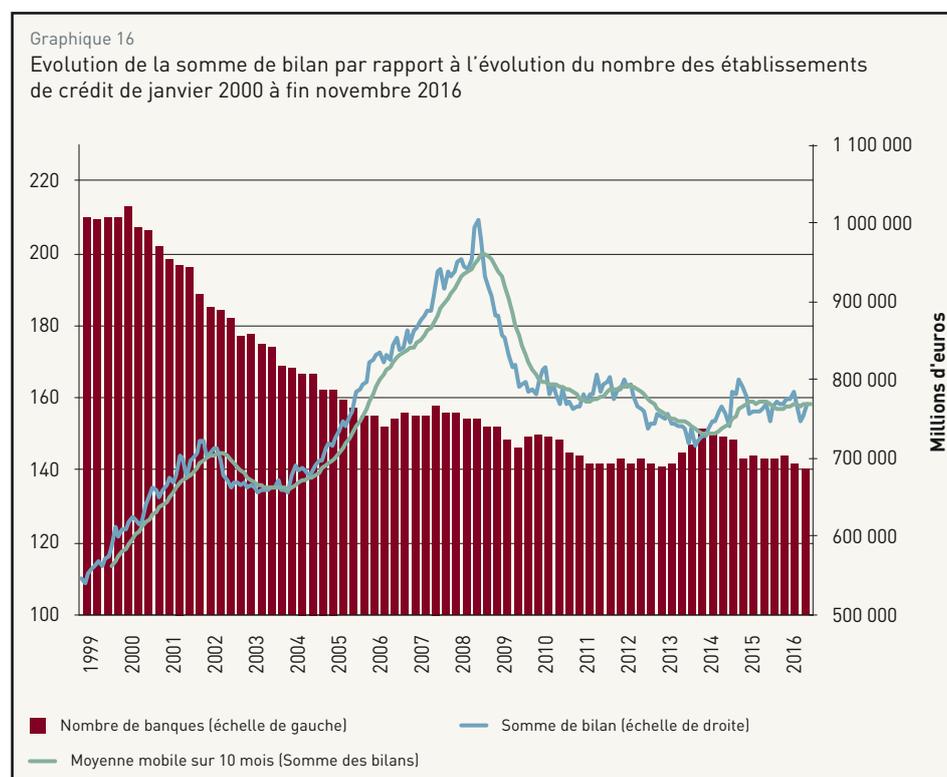
**1.2.3.2 Secteur financier****1.2.3.2.1 Les établissements de crédit****L'évolution de l'effectif dans les établissements de crédit**

L'effectif dans les établissements de crédit du Luxembourg s'est élevé à 26 131 personnes fin septembre 2016, soit une hausse de 287 emplois en un an. En comparaison trimestrielle, le nombre d'employés a diminué de 97 postes par rapport au 30 juin 2016.

La hausse du nombre d'emplois dans les établissements de crédit entre septembre 2015 et septembre 2016 a été le résultat d'évolutions contrastées. Dans le détail, 76 établissements de crédit ont augmenté leur effectif, tandis que 42 autres l'ont diminué, l'effet net cumulé sur la période ayant été positif.

**L'évolution du nombre d'établissements de crédit**

Le nombre d'établissements de crédit inscrits sur la liste officielle s'est élevé à 140 unités au 30 novembre 2016, soit 3 unités en moins qu'au mois de novembre 2015. Les banques allemandes ont continué à dominer le paysage bancaire de la place financière avec 23 unités présentes. On a également dénombré 16 banques françaises, 12 banques suisses, 10 banques italiennes, 10 banques chinoises et cinq banques luxembourgeoises.



Source : BCL



## Le bilan des établissements de crédit

Au 30 novembre 2016, l'activité bancaire, mesurée par la somme des bilans de l'ensemble des établissements présents sur le territoire luxembourgeois, s'est élevée à 768,6 milliards d'euros. Ce total bilantaire a enregistré une hausse annuelle de 1,8 milliard d'euros, soit 0,2 %, par rapport au 30 novembre 2015.

## Évolution des principaux postes de l'actif

Les créances interbancaires ont représenté environ la moitié (48,6 %) du total de l'actif fin novembre 2016. Ces créances ont diminué de 2 milliards d'euros pour porter l'encours à 373,6 milliards d'euros, soit une baisse de 0,5 % en glissement annuel.

Les établissements de crédit luxembourgeois ont augmenté leurs dépôts auprès de la BCL de 26,8 milliards d'euros en rythme annuel pour atteindre un montant de 76,2 milliards d'euros fin novembre 2016. Pour la période de constitution des réserves obligatoires prenant fin le 13 décembre 2016, le montant de ces réserves a été de 4,3 milliards d'euros auxquelles se sont ajoutées des réserves excédentaires de 39 milliards d'euros. Tant les réserves excédentaires que les montants placés à la facilité de dépôt ont augmenté depuis un an et ce, malgré le fait que le taux d'intérêt appliqué ait été négatif sur cette même période.

Les créances sur la clientèle non bancaire ont augmenté de 19,3 milliards d'euros en glissement annuel, soit une hausse de 9,7 %, pour atteindre un encours de 218,4 milliards d'euros fin novembre 2016. Une légère hausse de 1,2 % a été enregistrée par rapport au mois d'octobre 2016. Entre novembre 2015 et novembre 2016, les banques de la place ont augmenté l'octroi de crédits aux entreprises non financières résidant dans les pays membres de la zone euro à concurrence de 9,7 milliards d'euros, soit un accroissement de 16,6 %. Le crédit immobilier aux ménages luxembourgeois, ainsi qu'aux institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM), a augmenté de 1,6 milliard d'euros sur douze mois, soit une hausse de 6,9 %.

Le portefeuille de titres financiers détenus à l'actif a diminué de 12,8 milliards d'euros par rapport à son niveau de l'année précédente pour atteindre un montant de 149,9 milliards d'euros fin novembre 2016, soit une baisse de 7,9 %. Ce portefeuille a représenté 19,5 % du total de l'actif en fin de période et s'est composé à 92,3 % de titres de créances à revenus fixes et à 7,7 % de titres à revenus variables comprenant des actions, participations et parts d'OPC monétaires. Fin novembre 2016, le portefeuille obligataire a atteint un montant de 138,4 milliards d'euros, ce qui correspond à une baisse nominale de 10,8 milliards d'euros ou de 7,3 % en rythme annuel. Ces titres étant portés à l'actif à leur juste valeur, il convient de distinguer les effets de valorisation et les transactions afin de mieux expliquer cette évolution. Ces effets de valorisation ont été défavorables et se sont élevés à -2,7 milliards d'euros, en raison, essentiellement des effets de prix. Par ailleurs, les établissements de crédit ont réalisé des ventes de titres à hauteur de 8,1 milliards d'euros entre novembre 2015 et novembre 2016. A noter que le portefeuille de titres à revenus variables a baissé de 2 milliards d'euros sur cette même période.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a diminué de 2,6 milliards d'euros en rythme annuel pour s'établir à 26,7 milliards d'euros fin novembre 2016, soit 3,5 % de l'actif.

Tableau 8 :

**Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution**

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

ACTIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	11-2015	10-2016	11-2016	11-2015 - 11-2016		10-2016 - 11-2016		11-2016
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances interbancaires	375 633	361 761	373 625	-2 008	-0,5	11 864	3,3	48,6
Créances sur la clientèle	199 078	215 816	218 367	19 289	9,7	2 551	1,2	28,4
Portefeuille titres	162 723	151 364	149 882	-12 841	-7,9	-1 482	-1,0	19,5
Autres actifs	29 372	24 214	26 723	-2 649	-9,0	2 509	10,4	3,5
Total de l'actif	766 806	753 155	768 597	1 791	0,2	15 442	2,1	100,0

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

**Évolution des principaux postes du passif**

Le financement interbancaire a diminué de 13,3 milliards d'euros sur une année pour atteindre un encours de 264,7 milliards d'euros fin novembre 2016. A titre d'information, le concours de la BCL aux établissements de crédit a augmenté de 1,7 milliard d'euros sur la même période, tandis que les dettes interbancaires hors-BCL ont diminué de 15 milliards d'euros sur un an. Le solde interbancaire, à l'exclusion des activités auprès de la BCL, a constitué un excédent net d'avoirs interbancaires à concurrence de 36,9 milliards d'euros fin novembre 2016.

Au 30 novembre 2016, les dettes envers la clientèle non bancaire ont progressé de 3,4 %, en glissement annuel, pour atteindre un encours de 352,2 milliards d'euros. Elles correspondaient ainsi à 45,8 % du total du passif et représentaient la principale source de financement des banques. Les principaux postes, qui ont influencé l'évolution des dettes envers la clientèle, étaient les dépôts des autres intermédiaires financiers au Luxembourg (+6,5 milliards d'euros), ainsi que les dépôts des sociétés non financières originaires des autres pays membres de la zone euro (+2,5 milliards d'euros).

Le financement par émission de titres a augmenté par rapport à novembre 2015 et a représenté 60,4 milliards d'euros en fin de période, soit 7,9 % du total du passif. Tout comme à l'actif, les titres financiers étant comptabilisés à leur juste valeur, les effets de valorisation ont également été pris en compte.

Enfin, l'encours des autres passifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a augmenté de 108 millions d'euros en rythme annuel pour s'établir à 91,4 milliards d'euros fin novembre 2016, soit 11,9 % du passif.

Tableau 9 :

**Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution**

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

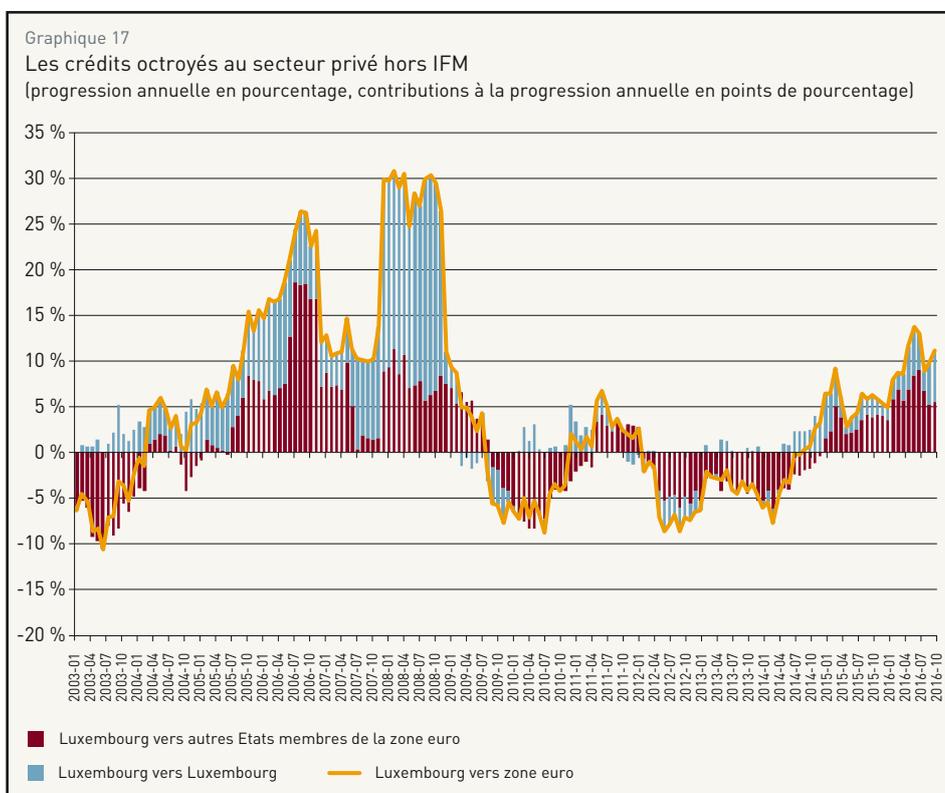
PASSIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	11-2015	10-2016	11-2016	11-2015 - 11-2016		10-2016 - 11-2016		11-2016
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Dettes interbancaires	278 019	264 941	264 673	-13 346	-4,8	- 268	-0,1	34,4
Dettes envers la clientèle	340 702	337 735	352 162	11 460	3,4	14 427	4,3	45,8
Dettes représentées par un titre	56 802	59 654	60 371	3 569	6,3	717	1,2	7,9
Autres passifs	91 283	90 825	91 391	108	0,1	566	0,6	11,9
Total du passif	766 806	753 155	768 597	1 791	0,2	15 442	2,1	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

Source : BCL

**L'évolution des crédits au secteur privé**

Les crédits octroyés au secteur privé non bancaire de la zone euro dans son ensemble ont progressé à un rythme annuel de 11,1 % en octobre, soutenus par des contributions positives des crédits octroyés tant aux contreparties résidentes que non résidentes (voir graphique 17).

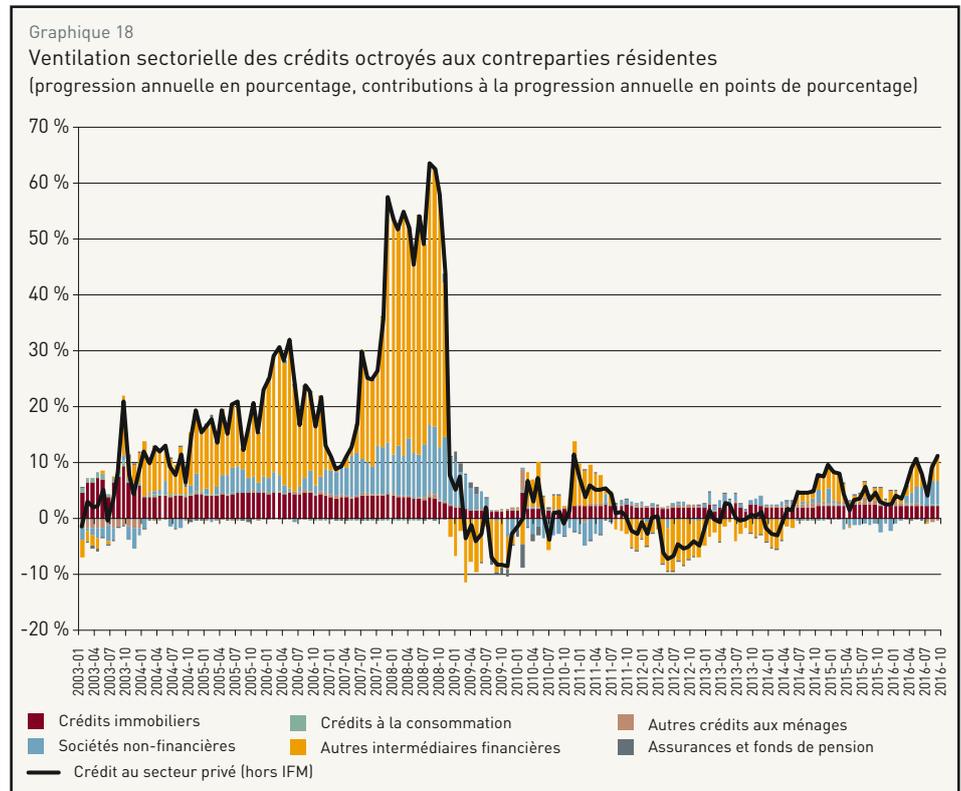


Source : BCL

Selon les données d'octobre 2016, la majeure partie des encours de crédits octroyés au secteur privé de la zone euro était destinée au secteur non financier : 45 % des encours étaient destinés aux entreprises, alors que 18 % des crédits étaient octroyés aux ménages pour l'acquisition de biens immobiliers. Des montants relativement limités étaient destinés aux crédits à la consommation. Quant au secteur financier, 26 % des encours de crédits octroyés au secteur privé sont revenus aux autres intermédiaires financiers (AIF), secteur majoritairement composé de holdings financiers et de fonds d'investissement non monétaires. La part des crédits octroyés aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension dans le total des crédits au secteur privé a été faible.

Concernant les crédits accordés aux contreparties résidentes, ceux-ci ont progressé de 11,2 % en octobre (voir graphique 18). Cette dynamique a été largement attribuable à l'évolution des crédits octroyés aux AIF et aux sociétés non financières (SNF) qui ont contribué respectivement à hauteur de 4,5 et 4,2 points de pourcentage à la croissance annuelle en octobre. La contribution des crédits immobiliers octroyés aux ménages a été de 2,4 points de pourcentage.

S'agissant des différents secteurs non financiers résidents, une croissance annuelle assez stable des crédits immobiliers accordés aux ménages était observée, croissance qui s'est établie, en rythme annuel, à 6,9 % en octobre. Les crédits à la consommation ont progressé à un taux annuel de 2,7 % en octobre. Toutefois, il convient de rappeler que les crédits à la consommation représentent des montants relativement réduits, dont la croissance est marquée par une forte saisonnalité, de sorte que leur évolution doit être appréhendée avec prudence. La croissance annuelle des crédits accordés aux SNF s'est établie à 15,3 % en octobre, faisant suite à de fortes variations négatives en début d'année (allant jusqu'à -6,3 % en janvier). Ces variations, tant positives que négatives, sont principalement attribuables à un nombre limité de banques qui ont fortement modifié leurs encours de crédits aux SNF.

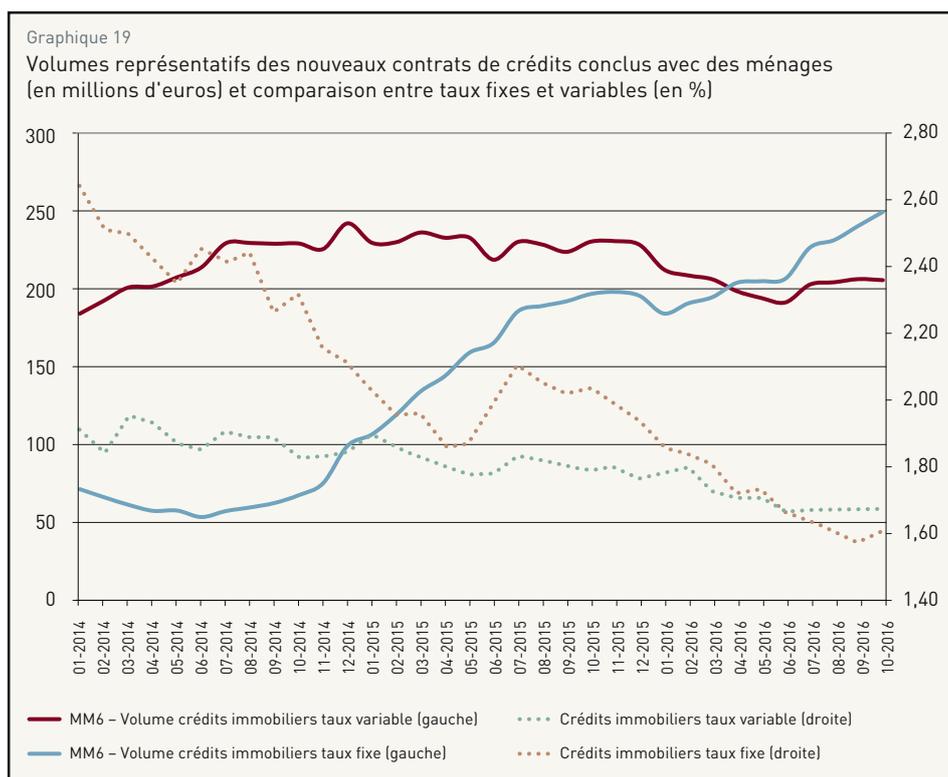


### Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les établissements de crédit

Les chiffres commentés ci-après se réfèrent, pour les données les plus récentes, au mois d'octobre 2016. Les données présentent les taux d'intérêt de détail pour les nouveaux contrats pratiqués par les établissements de crédit luxembourgeois envers les ménages et les sociétés non financières de la zone euro. On entend par nouveau contrat tout nouvel accord passé entre le ménage ou la société non financière et l'agent déclarant. Les nouveaux accords comprennent tous les contrats financiers qui spécifient pour la première fois le taux d'intérêt associé au dépôt ou au crédit et toutes les renégociations des dépôts et des crédits existants. De plus, des informations sur les encours sont également fournies. On entend par encours, l'ensemble des dépôts placés par les ménages et les sociétés non financières auprès de l'établissement de crédit et l'ensemble des crédits octroyés par l'établissement de crédit aux ménages et aux sociétés non financières.

## Taux d'intérêt des crédits accordés

Le taux d'intérêt variable<sup>12</sup> sur les crédits immobiliers nouvellement accordés aux ménages est resté inchangé à 1,67 % depuis juillet 2016. En comparaison avec le mois d'octobre 2015, ce taux a baissé de 9 points de base. En comparaison mensuelle, les taux d'intérêt fixes<sup>13</sup> sur les crédits immobiliers nouvellement accordés aux ménages ont augmenté de 4 points de base pour s'établir à 1,61 % au mois d'octobre 2016. Néanmoins, il convient de noter qu'en comparaison annuelle, ce taux a connu une baisse prolongée et a ainsi diminué de 20 points de base. Le taux d'intérêt sur les encours de crédits immobiliers, avec une échéance initiale supérieure ou égale à 5 ans, s'est également inscrit en baisse pour s'établir à 1,95 % en octobre 2016, soit une diminution de 9 points de base par rapport à octobre 2015. La diminution de l'écart entre taux fixe et taux variable sur les nouveaux crédits immobiliers a continué de s'accroître. Ce fait a pu encourager les acquéreurs à souscrire à des crédits à taux fixe. En effet, alors que le marché du crédit immobilier luxembourgeois était largement dominé par des crédits à taux variable, le volume des crédits à taux fixe nouvellement accordés est dorénavant supérieur à celui des nouveaux crédits à taux variable. Le graphique ci-dessous, reprenant les moyennes mobiles sur 6 mois des volumes des crédits, met en évidence une tendance haussière marquée pour les crédits à taux fixe ainsi que le rapprochement entre taux fixe et variable.



Source : BCL

En comparaison mensuelle, le coût des crédits à la consommation, dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à 1 an et inférieure ou égale à 5 ans, s'est inscrit en baisse, passant de 2,67 % fin septembre 2016 à 2,36 % fin octobre 2016. En comparaison annuelle, le coût des crédits à la consommation a diminué de 1,33 points de pourcentage. La moyenne mobile sur douze mois de la série sous analyse a d'ailleurs fait apparaître une poursuite de la tendance baissière sous-jacente. Cette baisse se reflète également sur l'encours. En effet, le taux d'intérêt sur les encours de crédits à la consommation, avec une échéance initiale supérieure à 1 an et inférieure ou égale à 5 ans, a atteint 2,94 % en octobre 2016, contre 3,26 % en octobre 2015.

Les autres crédits à taux variable nouvellement accordés, regroupant les crédits qui ne sont destinés ni aux investissements immobiliers, ni à la consommation, ont vu leurs coûts augmenter de 17 points de base entre octobre 2015

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

13 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 (supérieure à un an). Cette série n'est publiée par la BCL qu'à partir de février 2009 pour des raisons méthodologiques liées à l'identification des déclarants.

(1,19 %) et octobre 2016 (1,36 %). Il convient de souligner que ces crédits ont souvent été destinés à la réalisation d'investissements financiers. En outre, contrairement aux autres catégories de crédits, ces crédits ont majoritairement été offerts à une clientèle non résidente.

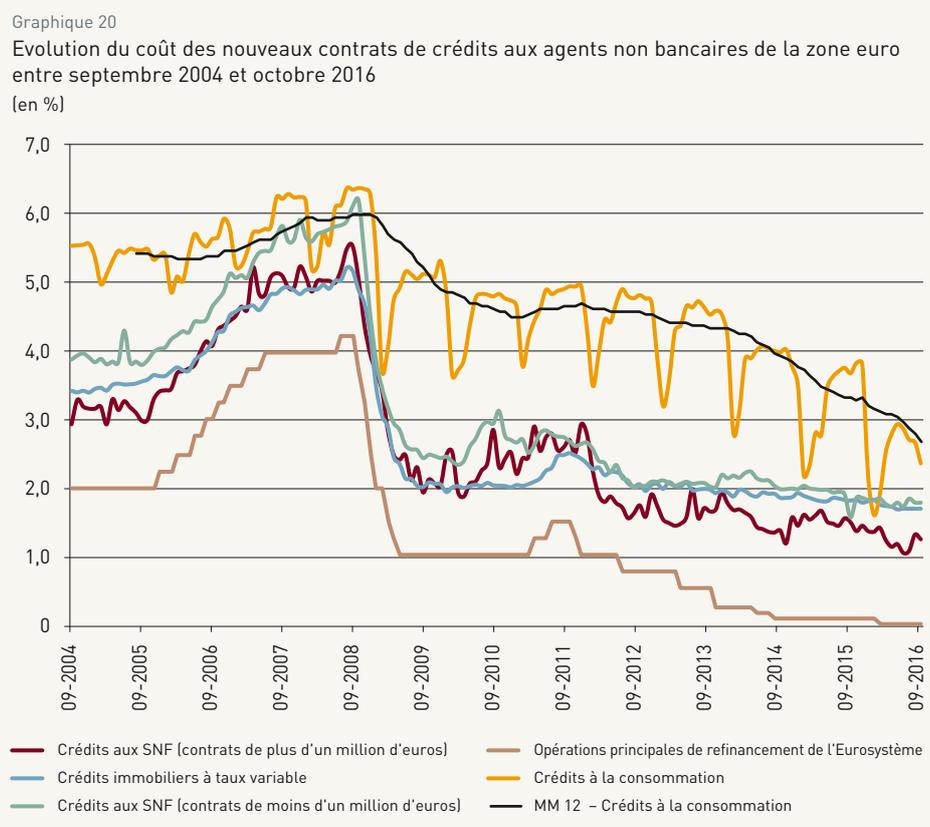
S'agissant des crédits accordés aux sociétés non financières, le taux d'intérêt variable sur les crédits d'un montant inférieur ou égal à 1 million d'euros, a augmenté de 22 points de base, par rapport à octobre 2015, pour atteindre 1,76 %. En comparaison mensuelle, ce taux est resté inchangé.

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 22 points de base par rapport au mois d'octobre 2015 pour s'élever à 1,24 % fin octobre 2016. En comparaison mensuelle, ce taux a diminué de 7 points de base.

### Taux d'intérêt des dépôts

La rémunération des nouveaux dépôts à terme des ménages, d'une durée initiale inférieure ou égale à 1 an, a augmenté de 14 points de base sur douze mois la rémunération sur ces dépôts est ainsi passée de 0,35 % en octobre 2015 à 0,49 % en octobre 2016. Néanmoins, cette évolution est à interpréter avec précaution. En effet, l'évolution des volumes de dépôts nouvellement contractés peut engendrer des ajustements considérables dans les pondérations appliquées. 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 important sur les données agrégées. De fait, 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 les dépôts à terme des ménages nouvellement contractés d'une durée inférieure ou égale à 1 an. Le taux sur l'encours des dépôts à vue des ménages a atteint 0,16 % en octobre 2016, contre 0,22 % un an plus tôt.

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 a continué d'évoluer en terrain négatif pour atteindre -0,24 % en octobre 2016. Il convient toutefois d'interpréter cette évolution avec précaution car les pondérations des contrats individuels sont également très volatiles pour cette catégorie d'instruments. Le taux sur l'encours des dépôts à vue des sociétés non financières a été de 0,01 % en octobre 2016 contre 0,09 % en octobre 2015.

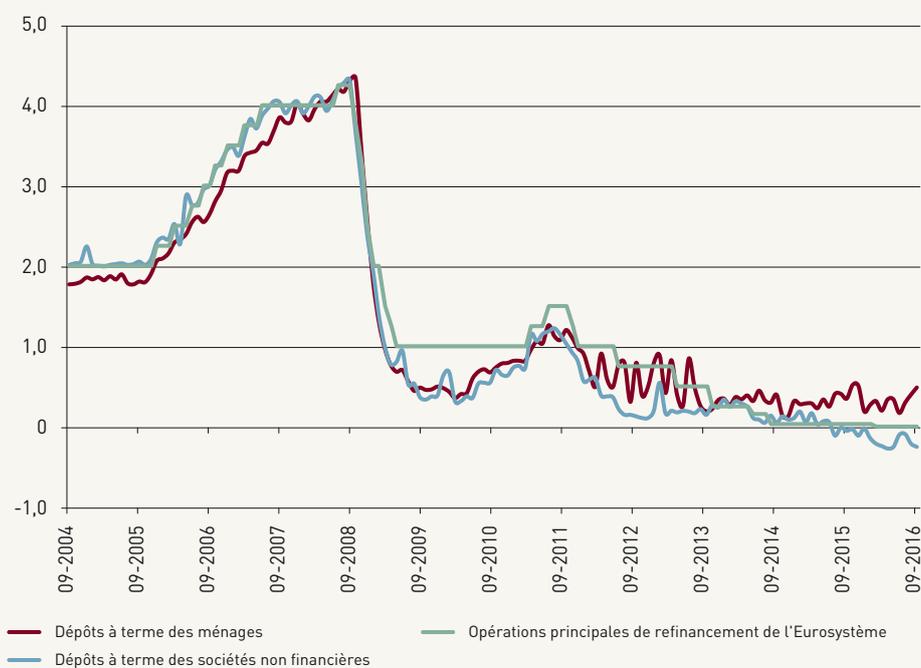


Source : BCL

Graphique 21

Evolution de la rémunération des dépôts des agents non bancaires de la zone euro entre septembre 2004 et octobre 2016

(en %)



Source : BCL

## Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit

Sur base de chiffres provisoires, le résultat net avant provisions et dépréciations s'est inscrit en hausse par rapport au troisième trimestre de l'année précédente pour s'élever à 4 469 millions d'euros fin septembre 2016. Les derniers chiffres trimestriels ont confirmé les tendances observées pour les composantes structurelles du compte de résultats. En effet, le produit bancaire a principalement été soutenu par la marge sur intérêts qui a continué de progresser durant le troisième trimestre de 2016, tandis que les revenus nets sur commissions se sont maintenus aux niveaux précédemment affichés en 2016. Du côté des frais généraux, une stabilisation des frais de personnel et autres frais d'exploitation a été constatée.

Tableau 10 :

Compte de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois, y compris leurs succursales à l'étranger (données ajustées, en millions d'euros)

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	2015 09	2016 09	VARIATION EN TERMES BRUTS	VARIATION EN POURCENT
1	Produits d'intérêts	8 450	8 352	- 98	- 1,2
2	Intérêts bonifiés	5 169	4 789	- 380	- 7,4
3	Marge sur intérêts (1-2)	3 281	3 564	283	8,6
4	Revenus nets sur commissions	3 563	3 374	-189	- 5,3
5	Revenus sur opérations de change	277	259	- 18	- 6,5
6	Dividendes reçus	915	973	58	6,3
7	Autres revenus nets	651	702	51	7,9
8	Revenus hors intérêts (4+5+6+7)	5 406	5 308	- 98	- 1,8
9	Produit bancaire (4+8)	8 687	8 872	185	2,1
10	Frais de personnel	2 301	2 298	- 3	- 0,1
11	Frais d'exploitation	1 846	1 875	29	1,6
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	4 148	4 173	25	0,6
13	Amortissements sur immobilisé non financier	246	229	- 17	- 6,9
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	4 293	4 469	176	4,1

Sources : CSSF, calculs BCL

Les produits d'intérêts générés par les banques de la place financière, y compris leurs succursales à l'étranger, ont augmenté au troisième trimestre de l'année 2016. En comparaison annuelle avec le mois de septembre 2015, les revenus d'intérêts agrégés en cours d'année ont légèrement reculé (de -1,2 %, soit 98 millions d'euros). Les intérêts bonifiés ont diminué de 380 millions d'euros, soit 7,4 % en rythme annuel pour atteindre 4 789 millions d'euros, ayant ainsi permis au secteur bancaire de dégager une marge de 3 564 millions d'euros durant les trois premiers trimestres de 2016 (en hausse de 8,6 % par rapport à l'année précédente).

Il convient de préciser que cette progression de la marge sur intérêts doit être interprétée avec précaution. En effet, la marge s'est stabilisée sur un an pour environ la moitié des établissements de crédit. Ces chiffres ayant été agrégés en cours d'année, les variations annuelles observées ont continué à être fortement influencées par un nombre limité de banques.

Les revenus nets de commissions continuent à se situer en deçà des niveaux affichés durant l'année 2015, qui avait été marquée par une forte croissance de l'activité des fonds d'investissement. Fin septembre 2016, les commissions nettes perçues par les banques se sont élevées à 3 374 millions d'euros, en retrait de 5,3 % par rapport au niveau affiché un an auparavant.

Au niveau des revenus non récurrents, les dividendes perçus sont restés significatifs et ont progressé de 58 millions d'euros sur un an, pour atteindre 973 millions d'euros fin septembre 2016. Il convient également de souligner l'évolution favorable des autres revenus nets qui ont augmenté de 51 millions d'euros sur un an pour s'élever à 702 millions d'euros à la fin du 3<sup>e</sup> trimestre 2016.

Par conséquent, le produit bancaire, qui regroupe les principales sources de revenus précitées, a progressé de 2,1 % en rythme annuel pour s'élever à 8 872 millions d'euros à la fin du troisième trimestre.

Du côté des charges, tant les frais de personnel que les autres frais d'exploitation ont été relativement stables durant la période d'observation. Ainsi, les frais généraux sont passés de 4 148 millions d'euros au mois de septembre 2015 à 4 173 millions d'euros en septembre 2016.

En conclusion, tenant compte également de la baisse des amortissements sur immobilisations non financières, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts a progressé de 4,1 % sur un an pour atteindre 4 469 millions d'euros à la fin du troisième trimestre 2016.

### L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

Depuis janvier 2003, l'Eurosystème conduit chaque trimestre une enquête sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey*) auprès d'un échantillon représentatif de banques de la zone euro. Les responsables de l'allocation de crédits auprès de ces banques répondent à un questionnaire de nature qualitative destiné à collecter, d'une part, des informations harmonisées relatives aux évolutions des politiques de crédit des banques et, d'autre part, des informations sur les conditions de l'offre et de la demande de crédits<sup>14</sup>. Lors de l'édition d'octobre 2016, 141 banques ont participé à l'enquête au sein de la zone euro, dont sept au Luxembourg.

Dans l'édition d'octobre 2016, les questions rétrospectives faisaient référence au troisième trimestre 2016, tandis que les questions prospectives couvraient le quatrième trimestre 2016.

<sup>14</sup> Le questionnaire est disponible en anglais à l'adresse suivante : [http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls\\_questionnaire\\_201504.pdf](http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls_questionnaire_201504.pdf)

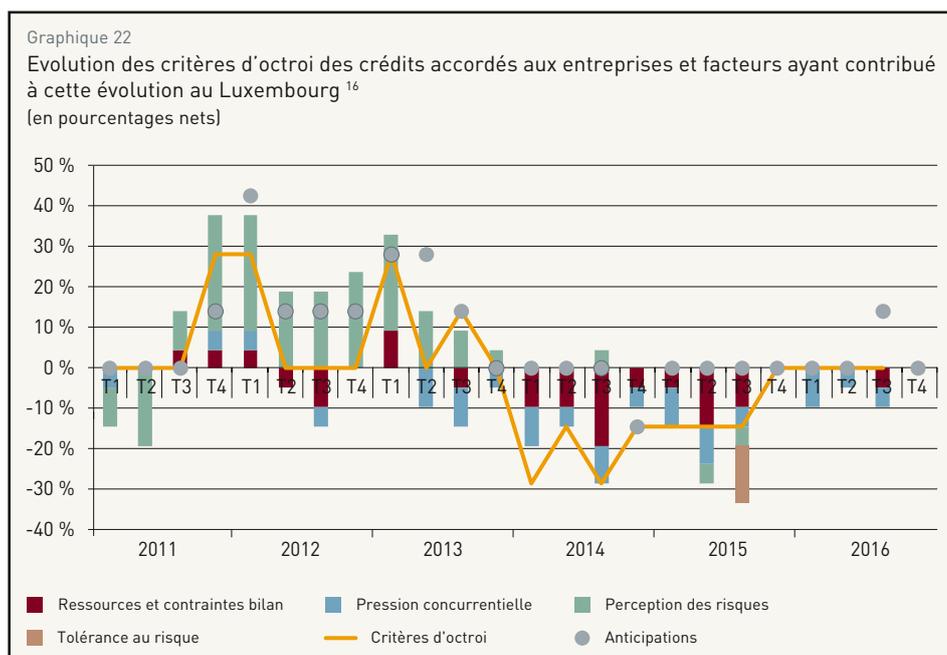
Il convient de noter que les résultats de l'enquête menée par la BCL au Luxembourg ne sont pas pondérés par la taille des banques et doivent donc être interprétés avec précaution.

### Crédits accordés aux entreprises

Au troisième trimestre 2016, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont indiqué que les critères d'octroi<sup>15</sup> de crédits aux entreprises sont restés inchangés, aussi bien pour les PME que pour les

grandes entreprises. Ces critères d'octroi ont seulement connu un léger effet d'assouplissement émanant de la pression concurrentielle de la part d'autres institutions financières et d'une amélioration de la position de liquidité (voir graphique 22). Au niveau de la zone euro dans son ensemble, les banques ont aussi déclaré ne pas avoir modifié les critères d'octroi pour les crédits aux entreprises. Elles ont également noté l'effet d'assouplissement des critères d'octroi attribuable à la pression concurrentielle, tandis qu'une dégradation de leurs fonds propres a contribué à un durcissement.

Selon les anticipations des banques au Luxembourg, les critères d'octroi devraient rester inchangés lors du quatrième trimestre, alors qu'un léger durcissement était attendu au niveau de la zone euro.



Note : « Coût des ressources et contraintes d'équilibre du bilan » est la moyenne non pondérée des éléments « Coûts liés au montant des fonds propres », « Capacité d'accès aux financements de marché » et « Position de liquidité ». « Pression concurrentielle » est la moyenne non pondérée des éléments « Concurrence d'autres banques », « Concurrence d'institutions non bancaires » et « Concurrence des financements de marché ». « Perception des risques » est la moyenne non pondérée des éléments « Situation et perspectives économiques globales », « Situation et perspectives spécifiques du secteur ou des entreprises » et « Risques relatifs aux garanties requises ». Source : BCL

En plus des critères d'octroi, qui encadrent la décision d'attribuer un crédit, l'enquête renseigne également sur les conditions d'octroi<sup>17</sup>, qui déterminent les éléments spécifiques du crédit une fois accordé. Concernant les crédits aux entreprises, les banques au Luxembourg ont fait état d'une diminution des marges sur les prêts de risque moyen et sur les prêts plus risqués. Elles ont également reporté un assouplissement en termes de demandes de garanties et d'autres conditions d'octroi. Au niveau de la zone euro, les banques ont aussi relevé un assouplissement des marges sur les prêts de risque moyen

15 Les critères d'octroi des crédits sont définis comme étant « 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 ».

16 Concernant les critères d'octroi, les pourcentages nets font référence à la différence entre, d'une part, la somme des pourcentages des réponses indiquant que les critères se sont « sensiblement durcis » et « quelque peu durcis » et, d'autre part, la somme des pourcentages des réponses signalant que les critères se sont « quelque peu assouplis » et « sensiblement assouplis ». Quant aux facteurs affectant les critères d'octroi, les pourcentages nets représentent l'écart entre le pourcentage des réponses rapportant qu'un facteur a contribué à un durcissement et le pourcentage des réponses notant qu'un facteur a contribué à un assouplissement.

17 Les conditions d'octroi des crédits se rapportent aux conditions d'un crédit que la banque est prête à octroyer, c'est-à-dire les conditions du crédit réellement approuvées ainsi que déterminées dans le contrat de prêt qui avait été conclu entre la banque (le prêteur) et l'emprunteur.

et sur les prêts plus risqués ainsi que d'autres conditions d'octroi de crédits.

Les banques au Luxembourg ont rapporté une diminution de la demande de crédits qui leur a été adressée par les entreprises. Selon ces banques, cette diminution a été principalement attribuable à une diminution de l'investissement en capital fixe et à une augmentation du recours aux financements internes des entreprises. Néanmoins, un besoin accru en fonds de roulement a eu un effet positif sur la demande de crédits (voir graphique 23).

Au niveau de la zone euro, les banques ont indiqué une augmentation de la demande de crédits, en l'attribuant principalement au faible niveau des taux d'intérêt et à une augmentation des besoins en fonds de roulement des entreprises. En revanche, l'augmentation de la demande de crédits a été atténuée par le fait que les entreprises ont eu recours à d'autres modes de financement.

### Crédits à l'habitat accordés aux ménages

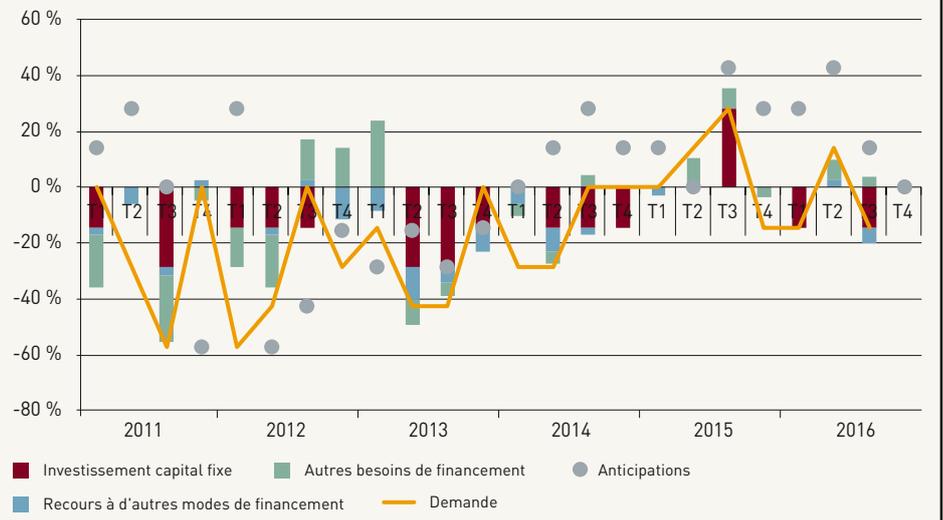
Concernant les crédits à l'habitat accordés aux ménages, les

18 Concernant la demande de crédits, les pourcentages nets font référence à la différence entre, d'une part, la somme des pourcentages des réponses mentionnant que la demande a « sensiblement augmenté » et « augmenté quelque peu » et, d'autre part, la somme des pourcentages des réponses indiquant que la demande a « diminué quelque peu » et « sensiblement diminué ». Quant aux facteurs affectant la demande de crédits, les pourcentages nets représentent l'écart entre le pourcentage des réponses rapportant qu'un facteur a contribué à une hausse de la demande et le pourcentage des réponses notant qu'un facteur a contribué à une baisse de la demande.

Graphique 23

Evolution de la demande de crédits provenant des entreprises et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg<sup>18</sup>

(en pourcentages nets)



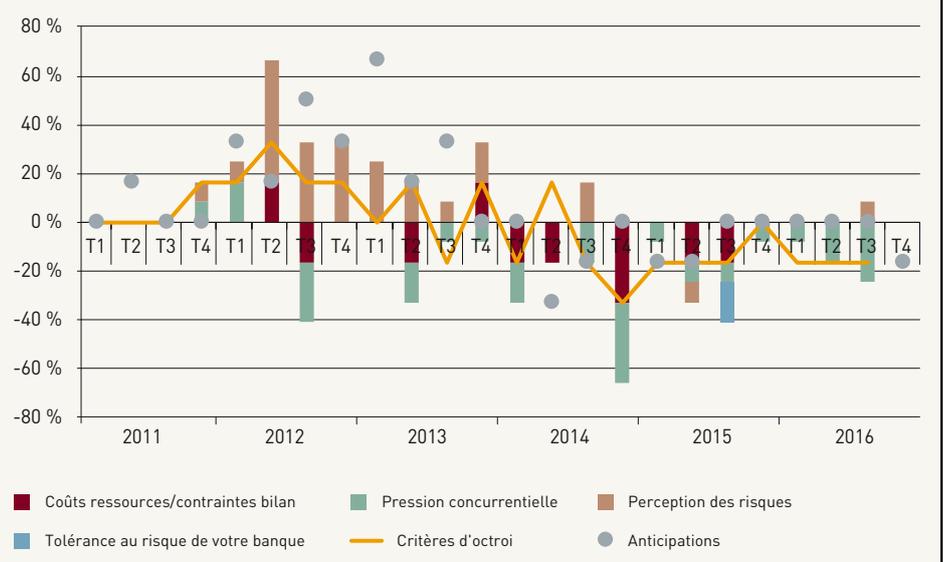
Note : « Recours à d'autres modes de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Financements internes », « Prêts bancaires », « Prêts non bancaires », « Emission ou remboursement de titres de créances » et « Emission ou remboursement d'actions ». « Autres besoins de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Gestion des stocks et fonds de roulement », « Fusions/acquisitions et restructurations d'entreprise », « Niveau général des taux d'intérêt » et « Refinancement/restructuration et renégociation de dettes ».

Source : BCL

Graphique 24

Evolution des critères d'octroi des crédits à l'habitat accordés aux ménages et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg

(en pourcentages nets)



Note : « Pression concurrentielle » est la moyenne non pondérée des éléments « Concurrence d'autres banques » et « Concurrence d'institutions non bancaires ». « Perception des risques » est la moyenne non pondérée des éléments « Situation et perspectives économiques globales », « Perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel, y compris en matière de prix » et « Solvabilité de l'emprunteur ».

Source : BCL

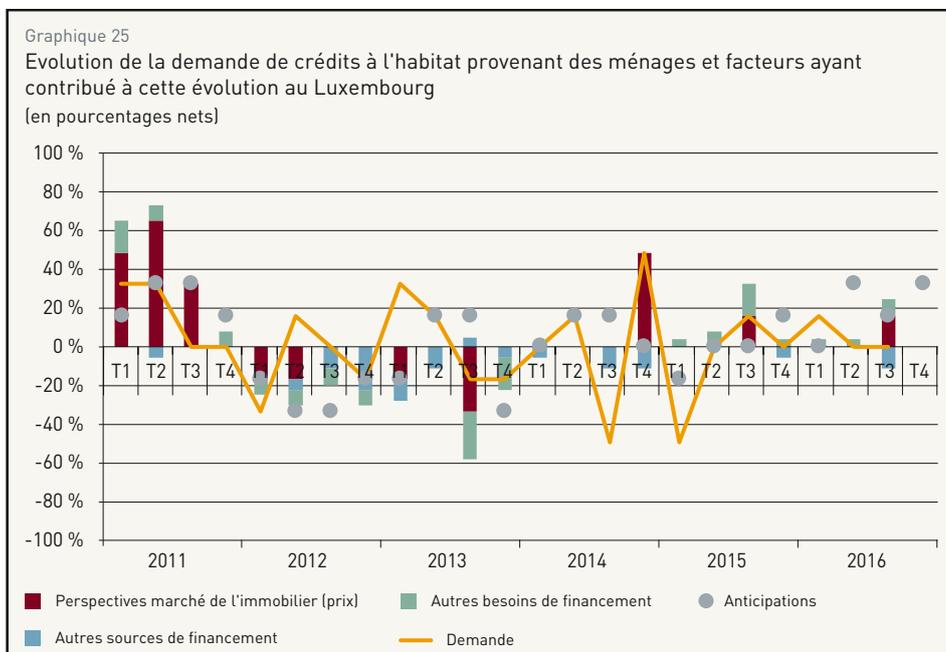
banques au Luxembourg ont rapporté un léger assouplissement des critères d'octroi (voir graphique 24). Cette évolution a été attribuée à une concurrence bancaire plus importante. Dans la zone euro, les banques ont aussi déclaré avoir légèrement assoupli les critères d'octroi, sous l'effet principalement d'une augmentation de la concurrence bancaire et d'une amélioration des perspectives sur le marché du logement.

Les banques au Luxembourg et celles de la zone euro, dans son ensemble, ont déclaré s'attendre à un nouvel assouplissement des critères d'octroi au cours du quatrième trimestre.

En ce qui concerne les conditions d'octroi, les banques au Luxembourg ont fait état d'une réduction des marges sur les prêts de risque moyen et d'une augmentation de leur quotité d'emprunt. Les banques de la zone euro ont également noté une réduction des marges sur les prêts de risque moyen, mais ont cependant noté un léger resserrement d'autres conditions d'octroi, telle qu'une diminution de la quotité d'emprunt.

Selon les banques de l'échantillon luxembourgeois, la demande de crédits à l'habitat a été inchangée au cours du troisième trimestre 2016. Cette demande a été soutenue par le faible niveau des taux d'intérêt ainsi que par des perspectives d'évolution positives du marché immobilier. En revanche, le recours à d'autres modes de financement, notamment une augmentation de l'apport en fonds propres des ménages, a eu une incidence négative sur la demande de crédits (voir graphique 25).

Au niveau de la zone euro, les banques ont également indiqué une augmentation de la demande de crédits immobiliers, principalement attribuée au faible niveau des taux d'intérêt et à une augmentation de la confiance des consommateurs.



Note : « Autres sources de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Financement propre d'un achat de bien immobilier résidentiel par recours à l'épargne ou à l'apport personnel », « Prêts d'autres banques » et « Autres sources de financement externe ». « Autres besoins de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Confiance des consommateurs », « Niveau général des taux d'intérêt », « Refinancement/restructuration et renégociation de dettes » et « Régime réglementaire et fiscal applicable au marché immobilier résidentiel ».  
Source : BCL

### Crédits à la consommation et autres prêts accordés aux ménages

Concernant les crédits à la consommation et autres prêts accordés aux ménages, selon les banques au Luxembourg les critères d'octroi sont restés inchangés au troisième trimestre. Les banques de la zone euro ont indiqué un léger assouplissement des critères d'octroi, favorisé par une augmentation de la pression concurrentielle et par une diminution des coûts des ressources.

Au niveau des conditions d'octroi, les banques au Luxembourg ainsi que celles au niveau de la zone euro ont déclaré avoir légèrement diminué les marges sur les prêts de risque moyen. Les marges sur les crédits plus risqués ont toutefois augmenté au niveau de la zone euro.

Selon les banques luxembourgeoises, la demande de crédits à la consommation et d'autres prêts est restée inchangée durant le troisième trimestre. Au niveau de la zone euro, les banques ont noté une augmentation de la demande, attribuée à une hausse des dépenses en biens durables, à une amélioration de la confiance des consommateurs et au faible niveau des taux d'intérêt.

### Questions ad hoc

Outre les questions régulières, le questionnaire d'octobre comprenait cinq questions *ad hoc*. La première question portait sur l'impact de la situation sur les marchés financiers sur les conditions auxquelles les banques ont accès aux financements de marché et sur leur capacité à transférer le risque.

Les banques de l'échantillon luxembourgeois n'ont signalé aucun changement des conditions d'accès au financement de détail ou financement de marché. Au niveau de la zone euro, les banques ont indiqué une légère amélioration des conditions d'accès au financement de détail. Par ailleurs, les banques de la zone euro ont noté une amélioration des conditions d'accès au financement par titres de créances et une détérioration des conditions d'accès au financement par le marché interbancaire.

La deuxième question *ad hoc* concernait l'effet du programme étendu d'achats d'actifs de l'Eurosystème sur les actifs des banques. Au Luxembourg, ainsi qu'au niveau de la zone euro, les banques ont noté qu'entre avril et septembre ce programme a eu un impact positif sur leur position de liquidité et sur leurs conditions de financement de marché. Toutefois, au Luxembourg, comme au niveau de la zone euro, les banques ont signalé une légère dégradation de leur niveau de rentabilité sur cette période, résultant d'une détérioration des marges nettes d'intérêt.

La troisième question avait trait à la manière dont les banques ont utilisé ou prévoyaient d'utiliser la liquidité supplémentaire issue du programme étendu d'achats d'actifs. Les banques de l'échantillon luxembourgeois, comme celles de la zone euro, ont indiqué que l'augmentation des dépôts de la clientèle a principalement contribué à l'octroi de crédits et à leur refinancement. De plus, au niveau de la zone euro, les banques ont indiqué que la liquidité supplémentaire a servi pour l'achat d'actifs négociables (autres que les obligations souveraines de la zone euro).

La quatrième question portait sur l'effet du programme étendu d'achat d'actifs sur le comportement des banques en matière de prêts. Les banques au Luxembourg ont indiqué qu'entre avril et septembre les critères et conditions d'octroi n'ont été que marginalement affectés par ce programme. Au niveau de la zone euro, les banques ont signalé que le programme d'achat d'actifs a eu un léger effet d'assouplissement sur les critères d'octroi.

La dernière question s'intéressait à l'incidence du taux d'intérêt négatif de la facilité de dépôt de l'Eurosystème. Dans l'échantillon luxembourgeois, comme au niveau de la zone euro, les banques ont déclaré que cette mesure a eu un effet négatif sur leur produit net d'intérêts. Le taux négatif a aussi quelque peu contribué à baisser les taux d'intérêt ainsi que les marges sur les prêts aux entreprises et aux ménages. Au Luxembourg, les banques ont indiqué que cette mesure n'a que marginalement affecté les volumes de crédits. Au niveau de la zone euro, les banques ont noté qu'entre avril et septembre le taux négatif de la facilité de dépôt a eu une incidence positive sur les volumes de crédits accordés aux ménages.

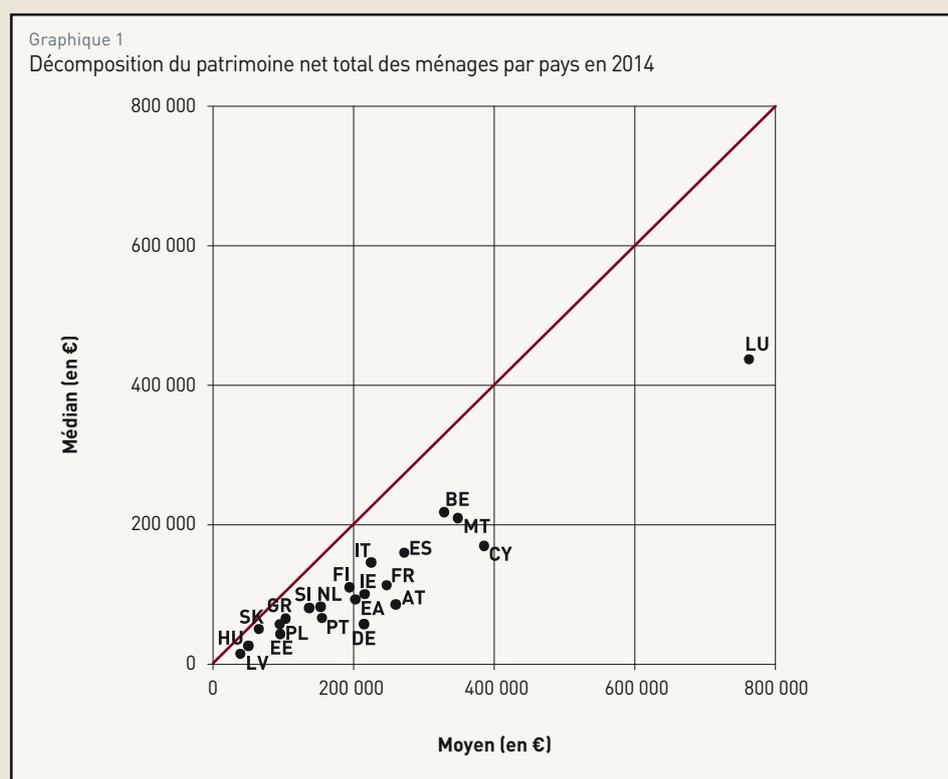
# QUEL EST LE PATRIMOINE DES MÉNAGES LUXEMBOURGEOIS PAR RAPPORT À D'AUTRES MÉNAGES DE LA ZONE EURO ?

## 1 INTRODUCTION

Fin décembre 2016, la Banque centrale européenne (BCE) a publié les résultats de la deuxième vague de l'enquête sur le comportement financier et de consommation de ménages, ou « *Household Finance and Consumption Survey* ». Cette enquête coordonnée par la BCE porte sur la répartition des actifs, des passifs, des revenus et de la consommation pour un échantillon de plus de 84 000 ménages, avec des données collectées de manière harmonisée dans 18 États membres de la zone euro, plus la Hongrie et la Pologne.

Les principaux résultats pour le Luxembourg sont parus dans le Bulletin 2016/02 de la BCL. Cet encadré porte plus particulièrement sur une comparaison du patrimoine des ménages luxembourgeois avec la situation patrimoniale des autres ménages de la zone euro.

## 2 COMPARAISON DES PATRIMOINES NETS



Sources : Enquête HFCS vague 2 ; calculs BCL basés sur données pondérées et à imputation multiple

Le graphique 1 illustre que le patrimoine net moyen ou médian des ménages luxembourgeois est plus élevé que ceux des autres pays recensés. En 2014, le patrimoine net médian des ménages luxembourgeois s'établissait à € 437 500 et le patrimoine net moyen était de € 768 400 en termes nominaux.

Une fois corrigé de l'inflation, le patrimoine net des ménages luxembourgeois est resté pratiquement inchangé entre 2010 et 2014. Pendant la même période, le patrimoine net moyen dans la zone euro (corrigé de l'inflation) a baissé d'environ 10 %.

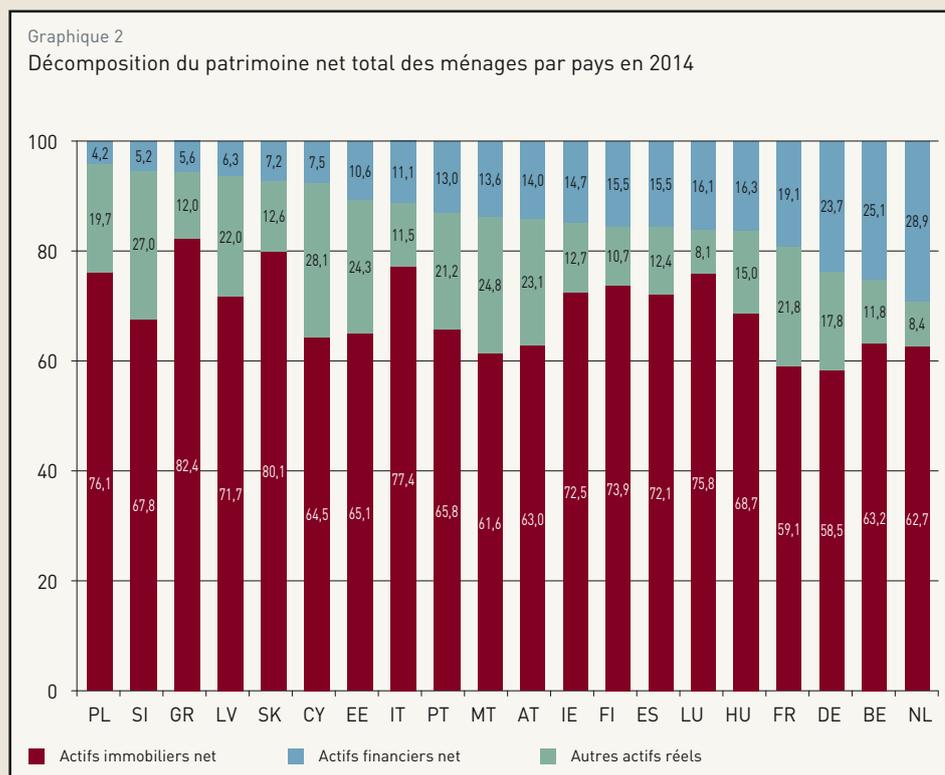
## 3 LE RÔLE DES ACTIFS IMMOBILIERS

Cette évolution divergente des patrimoines nets moyens s'explique largement par l'évolution différente du prix des actifs réels, notamment immobiliers, entre le Luxembourg et les autres pays de la zone euro. Dans certains pays comme la Grèce, Chypre, l'Espagne, l'Italie, le Portugal, la Slovaquie, ou encore la Slovaquie, la réduction des prix de l'immobilier résidentiel a été particulièrement importante entre 2010 et 2014 (HFCN, 2016). Au contraire, le prix des actifs immobiliers au Luxembourg a augmenté d'environ 14 % entre 2010 et 2014.

Comme l'indique le graphique 2, les actifs immobiliers nets ont représenté entre 60 % et 80 % du patrimoine net des ménages européens, devançant largement les actifs financiers nets et les autres actifs réels. Les différences entre les niveaux et les évolutions des prix de l'immobilier d'un pays à l'autre ont donc un effet majeur sur la comparaison du patrimoine des ménages. Compte tenu de la cherté de l'immobilier résidentiel luxembourgeois et de la hausse continue de ces prix, il n'est donc pas étonnant que la différence de patrimoine entre les ménages luxembourgeois et les autres ménages de la zone euro se soit accrue entre 2010 et 2014.

#### 4 LES ACTIFS FINANCIERS NETS

Comme souligné précédemment, les différences significatives dans les variations de la valeur des prix des biens immobiliers entre les pays rendent la comparaison du patrimoine net difficile. Pour cette raison, il semble pertinent d'utiliser les actifs financiers nets, composante plus comparable du patrimoine net des ménages, pour examiner les différences entre pays.<sup>19</sup> Les actifs financiers nets représentent la somme des comptes de dépôt, des fonds d'investissement, des obligations, des actions cotées en Bourse, des montants dus au ménage, des plans de pension privés et d'assurance-vie, et d'autres actifs financiers<sup>20</sup> après déduction de la dette non-hypothécaire. En 2014 au Luxembourg, les actifs financiers nets représentaient 16 % du patrimoine net total des ménages. Pour les autres pays recensés, cette part varie considérablement, de 4 % en Pologne à 29 % aux Pays-Bas.



Sources : Enquête HFCS, vague 2 ; calculs BCL basés sur données pondérées et à imputation multiple

Le niveau moyen des actifs financiers nets détenus par les ménages luxembourgeois était de € 123 700 en 2014 (graphique 3), alors qu'il ne dépassait pas € 100 000 ailleurs. Les différences absolues étaient moins marquées en ce qui concerne les actifs financiers nets médians.

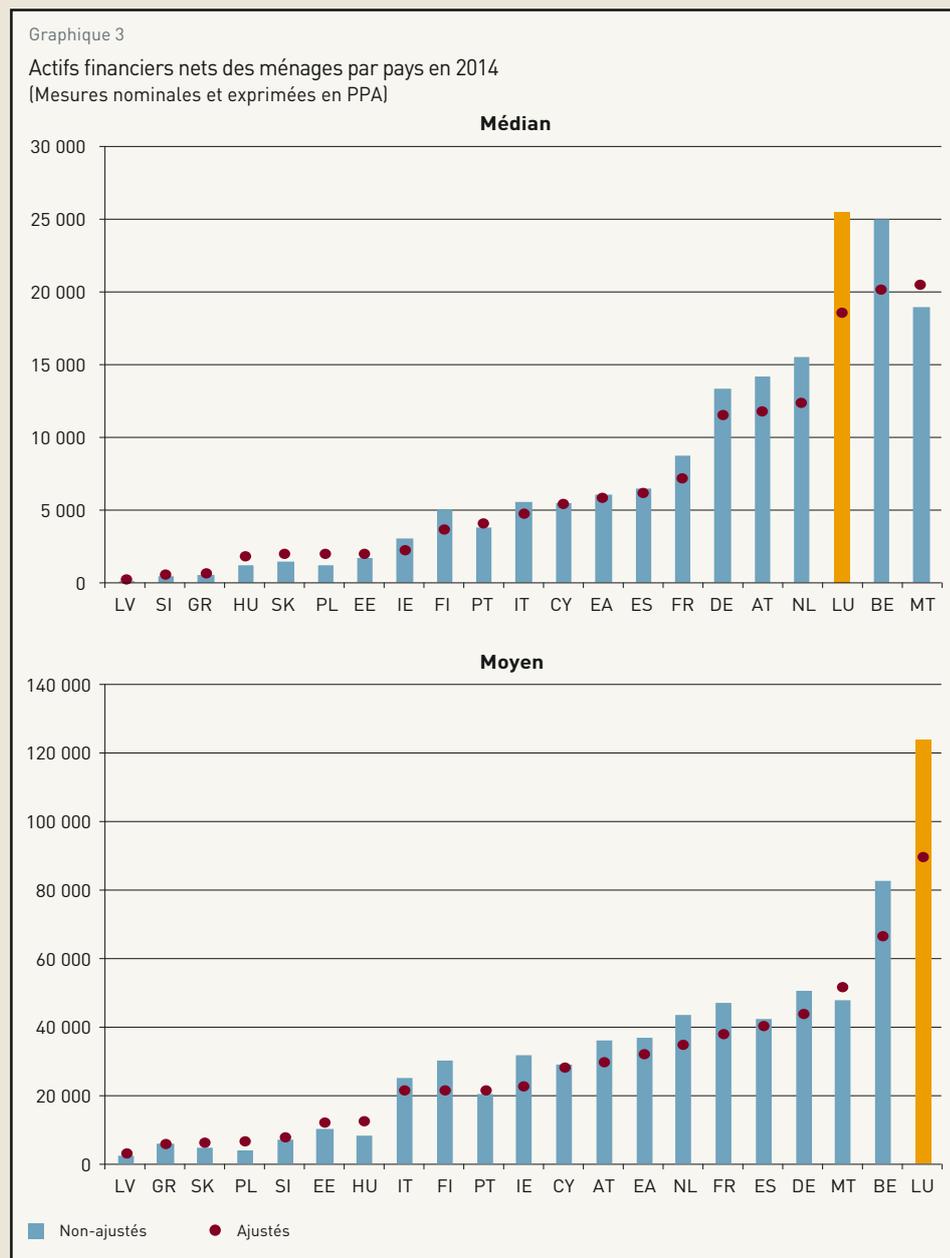
#### 5 MESURES À PARITÉ DE POUVOIR D'ACHAT (PPA)

Le fait qu'un même montant monétaire permet d'acheter différentes quantités de biens et services dans différents pays complique encore les comparaisons des niveaux de patrimoine entre pays. Pour résoudre ce problème, il est courant d'exprimer les montants nominaux en parité de pouvoir d'achat (PPA), ceci afin de mieux comparer le pouvoir d'achat correspondant au patrimoine.

19 Voir également BCL (2013).

20 Participations en entreprises privées non cotées, comptes sous gestion, instruments financiers, etc.

Avec des patrimoines mesurés en PPA, les différences entre pays étaient bien moins marquées en 2014 (graphique 3). Si les ménages luxembourgeois avaient toujours le patrimoine net moyen le plus élevé, les différences avec les autres pays européens étaient réduites. Si les actifs financiers nets moyens des ménages au Luxembourg dépassaient toujours ceux de la zone euro, les actifs financiers nets médians détenus par les ménages luxembourgeois n'étaient plus les plus élevés et étaient inférieurs à ceux des ménages maltais et belges.



Sources : Enquête HFCS vague 2 ; calculs BCL basés sur données pondérées et à imputation multiple

des ménages luxembourgeois et ceux des autres pays recensés s'estompent et, lorsque les actifs financiers nets médians sont comparés à parité de pouvoir d'achat, le Luxembourg ne constitue plus un cas particulier et se trouve comparable à la Belgique et à Malte.

## 6 CONCLUSION

Le patrimoine net total des ménages a, en 2014, été plus élevé au Luxembourg que dans les autres pays participant à cette deuxième enquête HFCS. Cette différence s'explique principalement par le haut niveau des prix immobiliers au Luxembourg, alors que certains pays de la zone euro connaissaient dans le même temps une faiblesse sur le marché de l'immobilier.

Pour tenir compte de ces différentes dynamiques de prix de l'immobilier sur la comparaison des patrimoines, cet encadré se concentre sur les actifs financiers nets dont la valeur est plus comparable d'un pays à l'autre. Il souligne aussi que l'ajustement des parités de pouvoir d'achat est nécessaire pour intégrer les différences de coût de la vie entre pays dans la comparaison.

En tenant compte de ces ajustements, il ressort que les ménages luxembourgeois restent toujours parmi les plus aisés de la zone euro. Cependant, les différences entre les patrimoines

## 7 RÉFÉRENCES

BCL (2013) : Actifs financiers nets des ménages : le Luxembourg est-il plus riche que les autres pays de la zone euro ? BCL Bulletin 2013-02, pages 85-87.

BCL (2016) : L'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages - Résultats de la deuxième enquête, BCL Bulletin 2016-02, pages 41-51.

HFCN (2013), The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey – Results from the first wave, ECB Statistics Paper 2, European Central Bank.

HFCN (2016) : The Household Finance and Consumption Survey -- Results from the second wave, ECB Statistics Paper 18, European Central Bank.

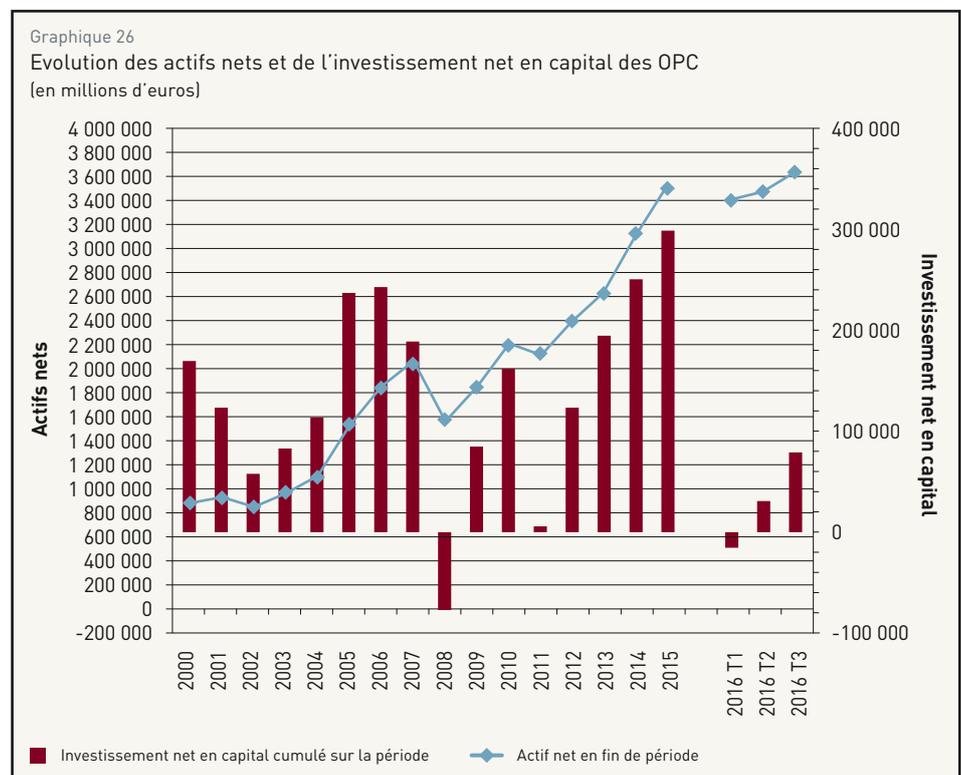
### 1.2.3.2.2 Les organismes de placement collectif

#### L'évolution en nombre

Depuis la fin du mois de juin 2016, le nombre des fonds d'investissement a augmenté de 10 unités, pour s'établir à un total de 3 897 fonds à la fin du mois de septembre 2016. Le nombre de compartiments a quant à lui augmenté de 75 unités au cours de cette période, passant ainsi de 14 208 à 14 283 unités.

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

Au cours de la période sous revue, la valeur nette d'inventaire (VNI) de l'ensemble des OPC a augmenté de 4,6 % pour s'établir, à la fin du mois de septembre, à 3 621 929 millions d'euros. Sur cette période, l'évolution des marchés financiers s'est traduite par des effets de revalorisation positifs (+81 138 millions d'euros) et les investissements nets ont continué d'alimenter de manière significative la hausse des actifs sous gestion (+78 887 millions d'euros).



Source : CSSF

Tableau 11 :

**Évolution 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 COMPARTS.	DONT NOMBRE DE COMPARTS. MONÉTAIRES	VALEUR NETTE D'INVENTAIRE	INVESTISSEMENT NET EN CAPITAL <sup>1)2)</sup>	VARIATION DES MARCHÉS FINANCIERS <sup>2)3)</sup>	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	3 905	13 849	176	3 094 987	3 507	8 126	479 624	18,3		
2015	3 878	14 108	168	3 506 201	16 032	-99 502	139 375	13,3		
2016										
jan.	3 877	14 125	168	3 370 999	-20 779	-114 423	93 986	2,9	-135 202	-3,9
fév.	3 869	14 137	167	3 358 484	-1 383	-11 132	-45 382	-1,3	-12 515	-0,4
mars	3 879	14 179	166	3 395 404	6 852	30 068	-129 389	-3,7	36 920	1,1
avr.	3 880	14 165	167	3 442 080	24 499	22 177	-96 506	-2,7	46 676	1,4
mai	3 882	14 164	165	3 487 980	4 599	41 301	-113 545	-3,2	45 900	1,3
juin	3 887	14 208	165	3 461 904	1 047	-27 123	-66 227	-1,9	-26 076	-0,7
juillet	3 888	14 242	166	3 565 756	33 743	70 109	-17 354	-0,5	103 852	3,0
août	3 893	14 244	166	3 602 162	19 276	17 130	179 175	5,2	36 406	1,0
sep.	3 897	14 283	166	3 621 929	25 868	-6 101	255 103	7,6	19 767	0,5

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.

Source : CSSF

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

L'évolution du total bilantaire des OPC non-monétaires détaillé 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 :

**Évolution 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	75 593
2014	1 163 084	1 026 195	799 101	51 311	33 846	91 187
2015	1 259 998	1 174 259	959 551	58 632	35 601	100 045
2016						
janvier	1 239 743	1 103 768	937 842	59 869	36 162	100 089
février	1 237 172	1 099 486	941 416	59 696	37 151	100 740
mars	1 246 424	1 131 452	959 045	58 429	37 454	103 088
avril	1 281 953	1 145 827	969 523	62 428	36 282	106 858
mai	1 304 277	1 169 039	983 670	64 403	37 266	109 267
juin	1 337 255	1 147 433	981 803	66 417	36 219	113 440
juillet	1 359 677	1 186 247	999 692	66 872	35 285	115 110
août	1 378 617	1 189 925	996 268	60 879	33 545	115 727
septembre	1 383 450	1 184 150	996 096	67 141	33 258	121 335

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 augmenté artificiellement le total bilantaire des fonds obligataires d'un montant de 38 983 millions d'euros.

Au cours de la période sous revue, l'activité des fonds obligataires a connu une hausse de 3,5 % par rapport au deuxième trimestre de 2016. Le bilan des fonds investis principalement en actions a quant à lui augmenté de 3,2 % sur la même période pour atteindre un encours de 1 184 150 millions d'euros à la fin du mois de septembre 2016. Les actifs des fonds mixtes ont connu une hausse de 1,5 %. Enfin, les fonds immobiliers, les *hedge funds*, et les autres fonds ont respectivement affiché des taux de croissance de leur total bilantaire de 1,1 %, -8,2 % et 7,0 %.

**Les OPC monétaires***Le nombre de compartiments*

Fin septembre 2016, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 166 unités, un effectif stable par rapport au mois de juin 2016.

Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était tombé de 412 à 232 en raison d'un changement de définition<sup>21</sup>.

#### *La somme des bilans*

Entre la fin du deuxième et la fin du troisième trimestre de 2016, la somme des bilans a augmenté de 13,9 %, passant de 246 008 millions d'euros à 280 226 millions d'euros. Cette hausse est principalement due à une augmentation des émissions nettes de parts.

#### *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 2016, le portefeuille de titres représentait 78,5 % de l'actif, soit 220 066 millions d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 20,5 %, soit 57 448 millions d'euros. Au cours de la période sous revue, la progression du total bilantaire s'est principalement concrétisée par une hausse du portefeuille de titres (+15,0 %).

Tableau 13 :

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

ACTIF	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	09-2015	06-2016	09-2016	09-2015 - 09-2016		06-2016 - 09-2016		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances	38 947	51 433	57 448	18 501	47,5	6 015	11,7	20,5
Portefeuille titres	205 694	191 368	220 066	14 372	7,0	28 698	15,0	78,5
Autres actifs	3 405	3 207	2 712	- 693	-20,4	- 495	-15,4	1,0
Total de l'actif	248 046	246 008	280 226	32 180	13,0	34 218	13,9	100,0

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

En fin de période, le portefeuille de titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se composait de titres émis par des établissements de crédit (112 715 millions d'euros), de titres émis par le secteur public (45 334 millions d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (55 482 millions d'euros).

Entre la fin du deuxième et la fin du troisième trimestre de 2016, le volume total des titres en portefeuille a augmenté de 14,7 %. Au cours de cette période, la détention de titres émis par les administrations publiques, les établissements de crédit et les autres secteurs a respectivement évolué de 13,4 %, 8,8 % et 22,8 %.

21 Pour plus de détails sur ce changement de définition, voir le Bulletin BCL 2012/2.

Tableau 14 :

Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par contrepartie<sup>1)</sup>

ÉMETTEUR DES TITRES	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>2)</sup>
	2015/09	2016/06	2016/09	2015/09-2016/09		2016/06-2016/09		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Établissements de crédit	95 508	99 356	112 715	17 207	18,0	13 359	13,4	52,8
Administrations publiques	52 377	41 657	45 334	-7 043	-13,4	3 677	8,8	21,2
Autres secteurs	52 593	45 163	55 482	2 889	5,5	10 319	22,8	26,0
Total	200 478	186 176	213 531	13 053	6,5	27 355	14,7	100,0

<sup>1)</sup> Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

<sup>2)</sup> Poids relatif par rapport au total des crédits

Source : BCL

### 1.2.3.3 Commerce et autres services non financiers

Les statistiques relatives aux ventes dans le secteur du commerce indiquent pour les neuf premiers mois de l'année 2016 une baisse du chiffre d'affaires (CA) en valeur dans le commerce de gros, des hausses dans les secteurs du commerce de détail et, de manière plus modérée, dans le secteur du commerce et de la réparation d'automobiles et de motocycles (voir tableau).

Typiquement, la croissance des ventes dans le commerce de détail apparaît nettement plus modeste une fois corrigée des ventes de carburants en magasins spécialisés (VCMS) et des ventes par correspondance (VPC). Le CA des VCMS s'est inscrit en hausse régulière sur les trois derniers trimestres de l'année 2015 et au cours du premier trimestre de cette année, avant d'enregistrer deux reculs consécutifs aux deuxième et troisième trimestres de l'année 2016. De fait, le commerce électronique a continué d'évoluer très favorablement et a expliqué la forte croissance du CA dans le commerce de détail (y compris VCMS et VPC) observée.

Les immatriculations automobiles ont pour leur part fortement progressé aux deuxième et troisième trimestres 2016, avant de reculer en octobre (-2,8 % par rapport à octobre 2015). Au total, sur les dix premiers mois de l'année 2016, elles ont affiché une hausse de 8,0 % par rapport à la même période de l'année précédente. Dans l'Union européenne, les immatriculations automobiles ont progressé de 7,2 % sur les dix premiers mois de l'année en cours. Tous les pays ont vu le nombre d'immatriculations augmenter sur cette même période, à l'exception des Pays-Bas (-7,1 %). Les progressions ont été particulièrement fortes dans plusieurs pays dont Chypre (+26 %), l'Irlande (+18 %) et le Portugal (+14 %). Les données plus récentes disponibles pour le Luxembourg, relatives au mois de novembre 2016, indiquent une hausse de 12,5 % des immatriculations automobiles. Cette dernière implique que sur les 11 premiers mois de l'année 2016, les immatriculations automobiles ont enregistré une hausse moyenne de 8,3 % par rapport à la même période en 2015.

L'évolution du CA en valeur a été globalement positive dans le secteur des transports (services auxiliaires des transports<sup>22</sup>, transport par eau<sup>23</sup>, transport terrestre et transport aérien) en 2015. Ensuite,

<sup>22</sup> Le secteur des services auxiliaires des transports comprend (outre les services auxiliaires des transports terrestres, services auxiliaires des transports par eau, services auxiliaires des transports aériens et autres services auxiliaires des transports) la manutention, l'entreposage et le stockage.

<sup>23</sup> Les données relatives aux transports par eau doivent cependant être considérées avec la plus grande prudence compte tenu de leur volatilité extrêmement marquée et des révisions notables dont elles peuvent parfois faire l'objet.

en moyenne sur les trois premiers trimestres de l'année 2016, les CAs dans le transport aérien et les services auxiliaires des transports ont fortement reculé, contrairement aux autres sous-secteurs du transport. Dans le secteur de l'hôtellerie-restauration, la croissance du CA a été en moyenne contenue depuis le début de l'année 2015.

Tableau 15 :

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

	2014	2015	2015-T3	2015-T4	2016-T1	2016-T2	2016-T3
Immatriculations de voitures	6,8	-6,7	-6,0	-10,3	0,9	11,0	7,0
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	7,7	-1,1	3,6	-2,6	14,7	4,4	-6,7
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	-0,7	-9,3	-12,4	-16,6	-15,7	-14,1	-9,1
Commerce de détail	9,2	8,6	14,1	15,4	18,7	15,9	15,4
- dont Vente de carburants en magasins spécialisés (VCMS)	-4,1	0,0	4,4	5,8	6,7	-9,3	-4,2
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et VCMS)	1,8	2,1	1,9	0,1	1,5	0,7	0,7
Hôtels et restaurants	2,8	2,1	2,6	1,6	2,3	1,9	1,0
Transports aériens	8,6	4,3	-1,8	5,4	-18,7	-0,3	-0,5
Transports par eau	-23,3	28,5	28,7	42,2	7,1	14,3	1,3
Transports terrestres	4,2	4,3	1,6	8,1	0,9	6,1	1,1
Services auxiliaires des transports	0,7	1,4	2,0	1,8	1,3	-4,8	-8,4

\* En valeur

Note : Le secteur du commerce se divise en trois catégories distinctes : commerce et réparation d'automobiles et de motocycles ; commerce de gros à l'exception des automobiles et motocycles et commerce de détail à l'exception des automobiles et motocycles. Les secteurs du commerce (détaillés ci-dessus), des transports et de l'entreposage (transports aériens, par eau et terrestres ; et services auxiliaires des transports) et de l'hôtellerie-restauration représentaient en 2014 près de 35 % de la valeur ajoutée du secteur des services non-financiers – soit un peu moins que les 37 % du secteur administration publique, sécurité sociale, éducation, santé et action sociale.

Sources : STATEC, calculs BCL

#### 1.2.4 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

L'indicateur de confiance des consommateurs établi par la Banque centrale du Luxembourg s'est établi en novembre 2016 à son niveau le plus élevé de l'année, un niveau qu'il avait déjà atteint en mars, juin et août de cette année-ci. Il s'agit aussi du niveau le plus élevé enregistré depuis juin 2002.

Tableau 16 :

## Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes

		INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSUMMATEURS	ANTICIPATIONS SUR LES DOUZE PROCHAINS MOIS			
			SITUATION ÉCONOMIQUE GÉNÉRALE AU LUXEMBOURG	CHÔMAGE AU LUXEMBOURG	SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES	CAPACITÉ D'ÉPARGNER DES MÉNAGES
2014	novembre	-6	-21	31	-8	37
	décembre	-4	-25	28	-5	41
2015	janvier	-3	-23	24	-7	41
	février	0	-15	21	-4	42
	mars	-2	-17	24	-4	36
	avril	1	-7	24	-2	35
	mai	2	-7	20	0	36
	juin	1	-8	23	-2	36
	juillet	2	-10	24	-2	45
	août	1	-9	26	0	41
	septembre	0	-10	27	-2	41
	octobre	-1	-12	28	0	35
	novembre	1	-10	21	-1	38
	décembre	5	-10	12	-1	43
2016	janvier	6	-4	10	0	38
	février	8	-6	11	1	46
	mars	10	-3	7	5	45
	avril	7	-5	1	3	32
	mai	8	-1	8	1	41
	juin	10	-1	6	2	45
	juillet	7	0	12	1	41
	août	10	-3	5	5	44
	septembre	5	-2	11	1	34
	octobre	5	-5	11	7	31
	novembre	10	1	2	5	38

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.

Source : BCL

Le niveau atteint par la confiance des consommateurs en novembre 2016 s'explique en grande partie par les évolutions favorables de deux composantes : les anticipations des ménages relatives à la situation économique générale et au chômage au Luxembourg. La première composante – en dépit de sa relative volatilité depuis le début de l'année – évolue depuis janvier 2016 à des niveaux comparables à ceux atteints sur le second semestre 2007, soit avant le début de crise financière. La seconde composante a rejoint en novembre un niveau proche du minimum historique d'avril 2016. Les anticipations des ménages relatives à leur situation financière sont quant à elles apparues globalement orientées à la hausse depuis octobre 2014. Les niveaux atteints fin 2016, s'ils restent en deçà du maximum historique de juin 2002, sont supérieurs à ceux d'avant-crise. Enfin, les anticipations des ménages relatives à leur

capacité d'épargner évoluent de manière très erratique, rendant toute interprétation délicate. Cette composante a ainsi atteint son creux historique en octobre dernier, alors même que les anticipations des ménages relatives à leur situation financière se situaient à leur niveau le plus élevé depuis avril 2003.

Dans la zone euro, la confiance des consommateurs a enregistré en novembre dernier son troisième mois consécutif de hausse. Malgré cela, elle n'est pas parvenue à retrouver son niveau de mars 2015. Les différentes composantes ont évolué de manière contrastée par rapport au Luxembourg au cours de ces derniers mois. Les anticipations des ménages relatives à la situation économique générale dans la zone euro et à leur capacité d'épargner n'ont eu de cesse de s'améliorer depuis le mois de juillet, enregistrant ainsi chacune un quatrième mois de hausse en novembre 2016. Les anticipations des ménages relatives à leur situation financière se sont quant à elles quasiment stabilisées en novembre dernier, après trois mois d'amélioration. Enfin, l'inquiétude des ménages relative au chômage dans la

zone euro a diminué en novembre, après quatre mois de hausse.

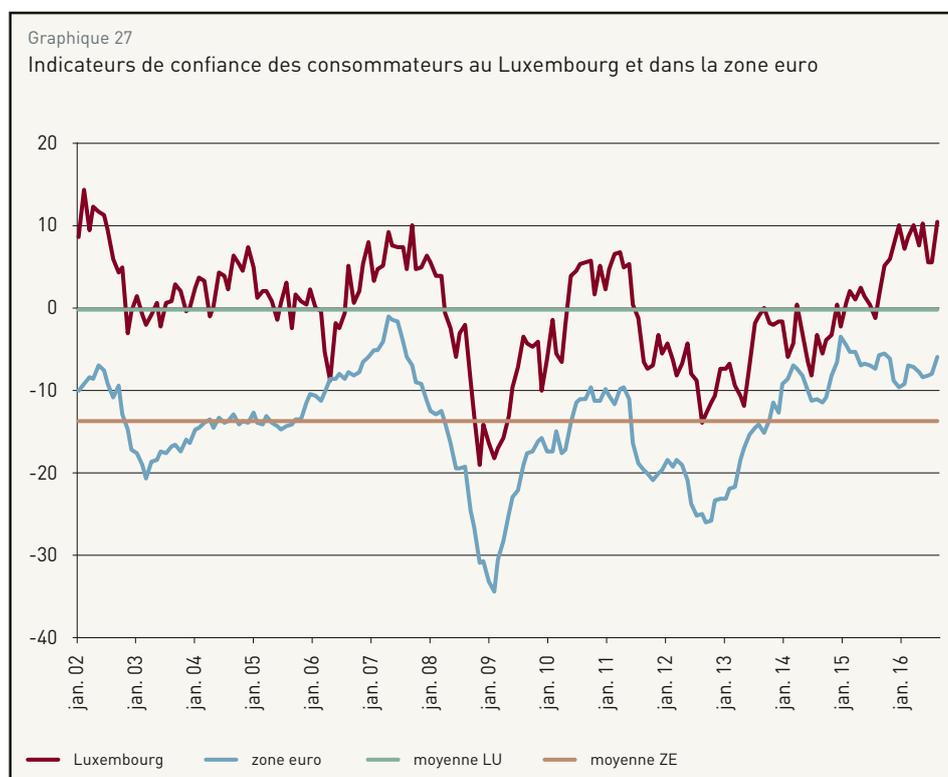
## 1.2.5 La croissance économique

### Comptes annuels

La plus récente estimation des comptes nationaux annuels publiée en octobre 2016 a apporté des révisions aux données publiées en juin 2016. La progression annuelle du PIB réel est désormais estimée à 3,5 % en 2015, contre 4,8 % dans la version précédente. Cette substantielle révision à la baisse de la croissance économique est principalement expliquée par une performance moins favorable du commerce extérieur, en raison d'importations plus importantes qu'anticipées précédemment.

Selon la plus récente version de la comptabilité nationale, les

consommations privée et publique auraient progressé respectivement de 1,8 % et 2,3 % en 2015. Après une hausse de 6,0 % en 2014, la formation brute de capital aurait augmenté de 1,0 % en 2015 (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 auraient progressé de 12,8 %, tandis que les importations auraient augmenté de 14,0 %, dans les deux cas, essentiellement imputable au commerce extérieur de services.



Sources : BCL, Commission européenne

Tableau 17 :

**Croissance du PIB réel et des composantes de la demande**

(en pourcentage par rapport à l'année précédente)

	2012	2013	2014	2015
Consommation privée	2,5	2,6	2,7	1,8
Consommation publique	4,7	1,9	-0,1	2,3
Formation brute de capital fixe	6,6	-2,1	6,0	1,0
Exportations	2,7	6,3	12,1	12,8
Importations	4,6	5,3	13,1	14,0
Exportations nettes	-6,1	11,3	6,9	6,0
Produit intérieur brut	0,0	4,2	4,7	3,5

Sources : STATEC, calculs BCL

Par ailleurs, en 2015, le secteur financier et le secteur commercial au sens large auraient été les principaux contributeurs à la progression en termes réels de la valeur ajoutée.

**Comptes trimestriels**

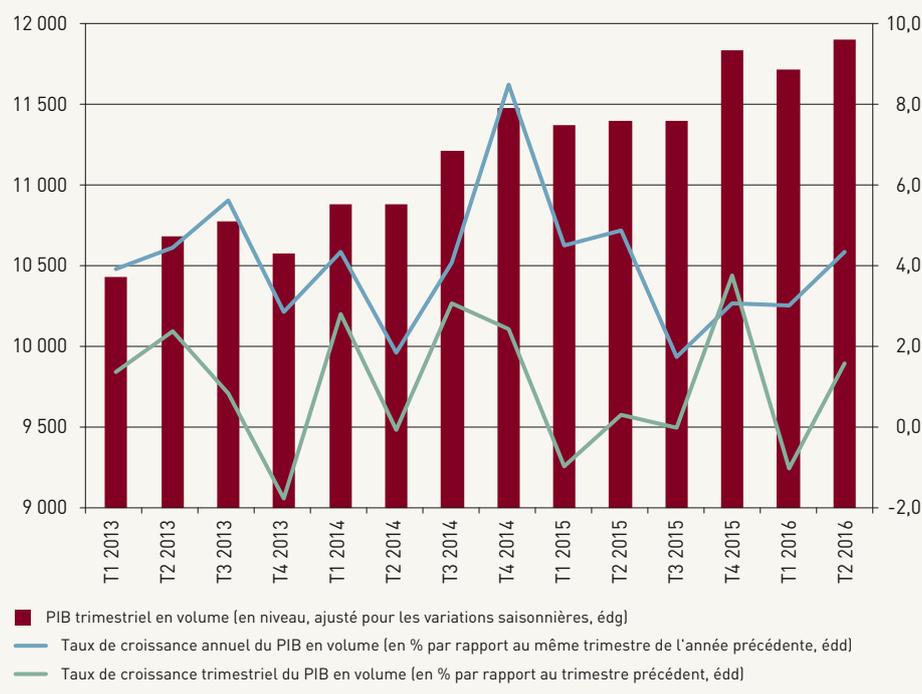
La première estimation de la croissance pour le deuxième trimestre 2016, a fait ressortir une hausse du PIB réel de 1,6 % par rapport au premier trimestre 2016. En glissement annuel, le PIB a affiché une progression de 4,4 %. Ces développements indiquent aussi que l'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2016 aurait atteint 3,1 % à l'issue du deuxième trimestre 2016<sup>24</sup>.

Une ventilation des composantes de la demande révèle qu'au deuxième trimestre 2016 et en glissement annuel, les consommations privée et publique auraient progressé respectivement de 1,3 % et 4,4 %. La formation brute de capital fixe aurait augmenté de 4,5 % (après la baisse de 10,5 % le trimestre précédent). Les exportations auraient pour leur part enregistré une augmentation de

Graphique 28

**Niveau et progression du PIB réel**

(en millions d'euros respectivement en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente et en pourcentage par rapport au trimestre précédent)



Sources : STATEC, calculs BCL

24 Rappelons que l'acquis de croissance « d'une variable pour une année N correspond au taux de croissance de la variable entre l'année N-1 et l'année N que l'on obtiendrait si la variable demeurait jusqu'à la fin de l'année N au niveau du dernier trimestre connu » (Source : Institut National de la Statistique et des Études Économiques (INSEE) – Définition, méthodes et qualité.). Dans notre cas, cela consiste à calculer le taux de croissance du PIB en volume pour l'année 2016 (N) et par rapport à 2015 (N-1), en reportant le niveau du PIB trimestriel réel (ajusté pour les variations saisonnières) observé au deuxième trimestre 2016 (soit 11 905 millions d'euros) sur les deux trimestres restants de 2016.

5,0 % au cours du trimestre sous revue alors que les importations auraient progressé de 5,3 %. En glissement trimestriel, toutes les composantes du PIB se seraient accrues au deuxième trimestre 2016.

Tableau 18 :

**Croissance du PIB réel et des composantes de la demande**

(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				
	T2 2015	T3 2015	T4 2015	T1 2016	T2 2016	T2 2015	T3 2015	T4 2015	T1 2016	T2 2016
Consommation privée	1,4	-0,1	1,3	-1,3	1,4	2,2	2,2	1,8	1,2	1,3
Consommation publique	0,4	1,3	0,9	1,2	0,9	1,5	2,0	2,2	3,8	4,4
Formation brute de capital fixe	-9,6	4,0	-5,2	0,3	5,6	8,1	7,2	-10,1	-10,5	4,5
Exportations	1,1	-0,2	4,5	-1,2	1,9	15,5	8,8	9,7	4,2	5,0
Importations	0,8	1,0	3,8	-1,8	2,3	18,7	11,2	9,2	3,8	5,3
<b>PIB réel</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,0</b>	<b>3,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,6</b>	<b>4,9</b>	<b>1,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>4,4</b>

Sources : STATEC, calculs BCL

Au niveau sectoriel et par rapport au même trimestre de l'année précédente, la valeur ajoutée brute aurait sensiblement augmenté dans la branche « information et communication » (+14,5 %), les services aux entreprises (+9,7 %) et la construction (+5,1 %). Dans le secteur financier, la valeur ajoutée aurait augmenté de 1,5 % au deuxième trimestre 2016, après +1,0 % le trimestre précédent. La progression de la valeur ajoutée dans le secteur financier, exprimée en termes réels et telle qu'elle ressort de la plus récente version de la comptabilité nationale, semble ainsi davantage en accord avec d'autres indicateurs. Rappelons en effet que l'environnement international et l'évolution sur les marchés financiers ont été peu favorables au premier semestre de l'année sous revue. Cette période s'est soldée par un repli du patrimoine net des fonds d'investissement avec des répercussions négatives sur les revenus sur commissions des banques. Selon la plus récente version de la comptabilité nationale, ces développements négatifs se seraient en partie traduits par une baisse de la valeur ajoutée exprimée en termes nominaux. Aussi, on constate que la valeur ajoutée nominale du secteur financier aurait diminué de 2,6 % au deuxième trimestre 2016 en comparaison annuelle, après la baisse de 6,0 % le trimestre précédent. La hausse concomitante de la valeur ajoutée exprimée en termes réels traduirait une baisse des prix implicites (déflateurs), reflétant elle-même le recul des cours sur les marchés financiers.

En glissement trimestriel, la valeur ajoutée se serait inscrite en baisse dans le secteur primaire (-3,6 %), les autres activités de services (-1,4 %) et les services aux entreprises (-0,1 %).

Tableau 19 :

**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				
	T2 2015	T3 2015	T4 2015	T1 2016	T2 2016	T2 2015	T3 2015	T4 2015	T1 2016	T2 2016
Agriculture, sylviculture et pêche	-5,7	4,0	2,2	1,4	-3,6	15,1	16,6	18,3	1,7	3,9
Industrie, y compris énergie et distribution d'eau	0,5	0,4	5,7	-7,5	3,8	1,0	-1,3	4,1	-1,4	1,9
Construction	2,0	1,5	1,3	-0,2	2,4	-6,0	-4,9	-7,8	4,7	5,1
Commerce, transports, hébergement et restauration	0,6	-0,3	4,7	-5,0	2,9	5,1	3,0	6,3	-0,2	2,1
Information et communication	-0,5	-4,6	12,4	-1,0	7,9	29,6	7,7	12,3	5,5	14,5
Activités financières et d'assurance	0,8	0,4	1,5	-1,7	1,3	9,4	4,5	0,6	1,0	1,5
Activités immobilières	1,2	0,4	0,8	0,1	0,5	4,6	3,7	3,9	2,5	1,8
Services aux entreprises et location	0,1	-3,0	8,1	4,7	-0,1	3,6	-2,1	7,4	9,9	9,7
Administrations publiques, éducation et santé	-0,1	0,7	0,7	1,0	1,0	2,0	1,8	2,3	2,3	3,4
Autres activités de services	1,2	0,4	2,5	-1,1	-1,4	-5,0	-2,4	0,7	3,0	0,4
<b>Valeur ajoutée totale</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>4,8</b>	<b>2,3</b>	<b>3,5</b>	<b>2,6</b>	<b>3,5</b>
<b>PIB réel</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,0</b>	<b>3,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,6</b>	<b>4,9</b>	<b>1,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>4,4</b>

Sources : STATEC, calculs BCL

Toutes ces informations doivent être interprétées avec prudence au regard de leur caractère provisoire. Les comptes nationaux sont en effet sujets à révisions lorsque de nouvelles informations deviennent disponibles. Dans ce contexte, il convient de mentionner que la version plus récente des comptes nationaux trimestriels, publiée en octobre 2016, a apporté des révisions aux chiffres publiés précédemment. Ces révisions ont engendré les modifications suivantes du profil de croissance annuelle : 4,5 % au lieu de 5,2 % pour le premier trimestre 2015, 4,9 % au lieu de 5,5 % pour le deuxième, 1,7 % au lieu de 5,3 % le troisième et 3,1 % au lieu de 3,6 % pour le quatrième trimestre. Au premier trimestre 2016, le PIB en volume aurait connu une progression de 3,0 % (au lieu de 4,4 %) en rythme annuel<sup>25</sup>.

## 1.2.6 Projections macroéconomiques de décembre 2016

Les dernières projections macroéconomiques de la BCL, élaborées dans un contexte conjoncturel mitigé, datent de juin 2016<sup>26</sup>. L'activité économique dans la zone euro était bien orientée et le PIB réel avait progressé de 0,4 % en moyenne sur les deux premiers trimestres, soit approximativement au même rythme que lors des cinq trimestres précédents. Au Luxembourg, l'évolution défavorable des marchés boursiers et les indicateurs d'activité suggéraient un ralentissement dans le secteur financier. Par contre, la bonne portée du marché du travail et la baisse du chômage partiel semblaient témoigner d'une expansion dans la plupart des autres secteurs de l'économie. Dans ce contexte, la BCL prévoyait une décélération de la croissance du PIB réel de 4,8 % en 2015 à 3,4 % en 2016. Il était aussi admis que l'hypothèse de l'amélioration de la conjoncture internationale et la mise en œuvre de la réforme fiscale à partir de l'année 2017 allaient contribuer à rehausser la croissance autour de 4 % pour les années 2017 et 2018.

<sup>25</sup> Il convient de noter qu'en ce qui concerne le premier trimestre 2016, les révisions les plus importantes (à la hausse ou à la baisse) ont été enregistrées au niveau de la formation brute de capital fixe, de la consommation publique et du commerce extérieur. Au niveau sectoriel, les plus fortes révisions de croissance ont été observées dans les services aux entreprises, la branche « Information et communication » et la construction.

<sup>26</sup> Voir BCL, Bulletin 2016/1, pp. 63-71.

### 1.2.6.1 Évolutions récentes

Depuis les projections de juin 2016, le diagnostic conjoncturel est resté mitigé. Selon les comptes nationaux annuels pour l'année 2015 publiés en octobre 2016, la croissance du PIB réel n'aurait plus été que de 3,5 %, contre 4,8 % estimé initialement par le STATEC. L'évolution de l'activité au premier semestre de l'année 2016, telle que recensée par les comptes nationaux trimestriels publiés, aurait aussi montré des signes de ralentissement. Ainsi, le taux de variation trimestriel aurait été négatif au premier trimestre 2016, à concurrence de -1,0 %, pour s'accélérer à 1,6 % au deuxième trimestre. En cumulé, le PIB réel n'aurait donc que faiblement progressé sur la première moitié de l'année. L'acquis de croissance pour l'année 2016, tel qu'enregistré à la fin du deuxième trimestre 2016 sur la base des seuls comptes nationaux trimestriels, se chiffrerait toutefois déjà à 3,1 %. Cet acquis relativement élevé est cependant davantage tributaire de la croissance enregistrée au courant de l'année 2015 que de la croissance au début de l'année 2016.

S'agissant de la deuxième moitié de l'année 2016, les évolutions sur les marchés financiers ont été plus favorables que lors de la première moitié de l'année. Les marchés boursiers, tels que recensés par l'indice Euro Stoxx50, se sont redressés de 4 % entre juin 2016 et novembre 2016, contre un recul de 11 % lors de la première moitié de l'année. C'est dans ce contexte que la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC a progressé de 3,8 % au troisième trimestre 2016. L'acquis de croissance de la VNI fin septembre pour l'année 2016 est de 1 %. L'industrie des fonds d'investissement, après quatre années d'accélération consécutives, connaîtra donc un fort ralentissement de sa croissance en 2016. Le manque de dynamisme dans ce secteur, qui a été un moteur de la croissance au cours des dernières années au Luxembourg, devrait aussi se répercuter sur la progression du PIB réel.

En ce qui concerne le secteur non financier, la poursuite de la croissance au troisième trimestre 2016 dans la zone euro à hauteur de 0,3 % du PIB réel devrait *a priori* avoir des répercussions positives sur le secteur marchand au Luxembourg. Les résultats des enquêtes d'opinion dans l'industrie se sont d'ailleurs fortement redressés au cours des derniers mois. La bonne santé du marché du travail dans son ensemble suggère aussi une résilience dans le reste de l'économie.

Au total, sur base de ces constats et après un début d'année difficile pour le secteur financier, il n'y a pas d'indications qui suggéreraient un affaiblissement important et durable de la croissance au Luxembourg. La croissance de l'activité économique devrait donc s'accélérer au second semestre 2016 et rester proche ou au-delà de la croissance tendancielle par la suite.

### 1.2.6.2 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'opinion moyenne des opérateurs des marchés financiers quant à l'évolution future de ces indicateurs. Le détail de ces hypothèses est présenté dans le tableau 20.

La baisse prononcée du prix du pétrole, qui a débuté en juillet 2014, s'est poursuivie jusqu'en janvier 2016 lorsque le cours moyen du baril a atteint un niveau inférieur à 32 dollars. Depuis le premier trimestre 2016, le prix du pétrole a rebondi pour s'établir à 50 dollars en octobre 2016. D'après les hypothèses basées sur les prix des contrats à terme, le prix du pétrole devrait continuer à se redresser progressivement jusqu'en 2019, sans pour autant revenir aux niveaux enregistrés entre 2010 et 2014. Par rapport aux prévisions de juin 2016, les hypothèses concernant le prix du pétrole sont restées globalement inchangées pour les années 2016 et 2017 et ont été légèrement révisées à la hausse pour 2018.

Le commerce mondial devrait progresser de manière modérée en 2016, avec une croissance de seulement 0,9 %, avant d'accélérer par la suite. Parallèlement, la croissance du PIB mondial devrait ralentir en 2016 avant d'accélérer en 2017 et, de manière moins marquée, les deux années suivantes. Elle s'établirait à 3,8 % en 2019, ce qui est nettement inférieur au taux observé en moyenne sur les cinq années précédant la crise (soit 4,9 % en moyenne entre 2003 et 2007).

La croissance de la demande internationale adressée au Luxembourg devrait, pour sa part, fortement décélérer en 2016 avant de s'accélérer en 2017 et en 2018. Rappelons que la demande internationale adressée au Luxembourg est calculée en fonction des importations de ses partenaires commerciaux et constitue un facteur clef pour une économie fortement tournée vers l'extérieur. Cette demande externe a été révisée à la baisse en 2016, 2017 et 2018.

Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée par l'indice Euro Stoxx, devraient reculer en moyenne de près de 10 % environ en 2016 et de manière plus modérée par la suite. La baisse de cet indice anticipée pour 2016 est quasiment inchangée par rapport à celle qui prévalait dans le cadre des hypothèses de l'exercice de projections de juin 2016. Enfin, les hypothèses sur le taux de change de l'euro ont été légèrement révisées à la baisse : l'euro devrait ainsi s'établir à 1,11 dollars en moyenne annuelle en 2016, puis à 1,09 dollars jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Enfin, les hypothèses techniques portant sur les taux d'intérêt n'ont, en moyenne, que peu varié depuis juin 2016.

Par rapport à l'exercice de juin 2016, les hypothèses techniques et les hypothèses relatives à l'environnement international sont, dans leur ensemble, moins favorables pour les années 2016 à 2018. Des perspectives moins favorables qu'attendu pour la croissance et la demande mondiales devraient affecter négativement le PIB du Luxembourg sur l'horizon de projection.

Tableau 20 :

#### Projections de l'Eurosystème et hypothèses techniques

(taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires) <sup>27</sup>

	2015	2016	2017	2018	2019
Prix du pétrole en \$/bl	52,4	43,1 (-0,7)	49,3 (+0,4)	52,6 (+2,5)	54,6
Taux de change \$/€	1,11	1,11 (-0,02)	1,09 (-0,05)	1,09 (-0,05)	1,09
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau en %)	0,0	-0,3 (0,0)	-0,3 (0,0)	-0,2 (+0,1)	0,0
Taux d'intérêt à 10 ans (niveau en %)	1,2	0,8 (-0,1)	1,2 (+0,1)	1,5 (+0,1)	1,7
Eurostoxx (évolution en %)	11,8	-10,2 (+0,6)	-0,3 (+1,7)	-2,3 (+0,1)	-2,2
Commerce mondial (hors zone euro)	0,6	0,9 (-0,9)	2,8 (-0,8)	3,7 (-0,3)	3,8
PIB mondial (hors zone euro)	3,2	3,0 (-0,1)	3,5 (-0,2)	3,7 (-0,1)	3,8
PIB zone euro	1,6	1,7 (+0,1)	1,7 (0,0)	1,6 (-0,1)	1,6
Demande internationale adressée au Luxembourg	4,0	2,7 (-1,2)	3,6 (-0,9)	4,0 (-0,6)	4,0

Source : BCE

Au-delà des hypothèses purement techniques, les projections de la BCL s'insèrent dans le scénario de l'Eurosystème pour la zone euro. Ce scénario est décrit en détail au chapitre 1.1.8 de ce bulletin. Il prévoit une légère hausse de la croissance du PIB réel de la zone euro à 1,7 % en 2016. La croissance se stabiliserait à 1,7 % en 2017, avant de retomber à 1,6 % en 2018 et 2019.

<sup>27</sup> Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de juin 2016. 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.

### 1.2.6.3 Projections du PIB réel et de ses composantes

Les projections de la BCL de décembre 2016 aboutissent à une progression du PIB réel en 2016 de l'ordre de 3,5 %, soit 0,1 p.p. de plus qu'anticipé auparavant. Couplé à la révision à la baisse de la croissance en 2015, ceci implique que, contrairement aux projections de juin, la croissance de l'activité économique se stabiliserait en 2016 par rapport à 2015. La projection de croissance pour les années 2017 et 2018 se situe désormais autour de 3,9 %. L'accélération de la croissance est en premier lieu le résultat d'une augmentation de la demande domestique suite à une série de mesures relatives à la réforme fiscale prenant effet à partir de l'année 2017. Compte tenu des hypothèses faites au niveau des taux d'intérêt et du taux de change et des indices des marchés boursiers, qui se maintiendraient durablement à des niveaux plus favorables, des effets positifs sur la croissance devraient se manifester au cours de la période de projection. Ceci explique le maintien d'une croissance robuste, supérieure à la croissance dans la zone euro et aussi supérieure à la croissance luxembourgeoise post-crise. La révision à la baisse de la progression du PIB réel en 2017, 0,4 p.p. de moins qu'anticipé précédemment, est principalement attribuable à une accélération moins prononcée de la demande internationale par rapport aux projections de juin.

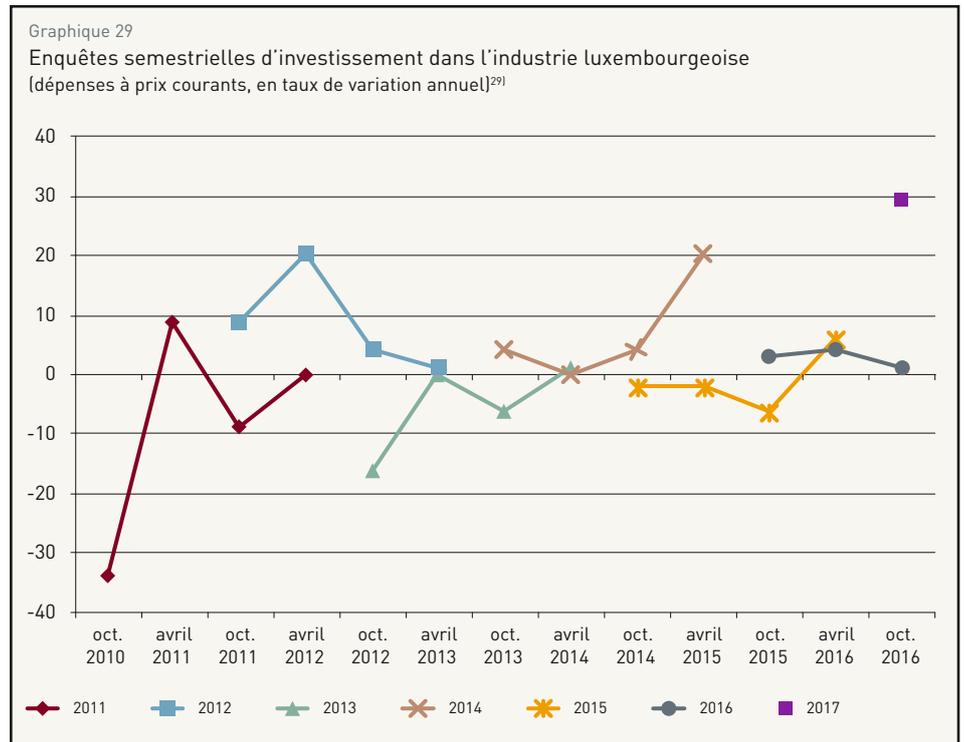
En début d'année, le gouvernement a annoncé une série de mesures d'allègements de la fiscalité directe pour les personnes physiques et les personnes morales. Après leur adoption récente par la Chambre des Députés, ces mesures prendront effet à partir de l'année 2017. Selon les estimations de la BCL, le coût budgétaire de ces mesures se chiffrerait autour de 1,5 % du PIB en 2017 et de 1,7 % du PIB en 2018<sup>28</sup>, dont approximativement les deux tiers bénéficieraient aux personnes physiques. Ces allègements fiscaux augmentent le pouvoir d'achat des ménages et la capacité d'investissement des entreprises, mais une partie de cette augmentation des revenus sera épargnée et n'aura donc pas d'incidence sur l'activité économique. De plus, étant donné l'ouverture de l'économie luxembourgeoise, des parts importantes de la consommation et de l'investissement privés sont importées, ce qui tend à réduire leur impact sur le PIB national. Compte tenu de l'importance de ces « fuites » et selon nos estimations, les allègements fiscaux pourraient avoir un impact cumulé sur 3 années d'environ 0,6 p.p. sur la progression du PIB réel, ce qui correspond à un multiplicateur implicite d'environ un tiers. Dans nos projections, cet impact se concrétise à parts égales de 0,25 p.p. en 2017 et en 2018 avec un effet supplémentaire de 0,1 p.p. en 2019. En effet, dans une petite économie largement ouverte comme celle du Luxembourg, la demande domestique ne pourra être le moteur d'une croissance pérenne, mais elle pourra toutefois exercer une impulsion additionnelle de croissance.

Selon les données de comptabilité nationale, la croissance du PIB réel en 2015 a ralenti à 3,5 %, suite à une décélération de toutes les composantes du PIB. L'estimation de la croissance du PIB réel pour l'année 2015 a été sujette à une importante révision à la baisse de 1,3 p.p. par rapport à une première estimation des comptes nationaux en avril 2016. L'année 2016 devrait être marquée par une stabilisation de la croissance économique. La composition de la croissance devrait très peu changer par rapport à l'année 2015. La croissance garderait une assise très large, puisque toutes les principales composantes de la demande afficheraient des taux de progression positifs en 2016. Quant aux exportations, leur profil serait marqué par un ralentissement de la demande internationale et l'évolution sur les marchés financiers. Leur rythme de progression devrait donc ralentir en 2016 pour rebondir par la suite.

Selon les enquêtes d'investissement du mois d'octobre 2016, les responsables d'entreprises du secteur manufacturier sont demeurés prudents pour leurs investissements en 2016. Les dépenses d'investissement ne progresseraient que très légèrement par rapport à l'année passée, ce qui constitue un

28 Pour plus de détails, voir l'avis de la BCL sur le projet de budget dans la deuxième partie de ce bulletin.

scénario inchangé par rapport aux enquêtes précédentes. Pour l'année 2017 et selon ces mêmes enquêtes, les dépenses d'investissement pourraient toutefois progresser fortement. L'expansion telle qu'elle est annoncée à l'heure actuelle serait la plus importante depuis l'année 2010 (voir graphique 29). La reprise de la demande européenne et la hausse du taux d'utilisation des capacités de production depuis 2015 à des niveaux proches de sa moyenne historique devraient créer progressivement de nouveaux besoins en termes d'installations productives. Les conditions de financement de ces dépenses demeurent très favorables. Ainsi, les conditions d'octroi de crédits aux entreprises sont restées favorables au cours des derniers trimestres, sous l'impact des mesures de politique monétaire non conventionnelles décidées par l'Eurosystème. Le niveau historiquement bas des taux d'intérêt officiels s'est également répercuté sur les taux des crédits bancaires. Étant donné que ces crédits sont, pour la plupart, octroyés à taux variable, les emprunteurs bénéficient de la faiblesse des taux tant sur les nouveaux crédits que sur l'encours existant. La baisse des taux, ainsi que sa persistance à des niveaux bas, implique que les débiteurs, tant entreprises que consommateurs, ont bénéficié d'une hausse non anticipée et non négligeable de leur revenu disponible grâce à une charge d'intérêts amoindrie. La mise en œuvre de la réforme fiscale pour les entreprises constitue vraisemblablement aussi une incitation supplémentaire à investir dans des capacités de production au Luxembourg. Au-delà de l'abaissement du taux d'imposition global, le régime de la bonification d'impôt pour investissement devient également plus avantageux à partir de l'année 2017<sup>30</sup>.



Source : Commission Européenne

29 Les enquêtes sont effectuées en octobre/novembre et en mars/avril de chaque année. Sur base d'un échantillon d'entreprises dans 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.

30 Pour les détails, voir chapitre 2.2.5.2 de l'avis de la BCL sur le projet de budget dans la deuxième partie de ce bulletin.

Tableau 21 :

**Projections macroéconomiques générales de décembre 2016 et révisions par rapport à juin 2016**

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

	PROJECTIONS DE DÉCEMBRE 2016					RÉVISIONS PAR RAPPORT À JUIN 2016			
	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018
PIB réel	3,5	3,5	3,9	3,9	3,6	-1,3	0,1	-0,4	-
IPCH	0,1	0,0	2,0	2,1	2,2	-	-	-	-
IPCN	0,5	0,3	1,7	1,9	2,0	-	-	-0,1	-
IPCN excluant l'énergie	1,5	1,0	1,7	2,0	2,1	-	-	-0,2	-
IPCN énergie	-9,3	-8,8	2,3	1,4	0,8		0,3	1,0	0,5
Echelle mobile des salaires	0,0	0,0	2,5	1,7	1,9	-	-	-	-
Coût salarial moyen	0,9	0,5	3,2	2,9	3,2	0,1	-	-0,2	-
Emploi salarié	2,6	3,0	3,1	3,1	2,8	0,1	0,2	0,3	0,2
Taux de chômage	6,8	6,4	6,2	6,1	6,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Solde public (en pourcentage du PIB)	1,6	1,5	-0,1	0,4	0,3	0,3	0,5	0,3	0,2
Dettes publiques (en pourcentage du PIB)	22,1	23,2	23,6	23,8	23,8	0,7	0,7	0,4	-0,3

Source : BCL

La part des profits, telle que mesurée par l'excédent brut d'exploitation en pourcentage du PIB, a fortement progressé depuis 2014 et dépasse désormais sa moyenne historique. Cette évolution est normale pour un indicateur conjoncturel pro-cyclique et l'amélioration des résultats opérationnels des entreprises devrait avoir des incidences positives sur l'investissement privé, la création d'emplois et la progression des salaires réels.

Par rapport à d'autres économies de la zone euro qui font face à des besoins d'ajustements internes ou externes importants, les caractéristiques structurelles du Luxembourg demeurent relativement favorables. En novembre 2016, avec la publication de son rapport annuel sur le Mécanisme d'alerte en ouverture du Semestre européen 2017, la Commission européenne a conclu que le Luxembourg n'était pas en déséquilibre au sens de la « procédure de déséquilibre macroéconomique ». Elle a néanmoins retenu que trois indicateurs du tableau de bord de la Commission européenne dépassaient leur seuil d'alerte, à savoir la dette du secteur privé<sup>31</sup>, les crédits octroyés au secteur privé<sup>32</sup> ainsi que les prix immobiliers<sup>33</sup>.

#### 1.2.6.4 Marché de l'emploi et coûts salariaux

Le redressement de la conjoncture a déjà engendré une amélioration de la situation de fond sur le marché du travail. La progression annuelle de l'emploi est actuellement de quelque 3 %, tirée essentiellement par les services aux entreprises, le secteur commercial au sens large et le secteur public (en particulier la santé). Le taux de vacance d'emplois s'est maintenu au-dessus de sa moyenne historique, ce

31 La dette (consolidée) du secteur privé correspond aux encours des passifs des secteurs des sociétés non financières ainsi que des ménages et des instituts sans but lucratif (ISBL). Les instruments pris en compte sont les titres de créances et les crédits.

32 Le flux de crédit du secteur privé correspond aux variations nettes des passifs que les secteurs des sociétés non financières ainsi que des ménages et des ISBL ont contractés au cours d'une année. Les instruments pris en compte sont les titres de créances et les crédits.

33 L'indice déflaté des prix des logements est le ratio entre l'indice des prix des logements (IPL) et le déflateur des dépenses de consommation finale privée. L'IPL d'Eurostat saisit les variations de prix de toutes les résidences immobilières neuves et anciennes achetées par les ménages (appartements, maisons individuelles, maisons mitoyennes, etc.), indépendamment de leur destination finale et de leur propriétaire précédent.

qui témoigne d'une forte demande de travail. De même, la hausse du travail intérimaire (généralement perçu comme précurseur de l'évolution future de l'emploi) constitue un signal positif. Les perspectives d'embauches, telles qu'esquissées par les enquêtes d'opinion auprès des entreprises, sont largement demeurées orientées à la hausse dans le commerce et les services non financiers et se sont graduellement redressées dans la construction et l'industrie. De même, l'inquiétude des ménages face au chômage s'est inscrite en forte baisse. Dans une optique prospective, l'emploi devrait évoluer sur une voie légèrement ascendante sur les deux prochaines années, de concert avec l'embellie conjoncturelle, avant de décélérer à la fin de l'horizon de projection.

Le chômage devrait progressivement se réduire du fait d'un environnement conjoncturel plus porteur. A cela s'ajoute la relance des mesures d'activation<sup>34</sup> qui devrait soutenir l'emploi national et contribuer à réduire le chômage au sens « strict ». Cependant, la part importante de chômeurs de longue durée témoigne de la nature structurelle d'une partie du chômage. En effet, les caractéristiques des chômeurs, en partie peu qualifiés, âgés ou souffrant d'une incapacité de travail (ou d'un handicap), pèsent sur leur employabilité et ne favorisent guère leur réinsertion rapide sur le marché du travail (primaire). De plus, l'emploi frontalier – surreprésenté dans des secteurs davantage soumis à la concurrence internationale – pourrait davantage bénéficier de la reprise conjoncturelle. Au final, sur les trois années à venir, le taux de chômage au sens « strict » reculerait pour graviter autour de 6,2 % en 2017, 6,1 % en 2018 et 6,0 % l'année suivante.

Cette réaction de la composante « volume » du marché du travail devrait être accompagnée d'une réaction sur le volet du coût du travail. En ce qui concerne les salaires réels, l'embellie des perspectives économiques devrait contribuer à renforcer le pouvoir de négociation des salariés. Notre scénario de base tient compte de l'augmentation du salaire social minimum en janvier 2017. Nos projections se sont en outre basées sur un ajustement de la valeur du point indiciaire dans la fonction publique<sup>35</sup>. A ces facteurs « prix » s'ajoute le redressement graduel du volume de travail. Au total, les salaires nominaux devraient progresser de 0,5 % en 2016 avant d'augmenter pour atteindre 3,2 % en 2017, 2,9 % en 2018 et 3,2 % en 2019. Notons que ces chiffres intègrent l'impact de l'indexation. Bien que le mécanisme d'indexation, tel qu'il prévalait avant la récente modulation, ait été réintroduit en 2015, aucun ajustement n'est prévu pour 2016. Sur base des projections d'inflation, les prochaines tranches indiciaires ne devraient être déclenchées qu'en début d'année 2017, au deuxième trimestre 2018 et au troisième trimestre 2019.

#### 1.2.6.5 Prix à la consommation

Le scénario d'inflation a peu évolué par rapport aux prévisions du mois de juin 2016. La BCL prévoit toujours un important rebond de l'inflation en 2017 suite à la remontée du prix du pétrole et au paiement de la tranche indiciaire qui devrait avoir lieu début 2017. L'inflation devrait ensuite continuer à progresser en 2018 et 2019.

34 Rappelons 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 inscription auprès de l'ADEM. S'y ajoutent deux nouvelles mesures (le « Stage de réinsertion professionnelle » et le « Contrat de réinsertion-emploi ») introduites en janvier 2016 et ciblant les populations au chômage les plus vulnérables. De même, un accord conclu entre le gouvernement et le patronat prévoit l'embauche de 5 000 demandeurs d'emplois additionnels (soit une hausse de 15 % par rapport aux recrutements usuels via l'ADEM), essentiellement par l'intermédiaire de mesures pour l'emploi.

35 Il convient de noter que l'accord salarial signé le 5 décembre entre le ministère de la Fonction publique et la CGFP, qui prévoit la distribution d'une prime unique de 1 % en 2017 et une hausse linéaire de la valeur du point indiciaire de 1,5 % en 2018, a été conclu après la finalisation des projections de la BCL et n'a, par conséquent, pas pu être inclus dans ces projections. Néanmoins, les projections de la BCL se basaient sur l'hypothèse d'un ajustement de la valeur du point indiciaire sur l'horizon de projection.



Le prix du pétrole devrait être supérieur de 14 % en moyenne en 2017 par rapport à 2016. Cette hypothèse, un peu plus élevée que celle de juin, découle de niveaux de prix plus faibles qu'anticipé lors de la deuxième moitié de 2016 et, inversement, d'anticipations révisées à la hausse pour 2017 (notamment pour la deuxième partie de l'année). L'effet direct de la hausse plus importante du prix du pétrole en 2017 consiste en un ajustement à la hausse des projections des prix de l'énergie. Cette composante progresserait désormais de 2,3 % en 2017 après avoir reculé pendant quatre années consécutives. En 2018, le prix du pétrole décélérerait et augmenterait de 1,4 %.

L'inflation telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) excluant les prix de l'énergie progresserait en 2017 pour atteindre 1,7 %. Elle serait notamment influencée par le paiement de la tranche indiciaire en début d'année. L'inflation excluant l'énergie accélérerait ensuite pour atteindre 2,0 % en 2018 et 2,1 % en 2019. L'inflation dans les pays limitrophes aurait également un impact à la hausse sur les prix luxembourgeois puisque celle-ci devrait progresser sur l'ensemble de l'horizon de projection bien qu'à un rythme plus faible (la Belgique dérogerait cependant à cette tendance avec un profil d'inflation annuel plat mais à un niveau plus élevé). La dynamique de l'inflation excluant les prix de l'énergie au Luxembourg devrait être similaire à celle projetée pour la zone euro qui évoluerait cependant à un niveau plus faible (voir tableau 2).

L'inflation globale, telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) qui, après trois mois d'inflation nulle, est en territoire positif depuis août 2016, se situait à 0,5 % en novembre 2016. Elle devrait ensuite s'accélérer pour atteindre 1,7 % en moyenne en 2017. En 2018, l'IPCN progresserait encore et se situerait à 1,9 %, pour ensuite passer à 2 % en 2019. L'inflation globale devrait donc être largement influencée par l'inflation excluant l'énergie, la composante énergie connaissant des taux de progression moins accentués qu'au cours des dernières années.

Les prévisions concernant l'inflation globale n'ont guère évolué par rapport à celles de juin 2016. L'inflation excluant l'énergie devrait être légèrement plus faible en 2017, notamment en raison d'une inflation dans les services plus faible qu'anticipé.

Le paiement de la prochaine tranche indiciaire est prévu pour début 2017. Le temps écoulé depuis le paiement précédent serait donc de plus de trois ans, ce qui constituerait l'espacement entre deux tranches indiciaires le plus long depuis l'introduction de l'euro en 1999. Selon ce mécanisme et en fonction de l'inflation sous-jacente, les tranches indiciaires subséquentes seraient dues pour le deuxième trimestre de 2018 et le troisième trimestre de 2019.

#### 1.2.6.6 Finances publiques

En ce qui concerne les finances publiques, le solde des administrations publiques luxembourgeoises a révélé un excédent pour l'année 2015 de 1,6 % du PIB, en légère hausse par rapport à celui observé en 2014 (surplus de 1,5 % du PIB). Ce solde de 1,6 % est également plus favorable que le solde inclus dans la notification d'avril 2016, qui s'élevait alors à 1,2 % du PIB.

Pour 2016, la BCL projette un surplus de l'ordre de 1,5 % du PIB. Cette légère dégradation du solde serait attribuable à des surplus légèrement moins favorables au niveau des administrations locales et de la sécurité sociale (-0,1 p.p. pour atteindre respectivement 0,3 % et 1,4 % du PIB). La situation inverse prévaudrait par contre au niveau de l'administration centrale pour laquelle le déficit serait ramené à -0,2 % du PIB, soit une amélioration de 0,1 p.p. par rapport au solde observé en 2015.

En 2017, le solde budgétaire des administrations publiques afficherait un déficit de -0,1 % du PIB. Cette dégradation significative s'expliquerait principalement par la mise en œuvre des mesures incluses dans la réforme fiscale qui, selon les estimations de la BCL, auraient un impact budgétaire négatif de

1,5 % du PIB en 2017. L'impact cumulé de la réforme fiscale atteindrait 1,7 % du PIB en 2018, en raison de la baisse supplémentaire prévue concernant le taux d'imposition du revenu des collectivités. Le solde des administrations publiques serait toutefois en léger surplus en 2018 à concurrence de 0,4 % du PIB.

Le surplus de 0,3 % du PIB des administrations publiques dégagé en 2019 serait quasi similaire à celui enregistré en 2018.

Enfin, le ratio de dette publique serait en légère progression sur l'horizon de projection, passant de 22,1 % en 2015 à 23,8 % du PIB en 2019 sous l'effet des besoins de financement de l'administration centrale.

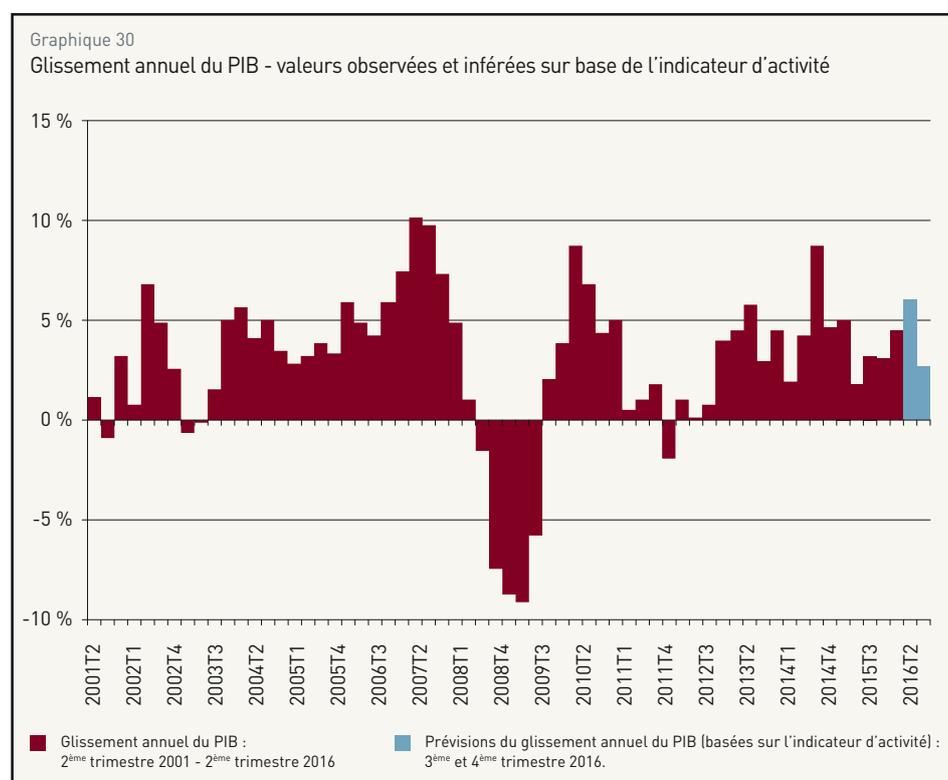
Les projections de finances publiques sont décrites en détail dans la partie 4 de l'avis de la BCL sur les projets de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'État pour l'exercice 2017 et la programmation pluriannuelle pour la période 2016-2020.

### 1.2.6.7 Analyse des risques

D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité (qui intègre les dernières informations conjoncturelles disponibles ainsi que les derniers comptes nationaux), le taux de croissance du PIB en glissement annuel pourrait s'établir à 5,8 % au troisième trimestre et 2,7 % au quatrième trimestre 2016. Cela est compatible avec un taux de croissance trimestriel de 1,4 % au troisième trimestre et 0,7 % au quatrième trimestre 2016. Il en résulterait un taux de croissance pour l'année 2016 de 4,0 %, donc supérieur aux 3,5 % issus des projections macroéconomiques de décembre 2016.

Depuis la fin de l'année 2014, le Conseil des gouverneurs a décidé de plusieurs mesures non conventionnelles pour assouplir davantage l'orientation de sa politique monétaire. Alors que certaines mesures ont déjà été ou sont en train d'être mises en œuvre, d'autres doivent encore l'être ; leur mise en œuvre effective devrait, d'après le Conseil des gouverneurs, contribuer à rééquilibrer les risques pesant sur les perspectives de croissance et d'inflation dans la zone euro.

Les allègements de la fiscalité directe à partir de l'année 2017 augmenteront le pouvoir d'achat des personnes physiques et des personnes morales et donneront une impulsion supplémentaire à la demande domestique privée du Luxembourg. Sur la base de nos estimations et des hypothèses sous-jacentes, cet impact pourrait atteindre un total cumulé sur trois années de 0,6 % du PIB réel. Ces



Source : BCL



estimations n'incorporent pas des effets dérivés qui pourraient se concrétiser sur base d'un changement du comportement des agents. La baisse de la fiscalité pour les entreprises augmente l'attractivité du Luxembourg et pourrait inciter des entreprises à s'y installer et/ou à y développer de nouvelles activités. De tels effets sont largement imprévisibles, aussi bien en ce qui concerne leur ampleur que la vitesse avec laquelle ils pourraient se concrétiser, de sorte qu'ils ne sont pas intégrés dans nos projections.

Le secteur des services non financiers sera confronté à des adaptations réglementaires décidées au niveau international, notamment en matière d'imposition des profits. Le programme BEPS (« *Base erosion and profit shifting* ») de l'OCDE pourrait notamment peser sur la performance de ce secteur au Luxembourg. Ce risque porte cependant davantage sur la fin de la période de projection et accroît ainsi l'incertitude qui existe déjà à cet horizon. Les projections n'intègrent pas d'impact de ces nouvelles mesures réglementaires sur l'activité économique, faute d'une estimation de ses effets potentiels.

Le Comité européen du risque systématique (CERS) a récemment conclu une évaluation des risques pesant sur les marchés immobiliers résidentiels de l'Union européenne. Le 22 septembre 2016, il a lancé des avertissements à huit pays, dont le Luxembourg. Le CERS a jugé que la conjugaison de la forte hausse des prix immobiliers à l'endettement croissant des ménages présente une vulnérabilité à moyen terme pour le marché immobilier résidentiel luxembourgeois<sup>36</sup>. Selon le CERS, de telles vulnérabilités présentent un risque pour la stabilité financière et, à terme, sont également susceptibles d'engendrer de sérieuses répercussions négatives sur l'économie réelle.

L'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) a annoncé le 30 novembre 2016 avoir trouvé un accord avec ses membres ainsi que la Russie pour réduire la production de pétrole en 2017. Suite à cette annonce, le prix du pétrole a fortement rebondi et, vers la mi-décembre, il cotait aux environs de 55\$/bl, soit à un niveau nettement plus élevé que lors de la date d'arrêt des hypothèses sous-jacentes aux projections. Si cette hausse des prix devait se maintenir lors des mois prochains, alors l'inflation des prix de l'énergie et l'inflation globale emprunteraient une trajectoire qui se situe bien au-delà de la projection actuelle. De plus, les marchés financiers ont largement évolué depuis l'arrêt des hypothèses afférentes.

Au début de l'année 2017, d'autres mesures seront mises en œuvre en plus de la réforme fiscale pour les personnes physiques, à savoir le paiement d'une tranche indiciaire ainsi que le relèvement du salaire minimum réel. Suite à ces mesures, la BCL anticipe une accélération rapide de l'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie au cours de l'année 2017. L'ampleur de la remontée de l'inflation est néanmoins sujette à incertitude, car elle dépend de beaucoup de facteurs, dont notamment la réaction des prestataires de services à cette augmentation du coût de la main d'œuvre. Leur comportement est aussi susceptible d'être influencé par la mise en œuvre de la réforme fiscale pour les entreprises.

### 1.2.7 Le commerce extérieur

Les exportations de biens ont atteint près de 9 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2016, soit une hausse de 2,5 % par rapport à la même période de l'année 2015. De leur côté, les importations ont chuté de 4 % sur les trois premiers trimestres de 2016 en s'établissant à 12,8 milliards d'euros. Elles s'étaient déjà contractées de 2 % à 17,7 milliards d'euros sur toute l'année 2015. En conséquence, le déficit du commerce extérieur a poursuivi sa résorption sur les trois premiers trimestres de 2016 (-16 %) en atteignant 3,8 milliards d'euros. Le déficit commercial du Luxembourg était déjà en recul

<sup>36</sup> Voir sous <https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2016/html/pr161128.en.html> et [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/warnings/2016/161128\\_ESRB\\_LU\\_warning.en.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/warnings/2016/161128_ESRB_LU_warning.en.pdf).

successif depuis trois ans (-6 % à 7,6 milliards d'euros en 2013, -12 % à 6,7 milliards en 2014 et -11 % à 6 milliards en 2015, voir le tableau ci-dessous).

Les indices des valeurs unitaires montrent une baisse des prix à l'importation depuis quatre ans (-2,6 % en 2013, -2,3 % en 2014, -4 % en 2015 et -2,2 % au premier semestre 2016) suite à la baisse des prix du pétrole et des autres matières premières. Les prix unitaires à l'exportation ont de leur côté affichés des baisses inférieures à celles des importations (à l'exception du premier semestre 2016), occasionnant ainsi une amélioration des termes de l'échange, ce qui a contribué au recul du déficit du commerce extérieur.

Les livraisons de produits sidérurgiques, qui constituent la catégorie dominante des exportations luxembourgeoises, ont baissé de 5 % en 2015 et de 7 % sur les trois premiers trimestres de 2016 par rapport à la même période de 2015. Toutes les autres catégories de biens exportés ont toutefois bien évolué, à l'exception des produits alimentaires qui ont reculé de 13 % sur les trois premiers trimestres de 2016. L'évolution des exportations par principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intrazone euro, qui absorbent habituellement près de 70 % des exportations luxembourgeoises, ont progressé de 4 % sur les trois premiers trimestres de 2016. Les ventes vers les autres pays d'Europe (5 % du total) ont largement baissé (33 %) en 2015, mais sont reparties à la hausse (26 %) sur les trois premiers trimestres de 2016. Les exportations à destination des États-Unis, qui pèsent pour 4 % du total, ont progressé de 3 % en 2015 et de 14 % sur les trois premiers trimestres de 2016. Les livraisons vers l'Asie (environ 6 % du total) ont beaucoup progressé en 2015 (38 %) avant de chuter fortement (18 %) sur les trois premiers trimestres de 2016.

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 %
2005	10 177,6	4,0	14 399,4	5,3	-4 221,8	8,5
2006	11 144,1	9,5	15 714,7	9,1	-4 570,6	8,3
2007	11 945,9	7,2	16 470,5	4,8	-4 524,6	-1,0
2008	11 987,5	0,3	17 515,7	6,3	-5 528,2	22,2
2009	9 250,2	-22,8	13 799,2	-21,2	-4 549,0	-17,7
2010	10 785,4	16,6	16 421,9	19,0	-5 636,5	23,9
2011	12 091,1	12,1	18 902,3	15,1	-6 811,2	20,8
2012	10 950,6	-9,4	19 056,5	0,8	-8 105,8	19,0
2013	10 613,2	-3,1	18 213,0	-4,4	-7 599,7	-6,2
2014	11 469,5	8,1	18 142,3	-0,4	-6 672,7	-12,2
2015	11 730,2	2,3	17 690,9	-2,5	-5 960,7	-10,7
2016						
1 <sup>er</sup> trim.	2 929,9	1,7	4 178,8	-8,1	-1 248,9	-25,0
2 <sup>e</sup> trim.	3 119,5	3,8	4 401,9	1,0	-1 282,4	-5,2
3 <sup>e</sup> trim.	2 933,2	2,0	4 180,6	-4,5	-1 247,4	-17,0

Source : STATEC

S'agissant des importations de biens, les produits pétroliers étaient déjà en recul de 9 % en 2013, de 13 % en 2014 et de 27 % en 2015. Alors que la baisse a atteint 28 % sur les trois premiers trimestres de 2016, ces importantes contractions s'expliquent par la chute 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 (83 % de toutes les importations) ont chuté de 6 % en 2015 et de 2 % sur les trois premiers trimestres de 2016. Les livraisons des États-Unis (4 % de toutes les importations) qui ont



fortement augmenté en 2015 suite à l'acquisition d'avions, se sont largement contractées sur les trois premiers trimestres de 2016. Les importations en provenance d'Asie ont en revanche poursuivi leur forte progression en 2015 (20 %) et sur les trois premiers trimestres de 2016 (46 %).

## 1.2.8 La balance des paiements

### 1.2.8.1 Le compte courant

L'excédent courant du Luxembourg a atteint 1 milliard d'euros sur les trois premiers trimestres 2016, contre 803 millions d'euros sur la même période de l'année 2015. Cette importante amélioration (29 %) provient en grande partie d'une contraction du déficit du revenu des investissements qui a baissé de 16 % en atteignant 5,2 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2016. Le solde négatif du revenu des investissements s'était en effet fortement accru au troisième trimestre 2015, sous l'effet de dividendes attribués aux détenteurs non résidents des parts d'OPC. L'amélioration du surplus courant sur les trois premiers trimestres 2016 a également résulté d'une progression de 24 % de l'excédent des services non financiers. Parmi ceux-ci figurent le transport, les services de télécommunication, d'informatique et d'information et les autres services aux entreprises (conseil, audit, leasing, etc.). Le montant relativement faible des émissions nettes de parts d'OPC a en revanche occasionné une baisse de 5 % de l'excédent des services financiers, qui s'est établi à 9,8 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2016.

L'amélioration du solde du revenu des investissements et de celui des services non financiers a été partiellement compensée par une détérioration de la balance de biens. Le déficit des biens a en effet poursuivi son aggravation<sup>37</sup> sur les trois premiers trimestres 2016, suite à une importante réduction (-53 %) du surplus du négoce international. Cette évolution défavorable a résulté d'un changement de mode opérationnel dans les activités d'une grande entreprise active dans le commerce électronique. Cette entreprise réalise désormais ses activités commerciales à travers des succursales établies à l'étranger à qui la propriété des biens vendus a été conférée. Toutefois ce nouveau mode opérationnel n'a pas eu d'impact significatif sur le solde courant car les importations de certains services ont de ce fait baissé (notamment le transport), ce qui a occasionné en partie une hausse du surplus des échanges internationaux de services.

### 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 nettes de 16 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2016. Les flux d'investissements de portefeuille et les produits dérivés ont également enregistré des entrées nettes respectives de 55 milliards et de 5 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2016. Toutes ces entrées nettes ont été globalement compensées par des sorties nettes de 75 milliards d'euros dans les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques).

Les entrées nettes de capitaux au titre d'investissements de portefeuille ont largement baissé sur les trois premiers trimestres 2016 (55 milliards d'euros), comparées à la même période de 2015 (162 milliards d'euros). La volatilité accrue des marchés financiers au début de l'année 2016 a en effet occasionné une forte baisse des placements des non-résidents dans les titres de participation luxembourgeois (parts d'OPC en grande partie) qui ont atteint 109 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2016, contre 267 milliards sur la même période en 2015. Les achats de titres de créance

<sup>37</sup> L'évolution divergente observée entre le solde du commerce extérieur et le solde des biens de la balance des paiements provient surtout du négoce international mais aussi des transactions sur or non monétaire et de l'avitaillement qui ne sont pas inclus dans les statistiques du commerce extérieur.

par les non-résidents ont également baissé en atteignant 42 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2016, contre 142 milliards sur la même période de 2015. Les transactions sur titres luxembourgeois se sont ainsi traduites globalement par des entrées en forte baisse à 151 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2016, contre 409 milliards sur la même période de 2015.

En ce qui concerne les titres étrangers, les résidents ont de même fortement réduit leurs placements sur les trois premiers trimestres 2016 qui ont totalisé 96 milliards d'euros contre 247 milliards d'euros sur la même période en 2015.

Tableau 23 :

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

	JANVIER - SEPTEMBRE 2015			JANVIER - SEPTEMBRE 2016		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
<b>COMPTE COURANT</b>	<b>235 345</b>	<b>234 542</b>	<b>803</b>	<b>224 811</b>	<b>223 779</b>	<b>1 032</b>
Biens	12 210	13 864	-1 655	10 977	13 308	-2 331
Marchandises générales (yc «or non-monnaire»)	9 619	13 864	-4 245	9 753	13 308	-3 555
Négoce international (exportations nettes)	2 590		2 590	1 224		1 224
Services	62 598	48 408	14 190	62 553	47 921	14 632
Services financiers	36 954	26 622	10 331	36 316	26 483	9 833
Services non financiers	25 644	21 785	3 859	26 237	21 438	4 799
Revenu primaire	154 234	166 603	-12 369	144 714	156 544	-11 830
Revenu secondaire	6 303	5 667	636	6 567	6 006	561
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>18</b>	<b>555</b>	<b>-537</b>	<b>26</b>	<b>481</b>	<b>-455</b>
	<b>AVOIRS</b>	<b>ENGAGEMENTS</b>	<b>NET</b>	<b>AVOIRS</b>	<b>ENGAGEMENTS</b>	<b>NET</b>
<b>COMPTE FINANCIER</b>			<b>200</b>			<b>621</b>
INVESTISSEMENTS DIRECTS	604 802	423 915	180 888	888	16 090	-15 202
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	450 034	302 634	147 400	43 990	-16 946	60 936
Autres capitaux	154 769	121 281	33 488	-43 102	33 036	-76 138
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	246 663	408 957	-162 294	95 887	151 134	-55 247
Titres de participation	133 211	266 778	-133 567	-2 214	109 140	-111 354
Titres de créance	113 452	142 179	-28 727	98 100	41 994	56 107
PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS			-5 976			-4 627
AUTRES INVESTISSEMENTS	2 127	14 497	-12 370	96 601	21 136	75 465
AVOIRS DE RÉSERVE			-49			236
<b>ERREURS ET OMISSIONS</b>			<b>-66</b>			<b>47</b>

Source : BCL/STATEC

**1.2.9 La position extérieure globale**

Par rapport au deuxième trimestre 2016, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont augmenté de 62 milliards d'euros (0,6 %) pour atteindre 9 906 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2016. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger ont de leur côté progressé de 58 milliards d'euros en s'établissant à 9 894 milliards d'euros fin septembre 2016. La position extérieure nette du Luxembourg, qui correspond à la différence entre les avoirs et les engagements financiers extérieurs, s'est ainsi améliorée de 4 milliards en atteignant 12 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2016. Cette amélioration a résulté essentiellement d'un effet positif de valorisation.



Dans les différentes composantes de la position extérieure nette, le solde créditeur sur investissements directs s'est accru de 24 milliards à 497 milliards d'euros fin septembre 2016. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) s'est détérioré de 12 milliards d'euros. Si le déficit structurel des investissements de portefeuille s'est accru de 18 milliards à 781 milliards d'euros fin septembre 2016, celui des produits dérivés s'est, pour sa part, résorbé de 11 milliards d'euros.

L'encours d'avoirs en investissements directs s'est établi à 4 882 milliards d'euros fin septembre 2016, après avoir subi un effet négatif de valorisation (83 milliards d'euros) compensé partiellement par un effet-flux positif (investissements de 23 milliards d'euros). Le stock d'engagements d'investissements directs a, pour sa part, atteint 4 386 milliards d'euros fin septembre 2016, soit une baisse de 84 milliards d'euros, résultant d'un effet négatif de valorisation (97 milliards), compensé partiellement par un effet-flux positif (13 milliards d'euros). 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 18 milliards à 781 milliards d'euros fin septembre 2016. L'encours d'avoirs en investissements de portefeuille s'est établi à 3 568 milliards d'euros fin septembre 2016, soit une hausse de 148 milliards d'euros, dont 82 milliards correspondent à l'effet-flux. L'encours d'engagements en investissements de portefeuille a atteint 4 349 milliards d'euros fin septembre 2016, soit une hausse de 166 milliards d'euros (dont 90 milliards d'euros d'effet-flux).

Dans les autres investissements (dépôts et crédits classiques, crédits commerciaux, autres effets à payer ou à recevoir), l'encours de créances a atteint 1 247 milliards d'euros fin septembre 2016, soit une baisse de 21 milliards d'euros résultant à la fois d'un effet-flux négatif (9 milliards) et d'un effet négatif de valorisation (12 milliards). De même, en atteignant 952 milliards d'euros fin septembre 2016, l'encours d'engagements s'est globalement réduit de 8 milliards d'euros à la fois suite à un effet-flux négatif et un effet négatif de change.

Tableau 24 :

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

	ENCOURS FIN 2016 Q2 <sup>2)</sup>	FLUX DE BALANCE DE PAIEMENT <sup>1)</sup>	VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS <sup>1)</sup>	ENCOURS FIN 2016 Q3 <sup>2)</sup>
<b>Position extérieure nette</b>	<b>7</b>	<b>0,29</b>	<b>4,15</b>	<b>12</b>
Avoirs extérieurs bruts	9 843	100	-38	9 906
Engagements extérieurs bruts	9 836	100	-42	9 894
<b>Investissements directs</b>	<b>473</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>497</b>
Avoirs	4 942	23	-83	4 882
Engagements	4 469	13	-97	4 386
<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>-763</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>	<b>-781</b>
<b>Titres étrangers</b>	<b>3 419</b>	<b>82</b>	<b>67</b>	<b>3 568</b>
Titres de participation	1 559	6	58	1 622
Titres de créance	1 861	76	9	1 945
<b>Titres luxembourgeois</b>	<b>4 183</b>	<b>90</b>	<b>76</b>	<b>4 349</b>
Titres de participation	3 254	76	67	3 397
Titres de créance	929	14	9	952
<b>Produits dérivés nets</b>	<b>-10</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>0,17</b>
<b>Autres investissements</b>	<b>307</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>295</b>
Avoirs	1 268	-9	-11	1 247
Engagements	960	-4	-5	952
<b>Avoirs de réserve</b>	<b>0,95</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,95</b>

<sup>1)</sup> 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.

<sup>2)</sup> 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 LES PROJETS DE LOI CONCERNANT LE BUDGET DES RECETTES ET DES DÉPENSES DE L'ÉTAT POUR L'EXERCICE 2017 ET LA PROGRAMMATION FINANCIÈRE PLURIANNUELLE POUR LA PÉRIODE 2016-2020 <sup>1)</sup>

1	Le contexte macroéconomique au Luxembourg et dans la zone euro	74
1.1	Le contexte macroéconomique depuis la crise financière	74
1.1.1	La croissance économique	74
1.1.2	Le revenu national brut	77
1.1.3	La balance courante	79
1.1.4	L'excédent brut d'exploitation	82
1.1.5	Le chômage et l'emploi	85
1.1.6	Les coûts salariaux unitaires et le coût salarial moyen	87
1.1.7	L'inflation	89
1.2	Les perspectives de croissance à court terme	90
1.2.1	La zone euro	90
1.2.2	Le Luxembourg	91
1.3	Les finances publiques	96
1.3.1	L'enregistrement des impôts selon le SEC 2010: différence entre les montants enregistrés selon la méthode des droits constatés (SEC 2010) et la méthode « en base caisse »	96
1.3.2	La politique budgétaire au cours des années récentes	100
1.3.2.1	Les administrations publiques	100
1.3.2.2	L'administration centrale	100
1.3.3	La situation budgétaire : revue de l'année 2015	103
1.3.4	La situation budgétaire : premières estimations pour l'administration centrale en 2016	103
2	Les grandes lignes du projet de budget 2017	105
2.1	La présentation globale du projet de budget	105
2.2	L'analyse détaillée des recettes provenant des taxes directes et indirectes	110
2.2.1	La taxe d'abonnement	111
2.2.2	Les recettes des douanes et accises	116
2.2.3	Les recettes de TVA	116
2.2.4	L'impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP) et analyse des mesures prévues dans le projet de loi relatif à la réforme fiscale	118
2.2.4.1	Analyse du projet de budget	118
2.2.4.2	Impact de la réforme fiscale	119
2.2.4.2.1	Barème d'imposition, impôt d'équilibrage budgétaire temporaire et crédits d'impôt	119
2.2.4.2.2	Mesures relatives aux dépenses fiscales	137
2.2.4.2.2.1	Les dépenses fiscales dans le projet de budget	137
2.2.4.2.2.2	Mesure relative aux intérêts débiteurs pour prêt personnel	140

1) Cet avis de la BCL ne contient pas et ne doit pas être interprété comme contenant des informations en rapport à la politique monétaire et en particulier à des décisions que le Conseil des gouverneurs de la BCE pourrait prendre prochainement.

2.2.4.2.2.3	Mesure relative à l'épargne prévoyance-vieillesse	140
2.2.4.2.2.4	Mesures relatives aux charges extraordinaires	143
2.2.4.2.2.5	Mesures relatives au logement	144
2.2.4.2.2.6	Mesures relatives aux véhicules	151
2.2.4.2.3	Autres mesures	153
2.2.4.2.3.1	Imposition individuelle optionnelle	153
2.2.4.2.3.2	Imposition des non résidents	154
2.2.4.2.3.3	Retenue à la source libératoire	158
2.2.4.2.4	Conclusions	159
2.2.5	L'impôt sur le revenu des sociétés et analyse des mesures prévues dans le projet de loi relatif à la réforme fiscale	160
2.2.5.1	Analyse du projet de budget	160
2.2.5.2	Les mesures de la réforme fiscale	164
2.2.5.2.1	Présentation	165
2.2.5.2.2	Estimation du coût budgétaire	166
2.2.5.2.3	Conclusion	170
2.2.6	L'impôt foncier	171
2.2.7	Analyse générale de la réforme fiscale et effets macroéconomiques	175
3	La programmation pluriannuelle	181
3.1	Le volet macroéconomique	181
3.2	Le volet finances publiques	184
3.2.1	Les engagements nationaux	186
3.2.2	Les engagements européens	187
3.3	Les mesures fiscales dans un contexte de moyen terme et le rôle des règles budgétaires	191
3.3.1	Impact de la réforme fiscale sur les finances publiques luxembourgeoises	191
3.3.2	L'OMT minimal et l'OMT	193
3.3.2.1	L'objectif à moyen terme (OMT)	193
3.3.2.2	Fixation de l'OMT	194
3.3.2.3	Calcul de l'OMT minimal par la Commission européenne et fixation de l'OMT par le gouvernement	195
3.3.2.3.1	Dispositions incluses dans le Pacte de stabilité et de croissance (PSC)	195
3.3.2.3.2	Dispositions incluses dans le Pacte budgétaire	196
3.3.2.3.3	Résultats pour le Luxembourg	196
3.3.2.4	Commentaires sur le niveau de l'OMT minimal tel que calculé par la Commission européenne	198
3.3.2.5	Commentaires sur l'OMT tel que fixé par le gouvernement pour la période 2017-2019	200
3.3.3	La marge de manœuvre budgétaire théorique du gouvernement	201
3.3.4	Introduction de règles nationales en matière de finances publiques	203
4	Les projections de finances publiques de la BCL de décembre 2016	205
4.1	Les recettes	205
4.2	Les dépenses	207

4.3	Les capacités ou besoins de financement	208
4.4	La dette publique : évolution récente et perspectives	210
5	Analyse des risques et soutenabilité à long terme des finances publiques luxembourgeoises	213
5.1	Analyse des risques	213
5.2	Soutenabilité à long terme des finances publiques	214
6	Les administrations locales - analyse du projet de loi concernant la réforme ayant trait au financement des communes	218
6.1	La situation budgétaire	218
6.2	La réforme des finances communales	221
6.2.1	Objectif d'améliorer la stabilité des finances communales	222
6.2.2	Objectif d'atténuer les disparités entre communes via l'introduction de nouveaux critères de péréquation	222
6.2.3	Conclusion et éléments additionnels	225
7	La Trésorerie de l'État et le Fonds de la dette	228
7.1	La Trésorerie de l'État	228
7.2	Le Fonds de la dette	230
8	Les éléments budgétaires additionnels	231
8.1	Les recettes en provenance des participations de l'État	231
8.2	Le Fonds souverain	232

Encadré 1 :

Effets d'un crédit d'impôt dégressif sur les taux moyen et marginal d'imposition	126
--	-----

Encadré 2 :

Instrument de simulation de la BCL, méthodologie et informations techniques	130
---	-----

Encadré 3 :

Indicateurs de redistributivité et de progressivité	131
---	-----

**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 a engagé depuis plusieurs années des discussions avec le ministère des Finances en vue d'améliorer la transmission de données. A ce stade, la BCL se félicite, d'une part, que la mise à disposition des données par le ministère sur le versant des recettes lui permet désormais de réaliser ses analyses et, d'autre part, de l'excellente collaboration qui règne entre le personnel de la BCL et celui du ministère des Finances. Celle-ci n'a toutefois pas encore permis de disposer de toutes les données dont elle a besoin, en particulier sur le volet des dépenses.

La BCL reste confiante que les démarches entreprises trouveront une conclusion favorable dans un avenir proche et pourront être consacrées dans un « Memorandum of understanding » à signer par le ministère des Finances et la BCL, à l'instar de l'accord que le ministre des Finances s'est engagé à conclure avec le Conseil national des finances publiques.

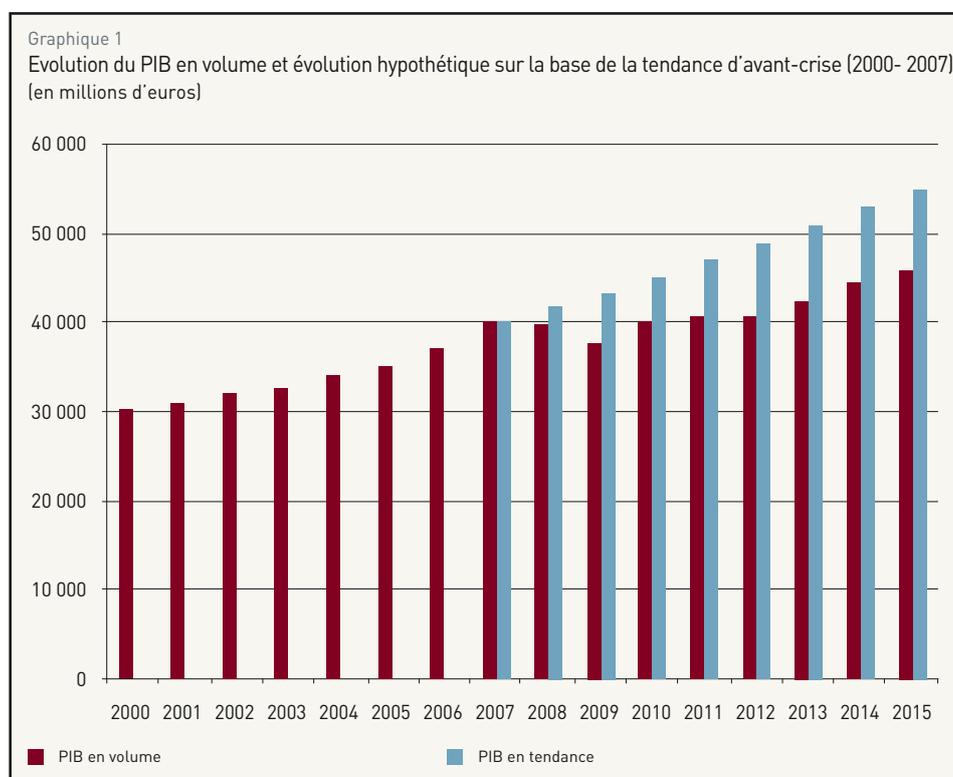
# 1 LE CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG ET DANS LA ZONE EURO

## 1.1 LE CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE DEPUIS LA CRISE FINANCIÈRE

### 1.1.1 La croissance économique

Après deux années de récession en 2008 et 2009, la croissance du PIB en volume du Luxembourg a fortement rebondi en 2010 avant de ralentir en 2011 et de se stabiliser en 2012. Le PIB a ensuite enregistré deux années de fortes hausses, la croissance du PIB en volume ayant dépassé la barre des 4 % en 2013 et 2014. En 2015, la croissance du PIB a ralenti à 3,5 %. Au final, le niveau du PIB réel en 2015 dépasse de 15,3 % son niveau de 2008.

En dépit de ces dernières évolutions favorables, le niveau du PIB réel en 2015 reste substantiellement inférieur à celui qui aurait été atteint si le dynamisme des taux de croissance observé avant crise (4,0 % en moyenne entre 2000 et 2007) s'était maintenu après 2008. La relative vigueur de la croissance observée en moyenne au cours des trois dernières années fait en effet suite à deux années consécutives de baisses du PIB en 2008 et 2009 et à la stagnation au cours de l'année 2012. Aussi, le niveau du PIB observé en 2015 reste inférieur de près de 20 % au niveau du PIB qui aurait été atteint avec la croissance tendancielle d'avant crise. En effet, le taux de croissance moyen du PIB réel observé pendant la période 2008-2015 s'est établi à seulement 1,8 % et donc bien en deçà du taux moyen de 4 % observé sur la période 2000-2007.



Sources : STATEC, calculs BCL

Les barres bleues sur le graphique 1 affichent la trajectoire observée du PIB réel sur la période s'étalant de 2000 à 2015. Les barres en rouge représentent la trajectoire dans l'hypothèse où l'économie luxembourgeoise aurait maintenu son rythme de croissance d'avant la crise. La « perte » cumulée entre la trajectoire observée et hypothétique est équivalente à un montant de 54 milliards d'euros, ce qui correspond à environ 134 % du PIB en volume de l'année 2008<sup>2</sup> (voir tableau 1).

2 En ce qui concerne le PIB nominal, le niveau en 2015 dépasse de 36 % son niveau de 2008. La « perte » cumulée par rapport à la trajectoire tendancielle d'avant la crise est de 54 milliards d'euros, ce qui correspond à 144 % du PIB nominal en 2008.

Tableau 1 :

Evolution du PIB nominal et du PIB réel (en millions d'euros, en %)

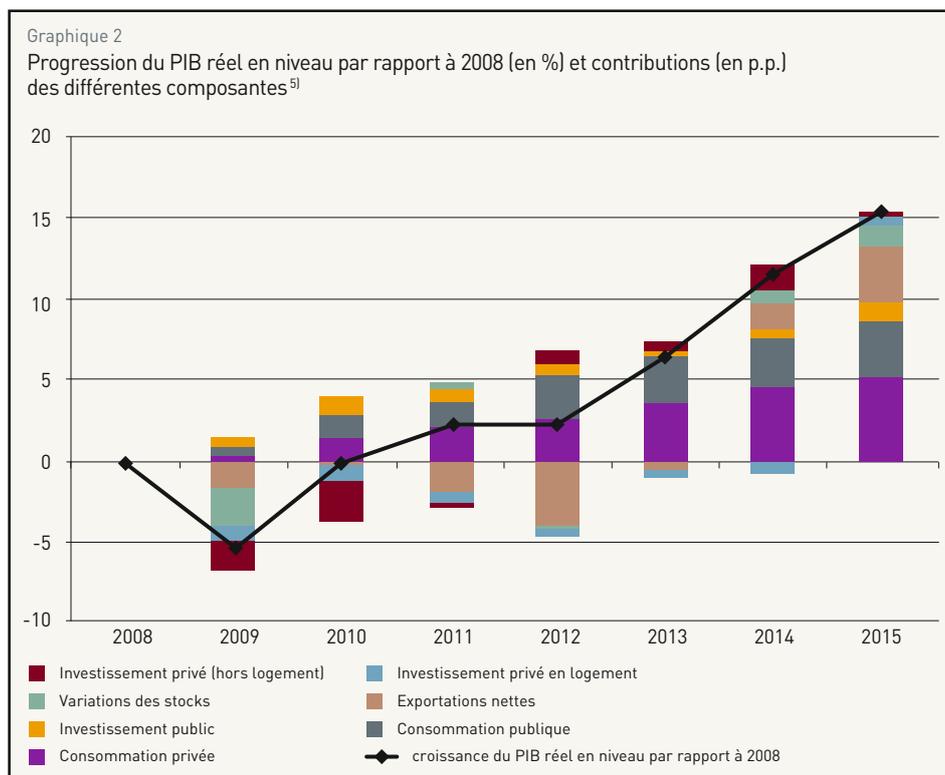
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PIB nominal	29 734	33 409	36 766	37 647	36 268	39 947	42 856	43 905	46 353	49 273	51 216
Var. annuelle	7,5 %	12,4 %	10,0 %	2,4 %	-3,7 %	10,1 %	7,3 %	2,4 %	5,6 %	6,3 %	3,9 %
PIB réel	35 328	37 133	40 251	39 912	37 766	39 947	40 750	40 753	42 462	44 460	46 031
Var. annuelle	3,2 %	5,1 %	8,4 %	-0,8 %	-5,4 %	5,8 %	2,0 %	0,0 %	4,2 %	4,7 %	3,5 %

Source : STATEC

Depuis le début de l'année 2008, deux composantes ont entre autres fait preuve d'un dynamisme relatif: les dépenses de consommation publique et les investissements publics. Comme l'illustre le graphique 2, ces composantes ont contribué positivement à l'évolution du PIB réel et leurs niveaux en 2015 sont largement supérieurs à ceux de 2008<sup>34</sup>.

De manière plus générale, il apparaît désormais que pour toutes les composantes, le niveau de 2015 dépasse celui de 2008.

Concernant la consommation privée, elle est apparue comme la composante ayant le plus contribué à la croissance depuis la crise. Elle a connu une progression cumulée (16 %) proche de celle du PIB réel (15 %). Comme le montre le graphique 2, elle n'a jamais reculé y compris lors des années de plus faible croissance ; rappelons que les stabilisateurs automatiques, qui opèrent à travers les transferts nets de l'État (chômage partiel, transferts sociaux) ont permis d'atténuer les effets négatifs que la crise aurait pu avoir sur les dépenses de



Sources : STATEC, calculs BCL

5 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 (a) dans le PIB et de son taux de croissance. Tous les taux de croissance sont calculés par rapport à l'année de référence 2008.

$$\frac{PIB_A - PIB_{2008}}{PIB_{2008}} = \sum_{D \in Z} \alpha_D * \frac{D_A - D_{2008}}{D_{2008}}, Z = \{C, G, I_{privé}, I_{pub}, X - M, \Delta Stocks\}$$

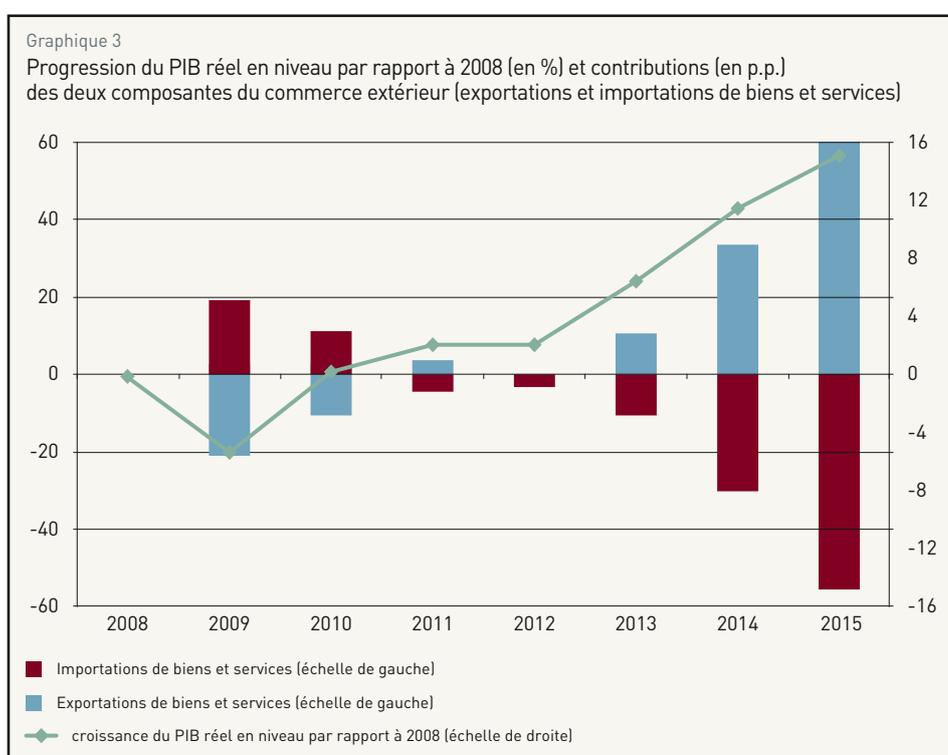
où C représente la consommation privée, G la consommation publique, Iprivé l'investissement privé (qui résulte de la somme de l'investissement privé hors logement et de l'investissement privé en logement), Ipub l'investissement public, X-M les exportations nettes (X représente les exportations de biens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

3 Sur la période de 2008 à 2015, les dépenses de consommation publique et l'investissement public ont progressé de respectivement 23 % et 33 % par rapport à leurs niveaux de 2008

4 L'interprétation est différente et non évidente pour la composante des « variations de stocks ». Premièrement, cette composante comprend aussi les "Acquisitions moins cessions d'objets de valeur" ainsi que la composante résiduelle des calculs. Deuxièmement, étant donné que cette composante est définie en "variation" et non en "niveau", un point de référence naturel n'existe pas pour les "stocks". On peut uniquement constater une accumulation ou un écoulement de "stocks" par rapport à une période choisie. Un écoulement de stocks, par rapport à l'année 2008, a par exemple été observé en 2009, 2010 et 2012 [].

consommation des ménages. Cette relative bonne tenue de la consommation privée ne doit toutefois pas être considérée comme étant le garant d'une croissance future. Dans une très petite économie ouverte, le principal moteur d'une croissance soutenue ne saurait économiquement résider dans une évolution autonome de la consommation privée des ménages.

La consommation publique<sup>6</sup> a progressé de 23 %<sup>7</sup> entre 2008 et 2015 en raison notamment de la progression de la masse salariale dans le secteur public et des transferts sociaux en nature<sup>8</sup>. A l'instar de l'analyse de la consommation privée, la hausse continue par rapport à l'année 2008 de la consommation publique ne doit pas mener à la conclusion que la poursuite d'une telle dynamique est acquise pour le futur, car elle ne constitue pas un moteur autonome de croissance et doit respecter la contrainte budgétaire intertemporelle. Ce n'est que depuis 2014 que les exportations nettes se situent au-dessus de leur niveau de 2008 (voir graphique 3). Les exportations de biens et services n'ont retrouvé leur niveau de l'année 2008 qu'en 2013. Les importations de biens et services ont quant à elles retrouvé leur niveau de 2008 un an plus tôt, soit en 2012. Les exportations et les importations ont cru en moyenne de respectivement 6,3 % et 5,3 % en 2013, de respectivement 12,1 % et 13,1 % en 2014 et de respectivement 12,8 % et 14 % en 2015.



Sources : STATEC, calculs BCL

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

7 Etant donné que la part de la consommation publique dans le PIB est de 15 %, la contribution de la consommation publique en 2015 à la progression de 15,3 % du PIB en volume depuis 2008 est de 3,4 p.p.

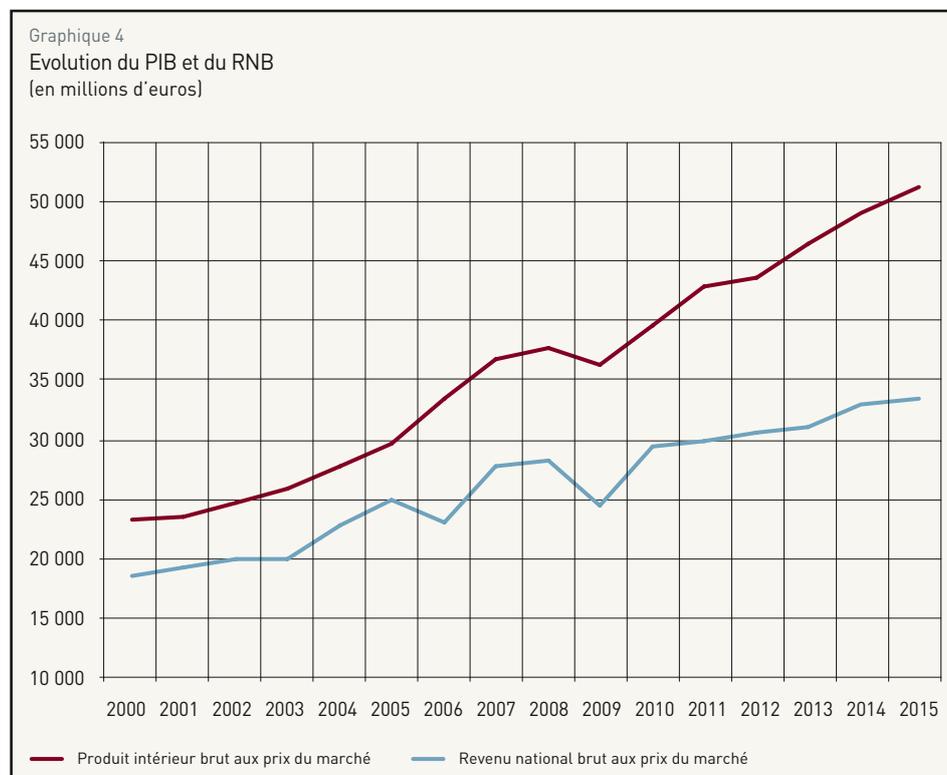
8 Les transferts sociaux en nature correspondent aux biens et services individuels fournis aux ménages, que ces biens et services aient été achetés sur le marché ou produits (production non marchande) par les administrations publiques ou les ISBLSM. Ils comprennent donc à la fois (i) les prestations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

L'investissement privé hors logement<sup>9</sup>, de son côté, est repassé en 2012 au-dessus du niveau atteint en 2008. Ce redressement de l'investissement privé hors logement doit se poursuivre afin de maintenir et d'élargir la capacité productive. Sur le graphique 2, il apparaît que l'investissement privé en logement n'a retrouvé son niveau de 2008 qu'en 2015. Il convient cependant de garder à l'esprit que les années 2007 et 2008 ont été très dynamiques en termes de dépenses d'investissement privé en logement, et que l'année 2015 a été exceptionnelle avec une hausse de ces dépenses de 40 %. Cette dernière fait suite à la hausse exceptionnelle des permis de construire enregistrée en 2014<sup>10</sup>.

Le graphique 2 montre que depuis 2008, la croissance du PIB est principalement tirée par la consommation privée et la consommation publique. Cette situation ne peut perdurer trop longtemps. En effet, cela signifie que d'autres composantes de la demande, comme les investissements privés, progressent moins vite que le PIB. Or, une trop longue période de faibles investissements (c'est-à-dire d'une croissance des investissements plus faible que celle du PIB) affectera négativement le stock de capital et réduira la croissance potentielle de l'économie. C'est la raison pour laquelle des mesures de soutien à la consommation, privée et publique, ne permettront pas de stimuler durablement la croissance du PIB au Luxembourg. De plus, dans une petite économie ouverte telle que le Luxembourg, une grande partie de la consommation est importée, dégradant de ce fait à terme les exportations nettes et limitant l'effet positif d'une relance par la consommation. En conclusion, une croissance élevée et durable nécessitera un redressement des investissements privés et un maintien de la croissance des exportations nettes.

### 1.1.2 Le revenu national brut

Le graphique 4 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<sup>11</sup>. A l'exception de l'année 2009, le PIB en valeur



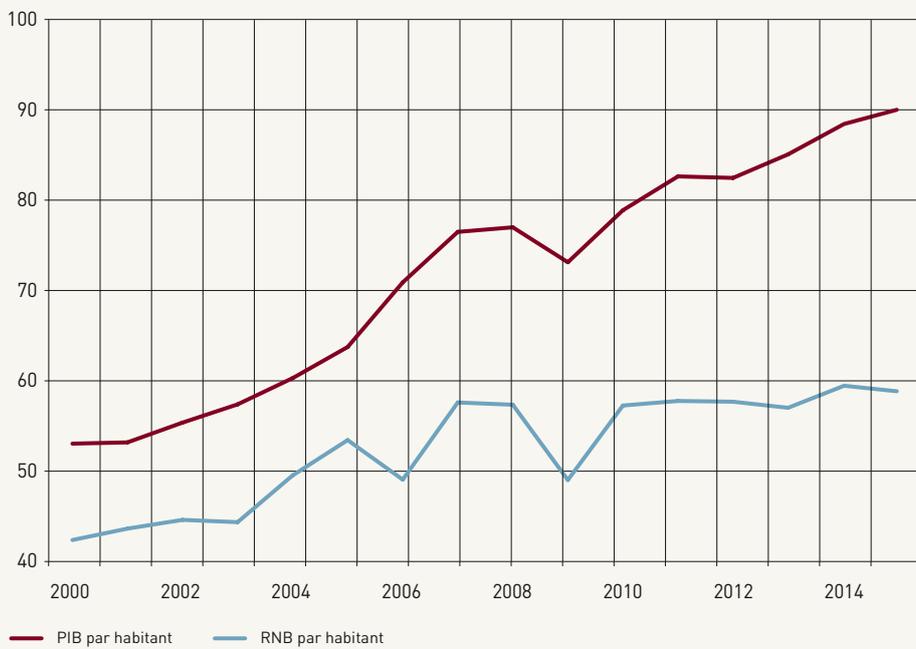
Source : STATEC

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

<sup>10</sup> Le nombre total de permis de bâtir accordés a connu une très forte progression en 2014 (+ 75 %). Cette hausse était attendue suite à la fin de l'avantage fiscal de la TVA réduite pour les résidences secondaires qui a pris effet au 1<sup>er</sup> janvier 2015. Le secteur de la construction bénéficie d'une mesure transitoire permettant d'appliquer le taux super-réduit de 3 % jusqu'au 31 décembre 2016, sous condition qu'une demande d'application de ce taux ait été introduite avant le 1<sup>er</sup> janvier 2015. Les effets de l'augmentation du nombre de permis de bâtir accordés devraient apparaître de manière étalée dans le temps. Il reste à voir si le secteur de la construction aura été capable d'absorber une telle hausse de l'activité endéans les deux ans.

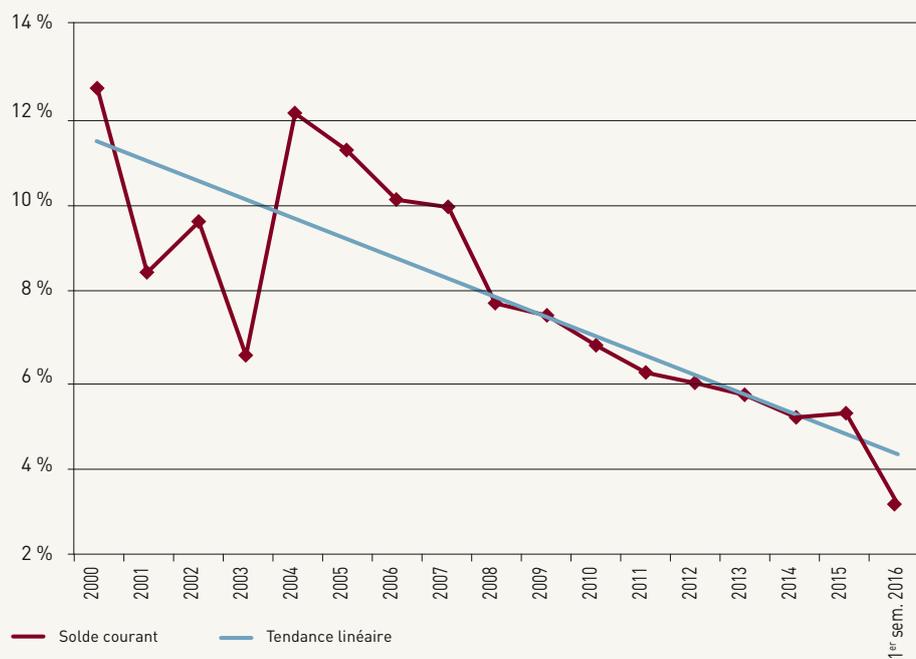
<sup>11</sup> Le PIB est un indicateur de l'activité économique sur le territoire du Luxembourg, incluant donc la contribution des non résidents. Le RNB exclut les revenus des non résidents sur le territoire et il est un indicateur de revenu de la population résidente sur le territoire luxembourgeois. 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 nette des frontaliers).

Graphique 5  
Evolution du PIB par habitant et du RNB par habitant  
(en milliers d'euros)



Source : STATEC

Graphique 6  
Evolution du solde courant  
(en % du PIB)



Sources : BCL, STATEC

n'a cessé de croître depuis 2000. Le RNB a en revanche enregistré deux baisses sur la même période. La première a eu lieu en 2006 (-7,2 %) et la seconde en 2009 (-13,1 %). Cette dernière a été bien plus marquée que la baisse du PIB en valeur intervenue dans la même période (-3,7 %). Le redressement du RNB depuis le début de la crise a aussi été moins marqué que celui du PIB, si bien que la différence entre les deux agrégats s'est notablement accrue ces dernières années.

Afin de bien interpréter ces agrégats, il convient aussi de tenir compte de l'évolution de la population. Ainsi, la croissance de la population du Luxembourg a été très élevée durant ces années et s'est même accélérée par rapport à la période de pré-crise, surtout sous l'influence de flux migratoires accrus. Ceci explique que le revenu national brut par habitant (ou, dit autrement, rapporté à la population résidente) du Luxembourg s'est considérablement écarté du PIB nominal (qui est favorablement influencé par la croissance du nombre de frontaliers) par habitant. De plus, après un recul de 1,0 % l'année passée, le revenu par habitant atteint en 2015 n'est que marginalement supérieur à son niveau atteint en 2008 (voir graphique 5). Le PIB par habitant, dont la croissance a été de 1,8 % en 2015, dépasse quant à lui son niveau de 2008 à concurrence de 17 %. Ces évolutions indiqueraient que la situation des ménages résidents au Luxembourg ne s'est pas forcément améliorée depuis la crise. Il importe toutefois d'être conscient des problèmes de mesure du RNB qui sont considérables surtout sur le volet des revenus

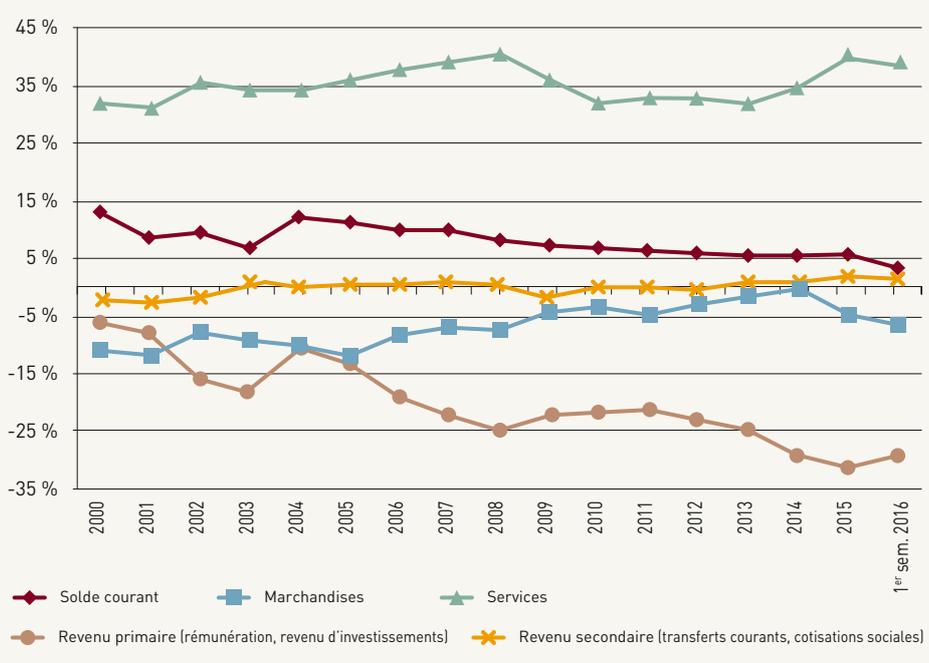
d'investissement nets versés à l'étranger. Une analyse plus approfondie du concept pourrait être souhaitable.

### 1.1.3 La balance courante

Dans ses échanges courants avec le reste du monde, le Luxembourg enregistre des excédents récurrents qui représentent en moyenne 8 % du PIB sur la période 2000-2015. Au fil du temps, les excédents courants successifs affichent toutefois une tendance baissière manifeste, en passant de 12,5 % du PIB en 2000 à 10 % en 2007 et à 5 % en 2015. D'après les données provisoires, l'excédent courant a même davantage chuté au premier semestre 2016 en atteignant 3 % du PIB (voir graphique 6). Plusieurs facteurs sont à la base de cette dégradation continue du solde courant. En premier lieu figure le ralentissement de la croissance du surplus des services financiers, suite à l'impact de la crise financière internationale qui a éclaté au second semestre de 2008. L'excédent des services financiers avait ainsi baissé en 2009 et 2010. Même s'il s'était redressé après 2011, le surplus de services financiers a affiché un taux de croissance annuel moyen de 4 % sur la période 2009-2015, soit un taux de croissance largement inférieur à celui enregistré avant la crise (12 %).

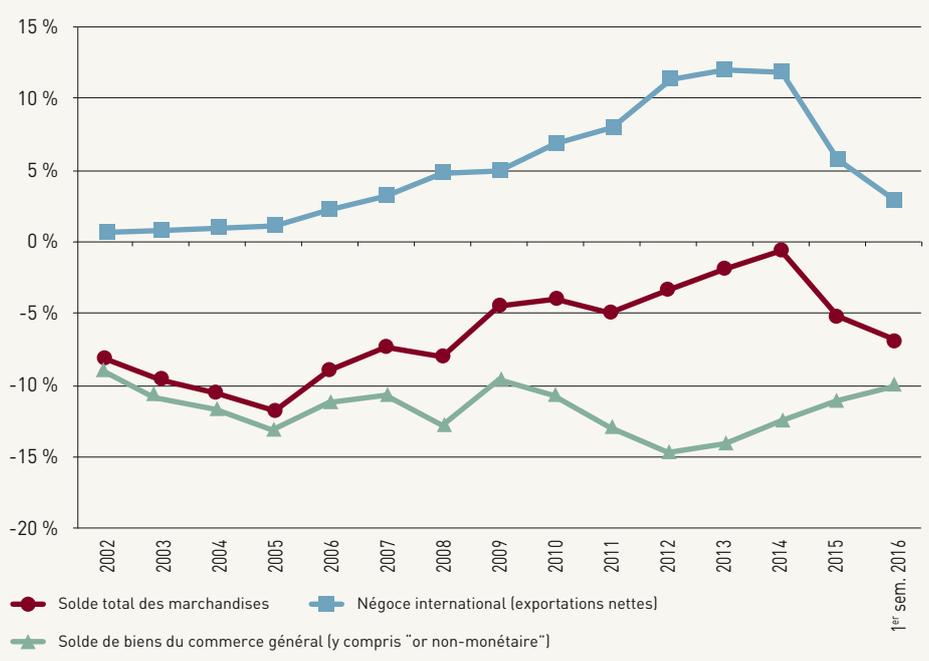
La détérioration du surplus courant s'explique en deuxième lieu par l'aggravation continue du solde des revenus primaires (rémunération des salariés frontaliers et revenus d'investissements). Ce déficit s'est creusé au fil du temps, premièrement sous le poids des dividendes attribués

Graphique 7  
Evolution des principaux soldes partiels du compte courant  
(en % du PIB)



Sources : STATEC, BCL

Graphique 8  
Evolution du solde des marchandises  
(en % du PIB)



Sources : STATEC, BCL

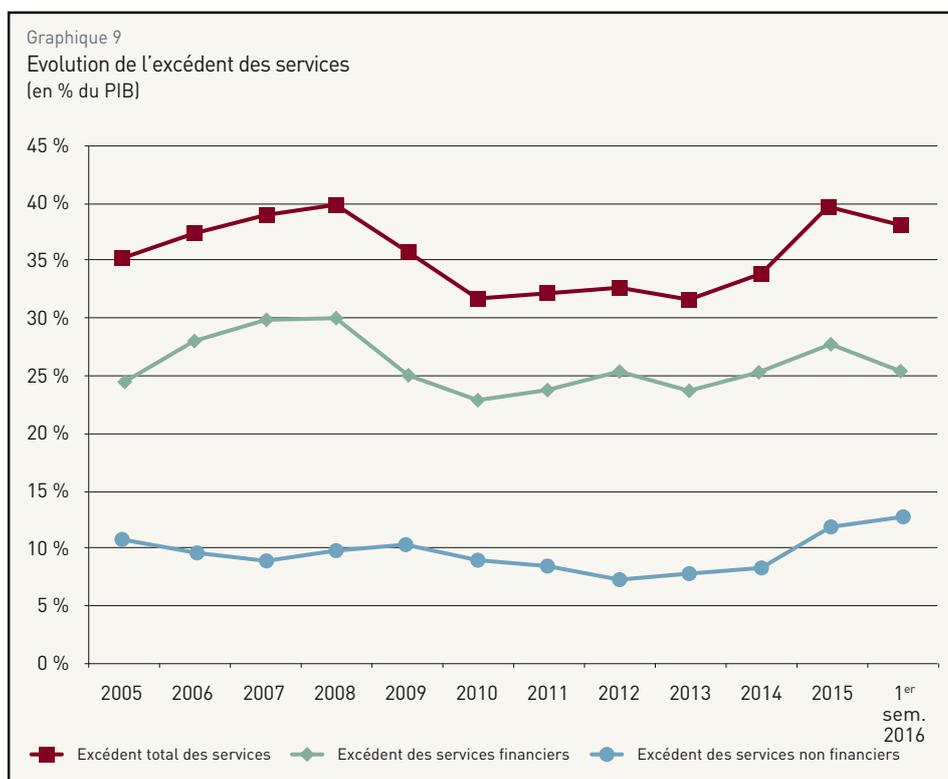
aux investisseurs non résidents, deuxièmement à la suite de la baisse du revenu d'intérêts dans un contexte de faiblesse généralisée des taux de rendement et finalement à cause de la hausse du solde négatif de la rémunération des frontaliers.

Le troisième facteur explicatif de la dégradation de l'excédent courant, est lié à l'évolution récente de la balance des biens. Cette balance est, en effet, restée structurellement déficitaire depuis plusieurs décennies (7 % du PIB sur la période 2000-2015). Ce déficit s'est cependant nettement amélioré après la crise (revenant à 4 % du PIB en moyenne sur la période 2008-2015), en grande partie sous l'effet du négoce international. Le négoce international regroupe les achats et ventes de biens à l'étranger sans passage sur le territoire national. Dans ces opérations, qui incorporent en grande partie l'e-commerce, seules les marges (différences entre prix d'achat et prix de vente) sont enregistrées dans la balance courante. Les exportations nettes au titre du négoce se sont largement accrues au cours de la dernière décennie passant de 3 % du PIB en 2007 à 7 % du PIB en 2010, puis 12 % du PIB en 2014 avant de retomber brusquement à 6 % du PIB en 2015. Cette importante réduction du surplus du négoce observée depuis 2015 s'explique par un changement du mode opérationnel d'une grande entreprise active dans le commerce électronique. L'entrée en vigueur en 2015 de la nouvelle législation européenne en matière de TVA ayant trait au commerce électronique a en effet poussé cette grande entreprise résidente à réorganiser ses activités commerciales en créant des succursales étrangères à qui la propriété des biens vendus est désormais conférée. Toutefois ce nouveau mode opérationnel a également eu des effets favorables sur certains services dont les importations ont baissé (notamment le transport), ce qui a occasionné en partie une hausse du surplus des échanges internationaux de services.

Ceci étant, l'excédent global de la balance courante du Luxembourg provient presque exclusivement des prestations de services dont le surplus atteint 35 % du PIB en moyenne sur la période 2000-2015. La crise financière et économique a négativement affecté le surplus de services qui après avoir culminé à 40 % du PIB en 2008 s'est réduit à 32 % du PIB en 2010. Après s'être stabilisé sur la période 2011-

2013, l'excédent des services a nettement rebondi en 2014 et surtout en 2015 pour rejoindre son sommet de 2008 (40 % du PIB). Les services regroupent diverses activités dont les services financiers, le transport, les voyages, les services d'assurance, les services informatiques et de communication ainsi que les services aux entreprises (conseil/audit, leasing, ...).

Les échanges de services, structurellement excédentaires, reposent sur les services financiers qui représentent presque deux tiers des recettes, des dépenses et de l'excédent total des services. Le surplus de services financiers, qui atteint en moyenne 26 % du PIB sur la période 2000-2015, a largement été affecté par la crise financière. Ce surplus s'est ainsi réduit successivement sur les



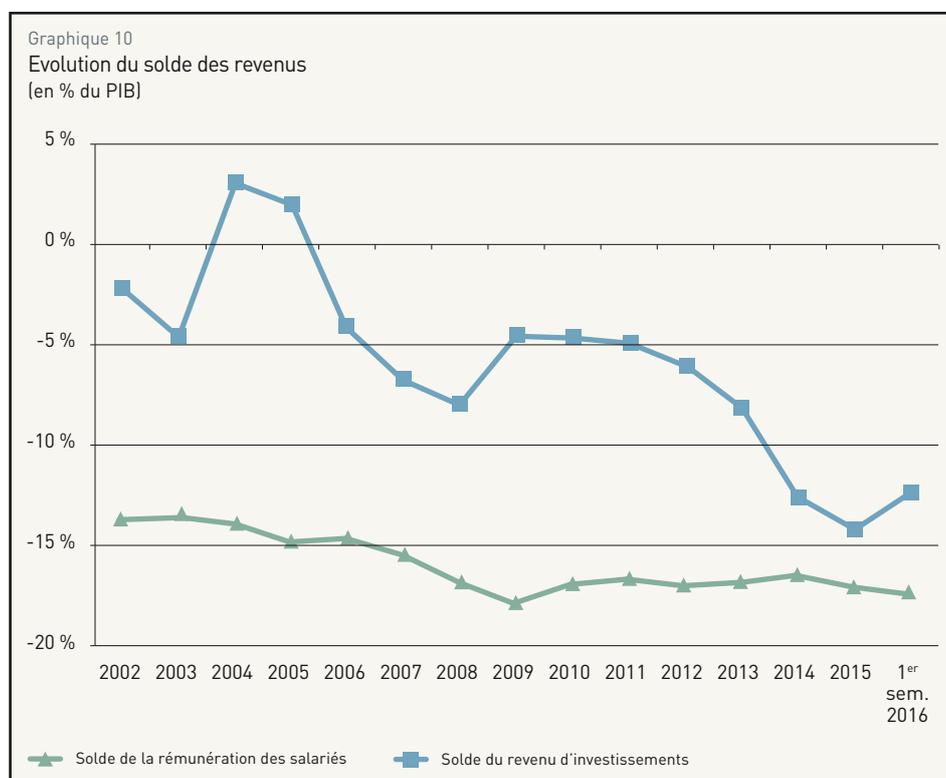
Sources : STATEC, BCL

deux années ayant suivi la crise, en passant du sommet de 30 % du PIB atteint en 2008 à 23 % du PIB en 2010. Entre 2011 et 2013, le surplus des services financiers est resté globalement stable à 24 % du PIB. Il s'est par la suite redressé pour s'établir à 25 % du PIB en 2014 avant de rebondir à 28 % du PIB en 2015, soit un niveau toujours inférieur au sommet de 30 % du PIB enregistré en 2008. Les autres services ont également vu leur excédent se contracter après la crise, cet excédent étant passé du sommet de 10 % du PIB en 2008 à 8 % du PIB en 2014, avant de remonter à 12 % du PIB en 2015.

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

La balance du revenu primaire connaît pour sa part un déficit structurel, sous l'effet de la hausse continue de la rémunération des travailleurs non résidents, dont le nombre est croissant au fil des ans, ainsi que sous l'effet des bénéfices attribués aux investisseurs étrangers. Au cours de deux dernières décennies, pour répondre à ses besoins de main d'œuvre, l'économie luxembourgeoise a eu recours à un nombre croissant de travailleurs frontaliers. Fin 2000, le Luxembourg comptait quelque 87 000 travailleurs non résidents (36 % de l'emploi salarié total). En 2015, le nombre de salariés non résidents a atteint 171 887, soit 45 % de l'emploi salarié intérieur. Cette progression continue du nombre des frontaliers, ainsi que la hausse du coût salarial moyen, génèrent un creusement du solde négatif pour le revenu des salariés. Ce déficit a affiché une constante progression avant la crise : il s'élevait à 14 % du PIB en 2002 puis s'est accru pour atteindre un sommet de 18 % en 2009. Depuis lors, il s'est stabilisé à 17 % du PIB sur la période 2010-2015 en raison d'une croissance du PIB nominal légèrement plus forte (6 % en moyenne) que la progression du revenu des salariés (5 % en moyenne).

Compte tenu de la stabilisation relative du déficit de la rémunération des salariés, le creusement du déficit global du revenu primaire émane principalement de la détérioration de la balance des revenus d'investissements dont le solde s'est retourné pour devenir déficitaire depuis 2002 (2 % du PIB). Le déficit du revenu des investissements s'est accru par la suite pour atteindre 8 % en 2008, avant de se contracter sur les années 2009-2011 à près de 5 % du PIB. Il est en revanche reparti à la



Sources : STATEC, BCL



dans le cadre du scénario macroéconomique du projet de budget et du programme pluriannuel constituerait une information utile et nécessaire afin d'éviter d'éventuelles erreurs de calcul ou des interprétations erronées. Les documents budgétaires gagneraient ainsi en transparence.

En 2015, le niveau de l'EBE est de 4 % plus élevé que les estimations déduites sur base du projet de budget 2016. Selon ces données, l'EBE aurait progressé de 7,1 % en 2015 par rapport à l'année 2014. Les profits opérationnels auraient progressé dans toutes les branches hormis la construction (-24 %).

Selon les projections macroéconomiques implicites aux documents budgétaires, la progression moyenne de l'EBE s'élèverait à près de 6,6 % par an sur la période 2016-2020, ce qui constitue une progression importante mais assez proche de la croissance observée sur la période 2000-2007. Comme le montre le graphique 11, la trajectoire de l'EBE telle que projetée par le gouvernement a été revue à la hausse de manière non-négligeable par rapport aux projections du gouvernement de l'année précédente. Cette révision à la hausse ne résulte pas uniquement d'un point de départ – le niveau de l'année 2015 – plus élevé, mais surtout d'une révision à la hausse d'environ 2 p.p. par an de la progression moyenne anticipée sur la période 2016-2019. Cette révision à la hausse, qui est particulièrement importante pour les années 2017 et 2018, est le corollaire de la révision à la hausse des projections du PIB nominal sur la même période (voir 3.1).

Il convient de noter que l'EBE n'est qu'une approximation des profits taxables des entreprises. Il est calculé selon les normes du SEC2010 et il ne mesure que l'évolution des profits résultant des opérations de production. Les profits taxables, en revanche, sont déterminés en fonction des normes comptables acceptées pour le calcul du revenu fiscal. Ils intègrent notamment aussi les opérations en capital et les ajustements qui sont opérés pour le calcul du revenu fiscal. Aussi les différences entre les profits opérationnels et les profits taxables peuvent être considérables<sup>13</sup>.

Dans une approche prospective, il convient de s'interroger si, d'une part, les projections de l'EBE semblent réalistes et, d'autre part, si ces profits opérationnels vont se solder par des profits taxables et, par ricochet, des recettes de l'impôt sur les sociétés.

Premièrement, comme la BCL l'avait déjà fait remarquer dans son avis sur le projet de budget 2016<sup>14</sup>, il existe d'importantes différences sectorielles en ce qui concerne le taux d'imposition implicite des sociétés<sup>15</sup>. Une progression de l'EBE en ligne avec les projections peut ainsi se solder par un déchet de recettes fiscales si on se place dans l'hypothèse d'une composition de l'EBE défavorable, c'est-à-dire si la progression de l'EBE provient davantage de secteurs générant moins de recettes fiscales par unité de profit.

Deuxièmement, l'économie luxembourgeoise sera confrontée à des défis majeurs au cours des années prochaines qui risquent de peser sur l'EBE. Les initiatives prises par l'OCDE et la Commission européenne dans un contexte de concurrence fiscale internationale en matière d'imposition des sociétés (voir 2.2.5.1) sont en effet susceptibles d'avoir des répercussions sur les activités de certaines branches au Luxembourg. Ces répercussions peuvent se manifester directement sur les prestataires d'une série de services, ou, indirectement, par leur effet sur des secteurs qui gravitent autour de ces prestataires de services. A l'heure actuelle, il semble difficile de prévoir de telles répercussions avec précision. Toutefois les activités de certains services financiers et non financiers seraient concernées en premier

13 Pour une illustration partielle des mécanismes qui peuvent être à l'origine de telles différences, voir Conseil économique et social (2015), Analyse des données fiscales, p. 26.

14 BCL (2015) Avis sur le projet de budget 2016, pp. 24-25.

15 Le taux d'imposition implicite est calculé en divisant le montant des impôts effectivement payés par l'excédent brut d'exploitation.

lieu. Le tableau 2 montre l'évolution de l'importance de la branche « Activités juridiques et comptables, Activités de sièges sociaux ; conseil de gestion (codes NACE R2 : 69\_70) » dans l'économie luxembourgeoise. Cette branche représentait approximativement 5,5 % de la valeur ajoutée totale en 2015. Cette part constitue plus du double de celle observée en 2000 et presque le triple de celle de 1995, ce qui témoigne du développement important de ce secteur au cours des 20 dernières années.

Tableau 2 :

**Parts de la branche « Activités juridiques et comptables, Activités de sièges sociaux ; conseil de gestion » dans l'économie luxembourgeoise (en %)**

	1995	2000	2015
Valeur ajoutée brute	1,9	2,5	5,5
Masse salariale	2,2	3,3	7,5
EBE	1,6	1,8	3,2
Impôts directs payés par les sociétés	-	-	2,2
Emploi salarié	1,8	2,6	5,1

Sources : STATEC, calculs BCL

L'impact négatif d'un changement structurel ou d'une perte d'activités pour les impôts directs (IRC et ICC) payés ces entreprises<sup>16</sup> serait en revanche moindre que ce que ces chiffres laisseraient présager. En effet, la part des impôts payés par cette branche n'est que de 2,2 % en 2015, du fait d'une contribution à l'EBE relativement faible (3,2 % en 2015) et d'un taux d'imposition implicite de cette branche<sup>17</sup> nettement inférieur à la moyenne de l'économie.

Il importe toutefois de noter que ces calculs ne tiennent pas compte des activités des SOPARFIs comptabilisées dans la branche des Activités financières. La branche des « Activités de services financiers hors assurance », qui comprend les SOPARFIs, représente un cinquième de l'EBE de l'économie totale ; de plus, son taux d'imposition implicite (35 % en moyenne sur la période 2007-2015) est le triple du taux pour l'économie dans son ensemble. Au total, cette branche compte donc pour approximativement 60 % des recettes de l'impôt sur les sociétés.

Troisièmement, même si les initiatives de l'OCDE et de la Commission n'avaient aucun impact négatif sur les activités des entreprises présentes au Luxembourg et donc aussi sur l'EBE, un impact négatif sur les recettes de l'impôt sur les sociétés n'est pourtant pas à exclure. En effet, en octobre 2016 la Commission a relancé l'initiative relative à l'assiette commune consolidée pour l'impôt des sociétés (ACCIS). Selon cette initiative, les résultats imposables consolidés d'un groupe opérant dans plusieurs pays de l'UE seraient répartis entre chacune des sociétés qui le constituent et en fonction d'une clé qui tiendrait compte de la substance économique de ce groupe dans les pays concernés. Chaque pays pourrait alors taxer sa part à son propre taux. Puisque le Luxembourg accueille un nombre non-négligeable d'entreprises multinationales, la probabilité de devoir céder une partie de sa « base imposable » à d'autres États membres de l'UE semble réel. L'exemple ci-dessus des « Activités de services financiers hors assurance » montre que pour un profit donné sur les opérations de production (au sens de la comptabilité nationale) les recettes de l'impôt sur les sociétés sont relativement importantes. Ceci

16 L'impact négatif d'un changement structurel serait plus inquiétant pour l'impôt sur les personnes physiques puisque, en 2015, 7,5 % de la masse salariale totale avait son origine dans cette branche.

17 Il n'est pas possible de calculer avec précision ce taux puisqu'une répartition fine des recettes de l'ICC n'est pas disponible. Le taux implicite de la branche « Activités spécialisées, scientifiques et techniques » et qui comprend les « Activités juridiques et comptables, Activités de sièges sociaux ; conseil de gestion » a été de 10 % sur la période 2007-2015, contre 13 % pour l'économie totale sur la même période. En faisant l'hypothèse que la répartition de l'ICC au sein de la branche a été identique à la répartition de l'IRC, alors le taux implicite de la branche « Activités juridiques et comptables, Activités de sièges sociaux ; conseil de gestion » serait de 7,7 % sur la période 2012-2015.

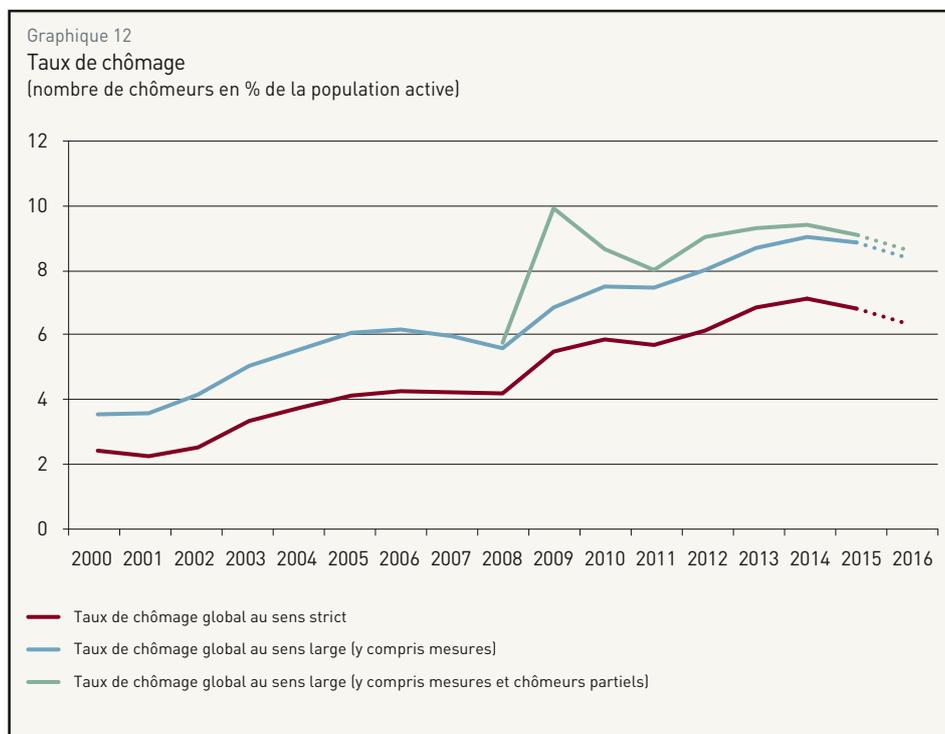
pourrait suggérer qu'une part de ces impôts provient de profits taxables qui ne résultent pas nécessairement des activités de production locales et donc aussi d'activités dont la substance économique au Luxembourg pourrait actuellement s'avérer plus réduite.

### 1.1.5 Le chômage et l'emploi

La crise financière et la récession ont eu des répercussions considérables sur le chômage, qui s'est affiché à 7,2 % de la population active en milieu d'année 2014, constituant un niveau record au Luxembourg. A l'exception de quelques épisodes sporadiques, le taux de chômage au sens strict s'est affiché en progression quasi-continue jusqu'en 2014. Le repli observé depuis lors à 6,3 % en octobre 2016 laisse espérer une inversion probante de la courbe du chômage. L'évolution de ce taux de chômage n'offre cependant qu'une vue partielle des effets de la crise sur le monde du travail. Il convient en effet d'y rajouter les personnes bénéficiant des mesures pour l'emploi ainsi que celles en chômage partiel :

d'après les dernières données disponibles, le taux de chômage au sens large s'établit dès lors à 8,2 % en octobre 2016. Bien qu'en baisse par rapport aux pics atteints pendant la crise, ce taux n'en demeure pas moins très préoccupant.

Le taux de chômage global au sens strict masque également l'impact disproportionné de la crise sur des populations vulnérables et défavorisées. Le taux de chômage des jeunes s'est inscrit à 17,3 % en 2015 (après avoir culminé à 22,6 % l'année précédente)<sup>18</sup>. L'incidence du chômage des jeunes, mesurée par le rapport entre le chômage des jeunes et le chômage des adultes, est de surcroît plus importante au Luxembourg (3 fois) que dans la zone euro (2,1 fois). De plus, le chômage de longue durée a progressé de manière quasi-ininterrompue depuis l'année 2000 et touche à l'heure actuelle plus de 45 % des demandeurs d'emploi. Même en excluant les chômeurs souffrant d'un handicap ou d'une incapacité de travail partielle et qui ont donc une employabilité faible, on constate qu'en 2016 plus d'un tiers des demandeurs d'emploi étaient



Remarque : en ce qui concerne 2016, les données ne font référence qu'aux dix premiers mois de l'année et demeurent par conséquent provisoires.

Sources : ADEM, Comité de conjoncture, STATEC, calculs BCL

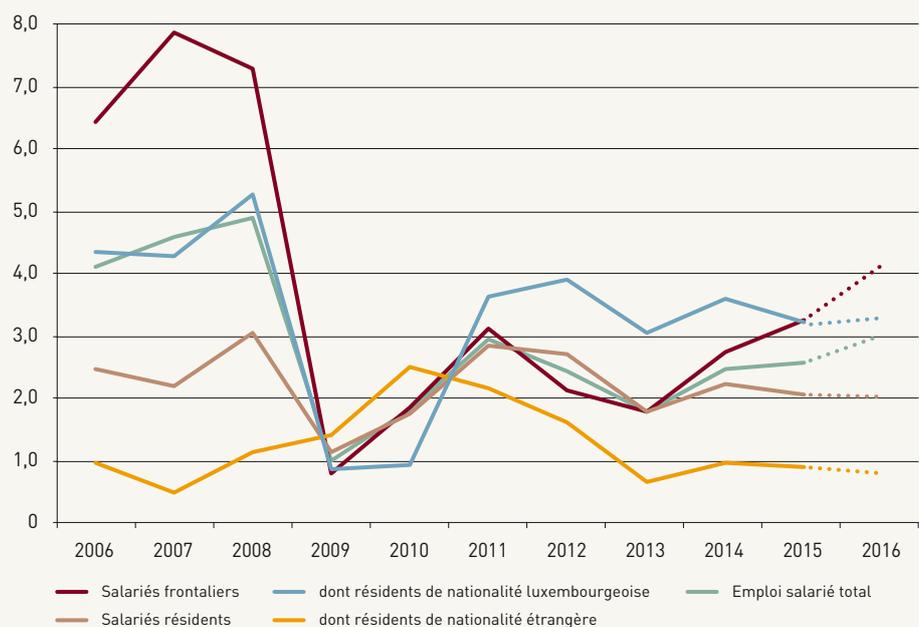
<sup>18</sup> Cet indicateur doit être interprété avec prudence dans la mesure où il peut donner une image tronquée de la position des jeunes sur le marché de l'emploi, en raison de leur faible taux d'activité. En effet, si une part importante des jeunes participe au système d'éducation et que, simultanément, une grande partie de ceux qui intègrent le marché du travail se retrouve sans emploi, le taux de chômage des jeunes sera très élevé alors même que ce phénomène ne touche qu'une faible fraction de la population jeune totale. Le chômage des jeunes peut dès lors être appréhendé par un indicateur alternatif : le ratio de *chômage* qui mesure la part de jeunes chômeurs dans la population totale du même âge, ce qui permet de remédier aux difficultés liées à la taille réduite de la population active jeune. Ce ratio s'est établi à 6,1 % en 2015.

Graphique 13  
Part des chômeurs de longue durée dans le chômage total  
(en % du nombre total de chômeurs)



Remarque : en ce qui concerne 2016, les données ne font référence qu'aux deux premiers trimestres pour la zone euro et aux dix premiers mois pour le Luxembourg et demeurent par conséquent provisoires.  
SH: salariés handicapés, CTR: salariés à capacité réduite.  
Sources : ADEM, Eurostat, calculs BCL

Graphique 14  
Progression de l'emploi salarié selon la résidence  
(en % par rapport à l'année précédente)



Remarque : les données provisoires relatives à l'année 2016 ne prennent en compte que le 1<sup>er</sup> semestre 2016.  
Sources : STATEC, calculs BCL

au chômage depuis plus de douze mois<sup>19</sup>. Pour l'heure, cette hausse du chômage de longue durée peine à s'inverser<sup>20</sup>.

L'allongement progressif de la durée du chômage, couplé à des taux de postes vacants records, est symptomatique de l'existence de problèmes structurels sur le marché du travail. Ceux-ci sont encore plus manifestes lorsqu'ils sont appréciés au regard de la progression quasi-continue de l'emploi (+151 000 postes depuis début 2000, + 62 000 depuis le déclenchement de la crise fin 2008). La décomposition par résidence des nouveaux emplois occupés révèle par ailleurs que l'écart de croissance entre l'emploi des frontaliers et celui des résidents s'est à nouveau sensiblement creusé depuis 2013, ce qui témoigne notamment d'une inadéquation entre la main-d'œuvre résidente disponible et les besoins des entreprises.

Le chômage est un fléau lourd de conséquences économiques, financières et sociales, tant au niveau individuel que collectif. Outre les implications directes en termes de revenus pour les personnes à la recherche d'un emploi, le chômage a également des répercussions directes sur les finances publiques : le coût budgétaire associé à l'ensemble des mesures de soutien à l'emploi a progressé de

19 Voir l'encadré n°3 « Le chômage de longue durée, tenants et aboutissants » dans le Bulletin BCL 2015/1, pp. 32-43.

20 A cet égard il convient de préciser que si le nombre de chômeurs sans emploi depuis 12 à 24 mois a emprunté une trajectoire descendante depuis 2014, le nombre de personnes au chômage depuis plus de 24 mois a poursuivi sa progression, alimentant ainsi le chômage de longue durée.

€ 379 millions en 2008 à € 696 millions en 2015. Les dépenses totales du fonds pour l'emploi sont ainsi passées de 1,0 % du PIB nominal en 2008 à 1,4 % du PIB nominal en 2015. Pour 2017, l'État prévoit une participation<sup>21</sup> aux dépenses courantes du fonds pour l'emploi qui serait réduite à 1,0 % du PIB.

La croissance tendancielle du chômage au cours des dernières décennies a rendu nécessaire l'adoption de mesures multiples et variées, en sus de la recherche d'une croissance économique forte qui constitue une condition *sine qua non* à la résorption graduelle du chômage. Sur base de recommandations et d'expériences internationales, le combat du chômage existant passe par des mesures d'incitation – censées favoriser une réinsertion rapide des demandeurs d'emploi – couplées à des actions visant à améliorer leur employabilité (éducation, formation, reconversion professionnelle). La lutte contre le chômage passe cependant et avant tout aussi par une politique de prévention visant à réduire *ex ante* le risque de perte d'emploi et l'enlisement dans le chômage (faciliter le redéploiement des salariés vers des activités de croissance, identifier les besoins actuels et futurs en compétences etc.). Dans ce contexte, il convient de mentionner la réforme de l'Agence pour le Développement de l'Emploi (ADEM), une réforme qui va dans la bonne direction. De même, les accords de coopération renforcée que l'ADEM a conclus avec des partenaires sociaux et d'autres institutions commencent à produire leurs effets, mais nécessitent la poursuite d'efforts soutenus. Aussi, la volonté affichée par le gouvernement d'analyser et de mesurer l'efficacité de l'ensemble des politiques publiques pour l'emploi, afin de réorienter, le cas échéant, les fonds publics vers des mesures plus efficaces, sont à saluer. Dans ce contexte, on peut citer la récente réforme du reclassement professionnel et la réforme prévue de l'Aide au réemploi.

#### 1.1.6 Les coûts salariaux unitaires et le coût salarial moyen

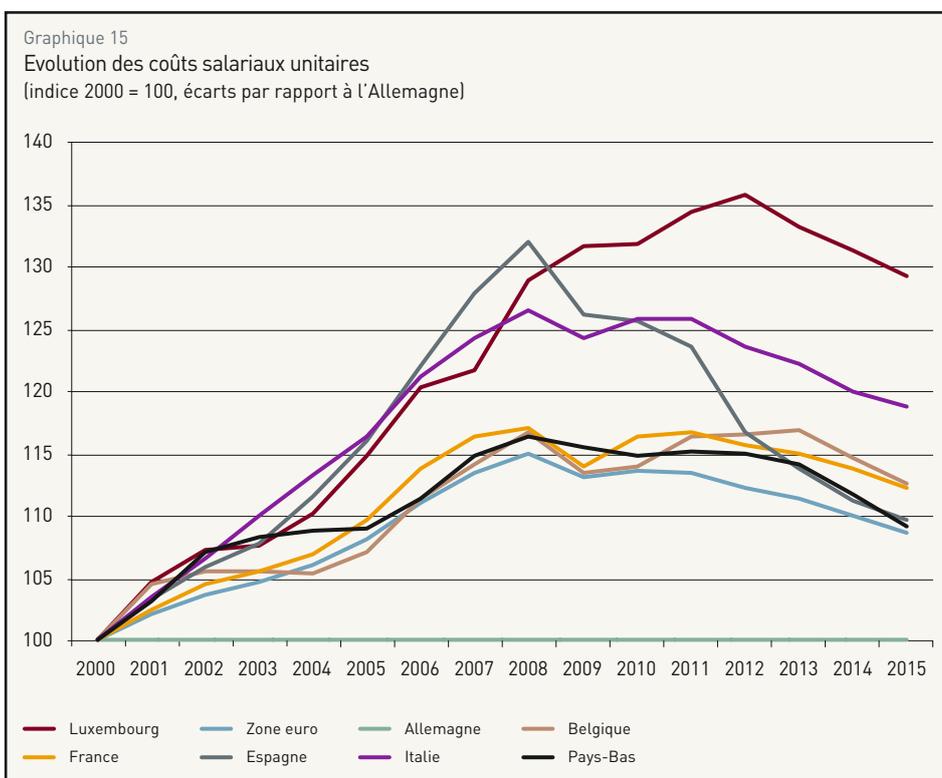
La progression des coûts salariaux unitaires<sup>22</sup> luxembourgeois par rapport aux autres pays de la zone euro – qui constitue un élément important de la compétitivité-coût – continue à être préoccupante. Le graphique 15, qui compare l'évolution des coûts salariaux unitaires du Luxembourg et d'une série d'autres pays européens par rapport à l'évolution de ces coûts en Allemagne, témoigne d'une dérive qui s'est sensiblement accentuée avec le déclenchement de la crise<sup>23</sup>. Sous la pression de la crise financière et la récession qui s'en est suivie, tous les pays repris sur le graphique ont entamé un processus d'ajustement, à l'exception du Luxembourg qui ne s'est engagé dans cette voie qu'après 2012. Le Luxembourg se retrouve aussi régulièrement parmi les pays où l'augmentation des coûts salariaux dépasse le seuil d'alerte dans les rapports sur le mécanisme d'alerte de la Commission européenne.

Au Luxembourg, la hausse marquée des coûts salariaux unitaires est le reflet d'un décrochage de la productivité apparente du travail (en particulier dans l'industrie) et d'une hausse persistante du coût salarial, qui s'explique pour l'essentiel par l'impact de l'indexation des salaires aux prix. La modulation

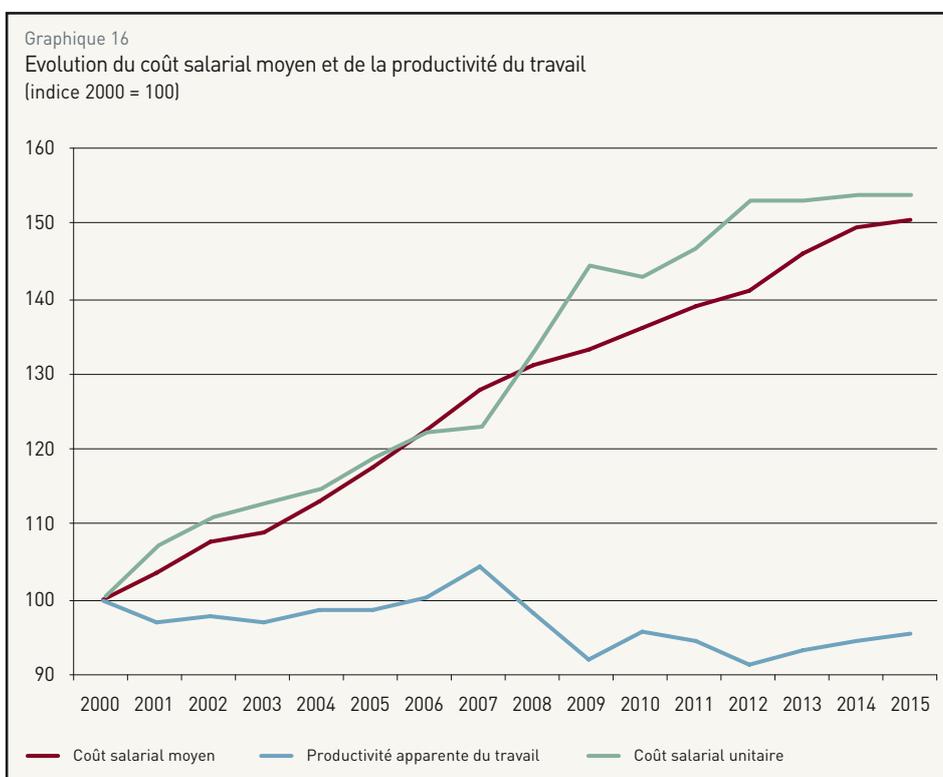
21 Cette participation résulte essentiellement du produit de l'impôt de solidarité, d'une dotation extraordinaire et de la contribution sociale prélevée sur les carburants. Plus en détail, le produit de l'impôt de solidarité s'est inscrit en forte hausse au cours des dernières années, passant de € 115 millions en 2008 à € 425 millions en 2015. Dans le même temps, la dotation extraordinaire de l'État au Fonds pour l'emploi est passée de € 50 millions en 2008 à € 177 millions en 2015 (après avoir atteint un pic de € 190 millions en 2012). De son côté, la contribution sociale prélevée sur les carburants s'est progressivement inscrite en baisse, passant de € 146 millions en 2008 à € 114 millions en 2015.

22 Le coût salarial unitaire nominal (CSU) permet de mesurer la compétitivité-coût d'une économie. Il se calcule 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.

23 Le choix de l'Allemagne comme point de repère se justifie par son importance économique en Europe. Les difficultés de l'Allemagne à endiguer la montée du chômage l'ont amenée à réformer en profondeur son marché du travail au début des années 2000, ce qui a favorisé une modération salariale. Ce processus d'ajustement a permis à l'Allemagne de relancer sa croissance économique et de réduire sensiblement son taux de chômage, le tout dans un contexte de finances publiques proches de l'équilibre. Cette réforme a également permis à l'Allemagne de connaître aujourd'hui une progression salariale plus forte qu'antérieurement et supérieure à celle de la zone euro.



Sources : Eurostat, calculs BCL



Sources : STATEC, calculs BCL

temporaire du mécanisme d'indexation automatique<sup>24</sup>, dont l'impact a de fait été nul depuis le dernier trimestre 2014, a permis de contenir la progression des coûts salariaux.

La baisse apparente des coûts salariaux unitaires depuis 2013 doit être interprétée avec prudence. Rappelons en effet que le graphique 15 illustre l'évolution des coûts salariaux unitaires relatifs, c'est-à-dire par rapport à l'Allemagne. Cette baisse relative reflète une hausse de la productivité plus importante au Luxembourg qu'en Allemagne depuis 2013. En revanche, les coûts salariaux unitaires, exprimés en termes absolus, ont continué de progresser au Luxembourg (bien que de façon modérée).

Au final, si la hausse de la productivité du travail observée depuis 2012 constitue une bonne nouvelle, l'analyse des coûts salariaux unitaires montre que le marché du travail luxembourgeois ne s'est toutefois pas encore ajusté de façon satisfaisante au décrochage de l'activité et à la croissance tendancielle plus faible. S'y ajoute qu'un retour de l'inflation et avec elle celui de

24 Rappelons que le gouvernement a instauré une modulation temporaire du système d'indexation automatique des salaires pour la période 2012-2014, limitant le nombre de tranches indiciaires payées à une seule par an. Par ailleurs, un intervalle de douze mois devait être respecté entre chaque tranche indiciaire. Le système d'indexation non-modulé a été réintroduit en janvier 2015. Cependant, le gouvernement s'est engagé, de manière informelle, à veiller à ce que 12 mois s'écoulent entre deux adaptations des salaires à l'évolution des prix, sur la période allant jusqu'en 2018.

l'indexation qui pourrait mettre un terme à la modération salariale observée au cours des dernières années.

### 1.1.7 L'inflation

#### Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)

Le niveau très bas de l'inflation constitue un fait saillant des dernières années. En 2016, une nouvelle décélération de l'inflation est observée. Elle s'établit à seulement -0,2 % sur les dix premiers mois de l'année 2016 et cela s'explique essentiellement par l'important recul du prix du pétrole. Elle pourrait néanmoins se situer aux alentours de 0,1 % pour l'ensemble de l'année eu égard à l'augmentation du prix du pétrole observée en fin d'année. L'IPCH à l'exclusion de l'énergie, qui fait abstraction des effets directs du changement du prix du pétrole, devrait également décélérer par rapport à l'année précédente. Cela est notamment imputable à un effet de base négatif généré par la hausse de la taxation indirecte au 1<sup>er</sup> janvier 2015. Ainsi, à taxation indirecte constante, l'IPCH à l'exclusion de l'énergie a progressé au cours des 10 premiers mois de l'année 2016 par rapport à la même période de l'année 2015.

Tableau 3 :

#### Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)

	2014	2015	2016 <sup>24</sup>
IPCH	0,7	0,1	-0,2
IPCH à taxation indirecte constante	0,5	-1,1	-0,3
IPCH à l'exclusion de l'énergie	1,5	1,7	1,3
IPCH à l'exclusion de l'énergie et à taxation indirecte constante	1,3	0,7	1,2
IPCH prix administrés	1,1	0,9	1,1
IPCH loyers	1,0	1,5	0,9

Sources : STATEC, Eurostat

#### Indice des prix à la consommation national (IPCN)

La dynamique de l'inflation mesurée sur base de l'IPCN est similaire à celle issue de l'IPCH. Néanmoins, en raison de pondérations différentes, notamment des parts de l'énergie et du tabac relativement moins importantes dans l'IPCN que dans l'IPCH, le niveau des taux d'inflation diverge.

Tableau 4 :

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

	2015	2016	2017	2018
IPCN	0,4	0,2		
Programme pluriannuel	0,5	0,3	1,4	1,7
Projet de budget 2017 <sup>25</sup>	0,5 (-)	0,3 (-1,3)	1,4 (-0,3)	
STATEC (novembre 2016) <sup>26</sup>	0,5 (-)	0,3 (0,2)	1,4 (0,1)	-
BCL (juin 2016) <sup>27</sup>	0,5 (-)	0,3 (-0,8)	1,8 (-0,2)	1,9

Sources : STATEC, projet de budget 2017

25 Sur les 10 premiers mois de l'année.

26 Par rapport au budget 2016.

27 Par rapport à la Note de conjoncture 2016/1.

28 Par rapport au bulletin 2015/3 de la BCL.

En ce qui concerne l'IPCN, le taux d'inflation est de 0,2 % sur les dix premiers mois de l'année 2016 mais pourrait s'approcher de 0,3 % sur l'ensemble de l'année suite à l'accélération de l'augmentation du prix du pétrole au dernier trimestre. En 2017, l'inflation devrait nettement s'accroître, suite, d'une part, à l'augmentation du prix du pétrole et, d'autre part, à la prochaine tranche indiciaire dont le paiement devrait avoir lieu fin de l'année 2016. Cette augmentation des salaires devrait se transmettre assez rapidement aux prix à la consommation, notamment dans le secteur des services qui a connu une inflation modérée depuis la dernière indexation d'octobre 2013. Le projet de budget anticipe une progression de l'IPCN de 1,4 % en 2017 ce qui semble être une prévision plutôt basse.

### Échelle mobile des salaires (EMS)

Suite à une inflation bien plus faible que prévue en 2016, les projections relatives à l'échelle mobile des salaires (EMS) ont également été revues à la baisse. Lors de l'établissement du projet de budget de 2016, le gouvernement tablait sur une hausse de l'EMS de 2,3 % en 2016, ce qui aurait correspondu à un paiement de la tranche indiciaire en février 2016. Sur la base du projet de budget de 2017, la progression de l'échelle mobile des salaires est estimée à 0,2 % en 2016 et 2,3 % en 2017. Ces résultats impliquent que l'échéance du paiement de la prochaine tranche indiciaire serait prévue pour décembre 2016. L'échéance du paiement de la tranche subséquente serait le troisième trimestre 2018 selon le programme pluriannuel.

Tableau 5 :

#### Echelle mobile des salaires, prévisions (en taux de variation annuel)

	2015	2016	2017	2018
Programme pluriannuel	0,0	0,0	2,3	1,2
Projet de budget 2017	0,0	0,2	2,3	
STATEC (novembre 2016)	0,0	0,0	2,3	
BCL (juin 2016)	0,0	0,0	2,5	1,7

Sources : STATEC, projet de budget 2017

L'inflation impacte les finances publiques à la fois sur le volet des recettes et sur le volet des dépenses mais souvent de manière inverse. Il en résulte que l'effet total de l'inflation sur les finances publiques est en général incertain. L'hypothèse du projet de budget concernant l'inflation en 2017 nous paraît être un peu basse. Si celle-ci s'avérait être plus élevée que prévu, cela devrait normalement se solder par une progression plus importante des dépenses des administrations publiques en 2017, entre autre sur base d'une plus forte progression des salaires nominaux, des transferts sociaux mais également d'autres coûts et frais (consommation intermédiaire). D'un autre côté, la non-indexation des barèmes d'imposition impliquerait une plus forte progression des impôts directs à la charge des ménages et des cotisations sociales dont l'essentiel de la base taxable progresserait plus vite.

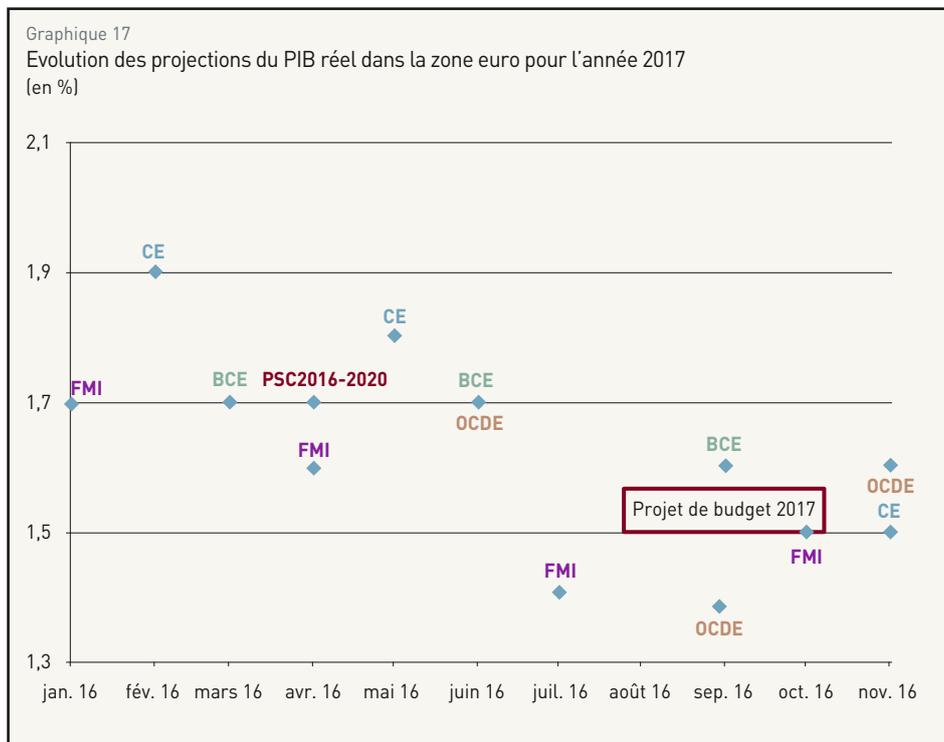
## 1.2 LES PERSPECTIVES DE CROISSANCE À COURT TERME

### 1.2.1 La zone euro

Les prévisions de croissance de la zone euro pour 2017 ont été revues à la baisse depuis le début de l'année, notamment suite à la faiblesse de la croissance mondiale s'expliquant par le ralentissement observé dans certains pays émergents ou en voie de développement. Depuis l'été, les révisions à la baisse des projections s'expliquent également par les répercussions anticipées du résultat du référendum au Royaume-Uni sur la sortie de l'Union européenne. Durant la première moitié de l'année, les prévisions de la plupart des institutions internationales se situaient aux alentours de 1,7 % de croissance pour 2017 (voir graphique 17). Le FMI et l'OCDE ont ensuite abaissé leur estimation à 1,4 %, respectivement

en juillet et en septembre. Néanmoins, le FMI a ensuite revu sa prévision à la hausse en octobre à 1,5 %, tout comme la Commission européenne en novembre. Cette prévision est également partagée par le projet de budget 2017. La BCE avait été plus prudente et était passée de 1,7 % de croissance en juin à 1,6 % en septembre. L'anticipation d'un moindre impact du « Brexit » à court terme est vraisemblablement imputable au fait que, d'une part, les enquêtes de confiance ne semblent pas montrer d'effets tangibles pour l'instant et que, d'autre part, le processus de sortie du Royaume Uni de l'UE sera plus long qu'anticipé initialement.

Selon les projections des services de la BCE de septembre 2016, la croissance du PIB réel pour la zone euro s'établirait à 1,7 % en 2016, 1,6 % en 2017 et 1,6 % en 2018 (voir tableau 6). Par rapport à l'exercice précédent de juin 2016, les projections de croissance ont été revues en très légère baisse pour les années 2017 et 2018.



Sources : BCE, Commission Européenne, FMI, OCDE, projet de budget 2016, STATEC, calculs BCL

Tableau 6 :

**Projections des services de la BCE de septembre 2016 pour la zone euro (en %) et révisions par rapport à l'exercice de juin 2016 (en p.p.)**

	PROJECTION DES SERVICES DE LA BCE DE SEPTEMBRE 2016			RÉVISIONS DEPUIS JUIN 2016		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
PIB réel	1,7	1,6	1,6	0,0	-0,1	-0,1
IPCH	0,2	1,2	1,6	0,0	0,0	0,0
Emploi	1,3	0,8	0,7	0,1	-0,1	-0,1
Taux de chômage	10,1	9,9	9,6	-0,1	-0,1	0,1
Déficit public (en % du PIB)	1,9	1,7	1,5	0,0	0,1	-0,1

Source : BCE

### 1.2.2 Le Luxembourg

L'estimation de la croissance du PIB réel pour l'année 2015 a à nouveau été sujette à une importante révision, passant de 4,8 % selon la première estimation des comptes nationaux d'avril 2016 à 3,5 % selon la seconde estimation en octobre de cette année, soit un ajustement à la baisse comparable à

celui enregistré l'année précédente<sup>29</sup>. Cela se reflète également au niveau des développements nominaux puisque la croissance du PIB nominal passe de 6,6 % à 3,9 %.

En ce qui concerne l'optique des dépenses du PIB, la source de la révision à la baisse de la croissance du PIB nominal provient en premier lieu d'un ajustement relativement important au niveau de la balance commerciale (révisions considérables des importations ainsi que des exportations). Pour l'optique des revenus, l'ajustement a été imputé via l'excédent brut d'exploitation, ce qui ne constitue guère une surprise en raison du caractère « résiduel » de cette composante. Pour l'optique de la production, les révisions les plus importantes ont été opérées dans la valeur ajoutée des secteurs « Information et communication » et « Services aux entreprises et location ».

Tableau 7 :

**Comparaison des projections macroéconomiques pour le Luxembourg pour 2016 et 2017 (en % sauf mention contraire)**

	PSC (AVRIL 2016)	PROJET DE BUDGET 2017	COMMISSION EUROPÉENNE	STATEC Ndc 2-16
<b>2016</b>				
PIB réel	2,9	3,1	3,6	3,7
PIB nominal	4,5	4,2	5,5	2,7
Déflateur du PIB	1,6	1,1	1,9	-1,0
Emploi total	2,9	3,0	2,8	2,8
Coût salarial moyen	0,5	0,7	0,4	0,2
Solde des administrations publiques (en % du PIB)	0,8	1,2	1,3	1,7
<b>2017</b>				
PIB réel	4,5	4,6	3,8	4,2
PIB nominal	6,8	6,5	6,7	4,7
Déflateur du PIB	2,3	1,9	2,9	0,5
Emploi total	2,4	3,2	2,9	3,0
Coût salarial moyen	2,9	3,3	2,5	3,2
Solde des administrations publiques (en % du PIB)	0,0	0,3	0,0	0,4

Sources : STATEC, PSC, projet de budget, Commission européenne

Le tableau ci-dessus compare les projections macroéconomiques pour le Luxembourg pour les années 2016 et 2017 telles qu'elles ont été publiées par le STATEC (Note de conjoncture du 30 novembre 2016), la Commission européenne (en novembre 2016), ainsi que les projections afférentes du programme de stabilité et de croissance d'avril 2016 (PSC) et du projet de budget 2017.

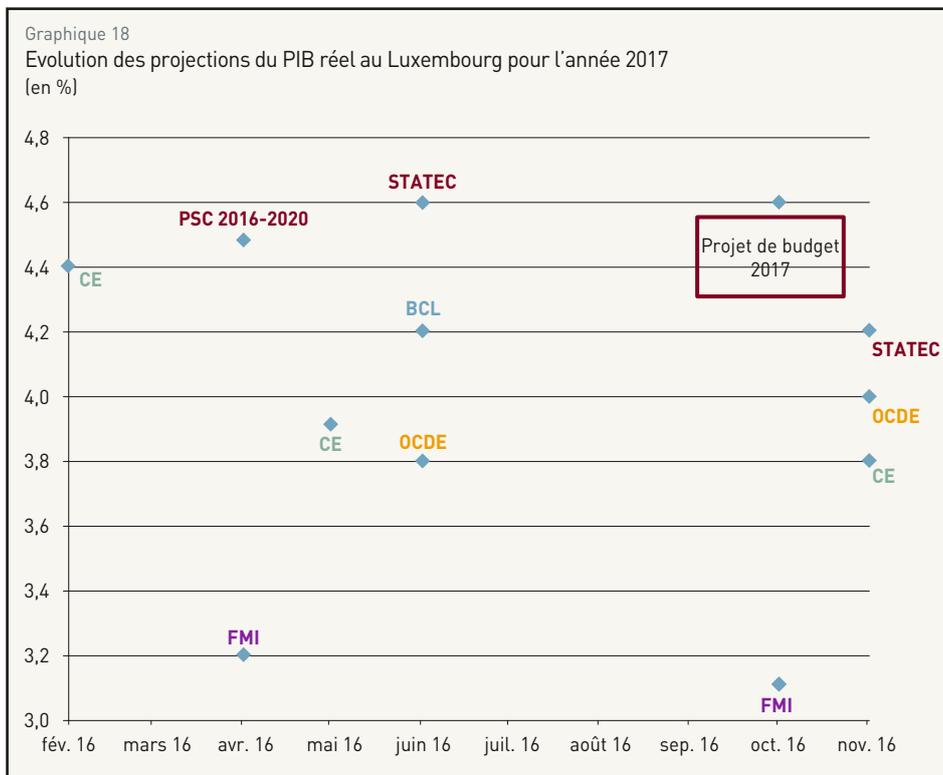
Malgré des révisions relativement importantes de la comptabilité nationale concernant l'année 2015, les projections du PIB pour les années 2016 et 2017 présentées dans l'exposé introductif au projet de budget 2017 sont restées quasiment inchangées par rapport aux projections publiées dans le PSC d'avril 2016. Toutefois, si les prévisions de mai 2016 prévoyaient encore une décélération de la croissance du PIB réel en 2016, suite aux révisions des données historiques, le scénario actuel correspond plutôt à une stabilisation de la croissance en 2016. Les projections du STATEC sont quant à elles en ligne avec le projet de budget pour les années 2016 et 2017.

Le graphique ci-après présente l'évolution des projections du PIB réel au Luxembourg pour l'année 2017. L'hypothèse du gouvernement relative à la projection du PIB réel peut paraître optimiste si on considère

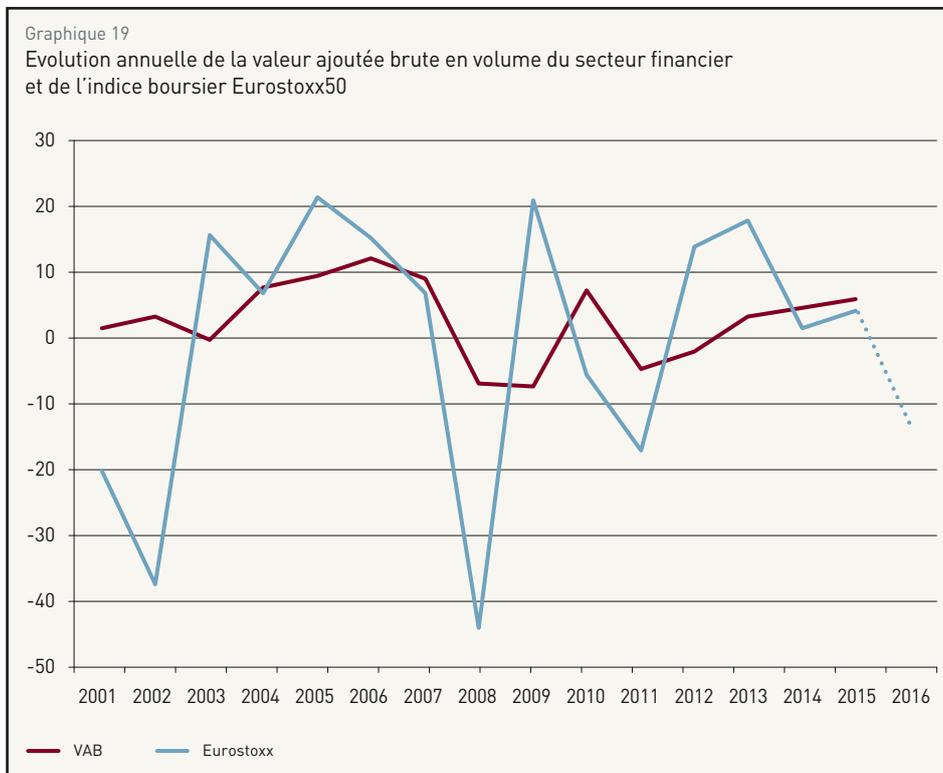
29 La croissance du PIB réel pour l'année 2014 a été révisée à la hausse, de 4,1 % à 4,7 %.

la publication des projections plus récentes de la Commission européenne, de l'OCDE et du FMI. En octobre, suite à la détérioration des projections pour l'économie mondiale, le FMI ainsi que la Commission européenne ont en conséquence légèrement revu à la baisse leurs projections de croissance pour le Luxembourg pour l'année 2017 par rapport à celles publiées respectivement en avril et en mai. Dans sa note de conjoncture publiée en novembre 2016, le STATEC prévoit également une croissance moins élevée pour 2017 par rapport à ses projections en juin 2016 et à celles afférentes au projet de budget 2017.

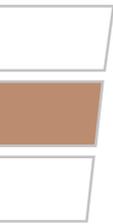
De plus, le projet de budget 2017 prévoit une croissance du PIB réel bien au-delà de la croissance tendancielle qui se situe à environ 3 % depuis la crise économique de 2008. En outre, le projet de budget 2017 reste peu précis au sujet des hypothèses sur lesquelles les prévisions de l'activité économique sont basées. Ainsi et comme cela a été relevé ci-dessus, les prévisions de croissance réelle pour la zone euro de l'OCDE, de la Commission européenne et de la BCE, pour l'année 2017 ont été revues à la baisse suite aux incertitudes résultant du « Brexit ». Les projections du gouvernement pour le Luxembourg n'ayant pas été adaptées en ce sens, on peut en conclure que ce risque n'a pas été pris en compte dans les projections contenues dans le projet de budget. L'anticipation d'une croissance relativement élevée pourrait cependant aussi avoir son origine dans une anticipation d'un impact important de la réforme fiscale sur la croissance du PIB réel. Or, compte tenu de l'ouverture de l'économie luxembourgeoise, cet impact devrait être plutôt marginal (de l'ordre de 0,2 p.p.) selon le STATEC.



Sources : BCE, Commission européenne, FMI, OCDE, projet de budget, STATEC, calculs BCL



Sources : STATEC, BCE



Selon les prévisions du projet de budget 2017, l'accélération importante de l'activité économique proviendrait en premier lieu d'une contribution « positive de l'indice Eurostoxx50 (-13 % en 2016, +4 % en 2017) engendrant une hausse de la valeur ajoutée brute (VAB) en volume du secteur financier de 4 % ». Le graphique ci-dessus montre l'évolution annuelle de la VAB en volume du secteur financier et de l'indice boursier Eurostoxx50 de 2000 à 2015. On constate certes une corrélation positive entre les deux séries, mais celle-ci n'est pas très élevée (approximativement +0,33) puisque la relation entre les deux séries est irrégulière et peu stable. Par conséquent, une élasticité proche de 1 pour l'année 2017, telle qu'elle semble être intégrée au projet de budget, paraît élevée et peu justifiée. Cette conclusion se dégage aussi des données concernant l'évolution de la VAB du secteur financier pour l'année en cours qui montrent qu'un recul de la VAB d'une ampleur comparable à la baisse de l'indice Eurostoxx50 prévue pour 2016 (-13 %) ne s'observe pas.

Il n'est donc pas indiqué d'accorder une telle importance ou de baser une projection macroéconomique et, *a fortiori*, un projet de budget sur une hypothèse relative aux marchés boursiers. L'évolution des marchés boursiers n'est guère prévisible, tout au plus peut-on émettre des hypothèses d'évolution. En cette matière, il semble que le STATEC établisse ses propres hypothèses sur l'évolution des marchés boursiers, ce qui tranche avec les hypothèses retenues pour d'autres variables, notamment financières, pour lesquelles il adopte généralement des approches plus neutres<sup>30</sup>. On peut s'interroger s'il ne convient pas de faire pareil pour les marchés boursiers. Sur la base du constat formulé au paragraphe précédent, en rester à l'approche actuelle revient à accorder au prévisionniste une latitude importante et à diminuer d'autant la pertinence de sa contribution.

Plus d'un quart de la valeur ajoutée brute au Luxembourg a son origine dans le secteur financier. Les liens de causalité entre l'évolution des marchés financiers et la valeur ajoutée brute du secteur financier ne sont pas directs, mais s'opèrent via les activités de prestataires de services financiers, comme le secteur bancaire et l'industrie des fonds d'investissement. L'activité de ces deux branches est observée avec une fiabilité élevée, notamment sur base du compte trimestriel des pertes et profits du secteur bancaire ou de la valeur nette d'inventaire mensuelle des OPC. On pourrait réduire considérablement l'incertitude entourant la projection du PIB réel pour l'année en cours s'il était possible de traduire avec une fiabilité élevée l'évolution de ces deux indicateurs dans une évolution de la valeur ajoutée brute du secteur financier. Cela permettrait également d'asseoir le projet de budget sur un scénario macroéconomique à court terme nettement moins incertain. Une telle démarche serait plus utile que de se focaliser sur des hypothèses relatives aux marchés boursiers. De plus, elle devrait aller de pair avec un effort de transparence accru en matière d'aspects méthodologiques relatifs à la comptabilité nationale.

Selon les projections afférentes au projet de budget 2017, le taux de croissance du PIB réel en 2017 dépasserait la croissance potentielle pour le Luxembourg estimée à 3,2 % pour les années 2016 et 2017. Dans les prévisions les plus récentes, la Commission européenne prévoit une évolution proche de celle du gouvernement pour l'année 2016, mais une croissance plus basse en 2017. L'écart de production (« output gap ») entre le PIB effectif et son niveau potentiel devrait donc graduellement se résorber. La Commission estime cet écart à -1,9 % en 2015, -1,4 % en 2016 et -0,9 % en 2017, alors que cet écart est bien plus négatif dans le projet du budget où il passe de -2,2 %, -2,5 % et -1,3 % au cours de la période 2015 à 2017. Un tel résultat peut surprendre : malgré une projection du PIB réel plus élevée, qui devrait se traduire en un écart de production moins négatif, voire plus positif, le gouvernement arrive à estimer un écart de production parmi les plus négatifs.

30 Pour ce qui est du taux de change et du prix du pétrole, le STATEC suppose généralement que les prix vont se maintenir à leurs niveaux observés dernièrement.

Tableau 8 :

**Écart de production (en % du PIB potentiel)**

	2015	2016	2017
Projet de budget 2017	-2,2	-2,5	-1,3
Commission européenne	-1,9	-1,4	-0,9
Statec Ndc 2-16	0,0	0,5	1,5
BCL:			
Hodrick-Prescott	-0,4	-0,1	0,6
Harvey-Jaeger	-0,8	-0,4	0,3
Kuttner	-0,9	-0,4	0,4
Apel-Jansson	-1,2	-0,5	0,4
Fonction de production	-0,7	-0,3	0,4

Sources : STATEC, BCL, Commission européenne, projet de budget (pluriannuel)

L'estimation de l'écart de production est sujette à une incertitude importante. Compte tenu de cela, la BCL estime l'écart de production en ayant recours à plusieurs méthodes (voir Cahier d'études No. 4 de la BCL). Toutes ces méthodes arrivent à un écart de production positif pour 2017, tandis que l'estimation de la Commission le situe encore à -0,9 % et celle du projet de budget même à -1,3 %. Selon les projections les plus récentes du STATEC, l'écart de production serait déjà positif à partir de l'année 2016.

Rappelons qu'un écart de production positif, c'est-à-dire une production supérieure à son niveau potentiel, est susceptible d'induire des tensions sur les prix des biens et services et donc d'induire une accélération de l'inflation. Pour ce qui est du calcul des soldes budgétaires structurels, un écart de production négatif (positif) implique une composante cyclique négative (positive) du solde budgétaire. Le solde structurel, qui correspond à la différence entre le solde nominal et la composante cyclique, est de ce fait supérieur (inférieur) au solde nominal. Pour un solde nominal donné, au plus l'écart de production est négatif, au plus le solde structurel sera favorable. Par comparaison avec l'objectif budgétaire à moyen terme, les finances publiques apparaîtront d'autant plus saines. Toutes choses égales par ailleurs, il est donc plus opportun pour un gouvernement de présenter un écart de production négatif qu'un écart positif. Cette approche dépend cependant entièrement de la fiabilité quant à l'estimation de l'écart de production, estimation sujette à incertitude, impliquant que toute erreur d'estimation a comme conséquence de présenter alors une image tronquée des finances publiques. Si, en l'occurrence, l'écart de production devait être moins négatif (voire positif) qu'estimé par le gouvernement, il en résulterait que les soldes structurels seraient de ce fait moins favorables qu'ils n'apparaissent dans les documents budgétaires. Dans des cas extrêmes, des erreurs sur l'estimation de l'écart de production pourraient même dissimuler des efforts supplémentaires nécessaires en matière de consolidation budgétaire.

En général, la combinaison d'une croissance élevée, d'une inflation faible et d'un écart de production négatif constitue le scénario idéal pour conférer aux soldes structurels l'image la plus positive possible.



### 1.3 LES FINANCES PUBLIQUES

#### 1.3.1 L'enregistrement des impôts selon le SEC 2010 : différence entre les montants enregistrés selon la méthode des droits constatés (SEC 2010) et la méthode « en base caisse »

Cette partie vise à mieux appréhender, de manière théorique, les différentes méthodes en vigueur en ce qui concerne l'enregistrement des impôts et des cotisations sociales. Dans le cadre de la mise en œuvre de la réforme fiscale, la description qui suit permettra également de mieux comprendre et de mieux percevoir différences inhérentes entre d'une part les estimations faites par le gouvernement et d'autres part celles réalisées par la BCL.

L'enregistrement des revenus et des dépenses de l'État peut s'établir sur une base caisse et sur une base de droits constatés. La différence principale entre ces deux méthodes a trait au moment auquel se réfère l'enregistrement des transactions. Ces deux méthodes ne sont pas en contradiction mais se complètent dans la mesure où elles répondent à des besoins différents. Cette partie décrit les différences entre ces deux méthodes en utilisant à des fins d'illustration des exemples chiffrés basés sur les principaux prélèvements fiscaux directs et indirects au Luxembourg.

La méthode dite de base caisse comptabilise une transaction au moment de l'encaissement ou du décaissement des fonds, c'est-à-dire au moment où la sortie/rentree de fonds entraîne une modification concrète du contenu de la caisse. Par exemple, le moment d'enregistrement sur base caisse d'une taxe sur une vente effectuée en novembre 2015 dont le paiement a été effectif en mai 2016 a lieu en mai 2016. Cette méthode est relativement simple à mettre en œuvre et permet un excellent contrôle des recettes et des dépenses en comparant les montants autorisés et effectifs. Elle donne notamment à tout moment une indication très précise de la quantité de fonds à disposition. En revanche, cette méthode ne permet pas d'établir un compte de patrimoine, car elle tend à réduire l'information sur les différents engagements au minimum (les créances et les dettes futures n'étant pas directement disponibles). Ceci implique qu'elle doit être utilisée avec prudence à des fins analytiques, car cette méthode peut donner une image biaisée des événements sous-jacents. Par exemple, même si l'activité économique ralentit un mois donné, des taxes enregistrées en base caisse peuvent continuer d'augmenter durant ce même mois si les encaissements relatifs aux taxes dues les mois précédents ont été importants. La comptabilité de l'État luxembourgeois, donc le budget établi par le ministère des Finances, est essentiellement élaborée sur une base caisse<sup>32</sup>.

La méthode des droits constatés comptabilise une transaction lorsqu'intervient l'activité qui va générer les recettes ou les dépenses. Cette méthode ne tient donc pas compte du moment auquel interviennent les décaissements ou encaissements de fonds. Cela signifie que les transactions ne sont pas enregistrées lorsque les mouvements de fonds sont effectués, mais lorsque la valeur économique est créée, transformée, échangée ou éteinte. Par exemple, en base de droits constatés, la taxe sur le revenu doit être enregistrée au moment où le revenu est généré, même si le paiement effectif de cette taxe intervient par après. En principe, cette méthode permet une meilleure analyse de l'activité d'une entreprise (ou d'un secteur économique) au cours d'une période comptable, dans la mesure où tous les revenus réellement générés par cette activité durant la période et tous les frais/dépenses engagés pour générer ces revenus sont enregistrés. De même, l'enregistrement des transactions en droits constatés permet d'établir un compte de patrimoine cohérent avec l'activité réelle de l'entreprise ou du secteur économique. C'est principalement pour sa supériorité analytique que la méthode des droits constatés a été retenue par les systèmes de comptabilité nationale comme le Système Européen des

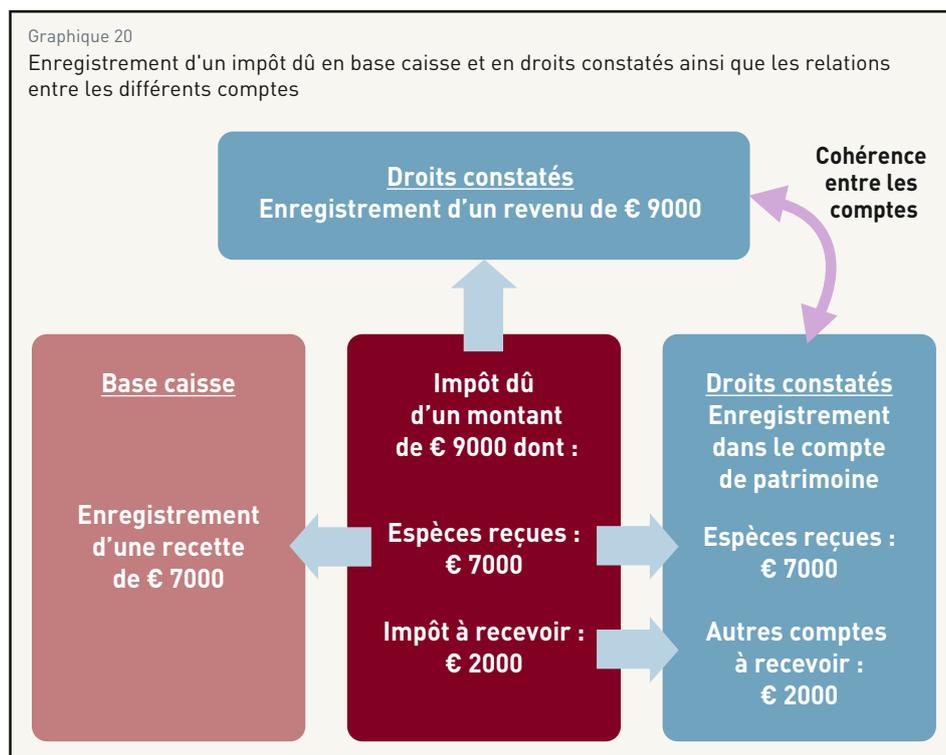
32 Pour plus de détails voir le document du ministère des Finances du Grand-Duché de Luxembourg intitulé « De la présentation administrative du budget de l'État à la présentation des comptes de l'Administration centrale suivant une optique SEC » (<http://www.budget.public.lu/lu/budget2016/evaluation-mensuelle/Passage-comptabilite-nationale-a-SEC.pdf>)

Comptes 2010 (SEC 2010) adopté par l'Union Européenne. En revanche, ces systèmes intégrés basés sur les droits constatés sont relativement difficiles à implémenter et à gérer. Ils nécessitent non seulement de maintenir en permanence une cohérence entre le compte de résultat et le compte de patrimoine, mais ils obligent également les comptables à estimer et interpréter certains événements, dans la mesure où ces événements ne coïncident pas toujours avec des éléments aussi tangibles que des factures. Le SEC 2010 est notamment utilisé par tous les instituts nationaux de statistiques de l'Union Européenne, dont le STATEC, pour élaborer les comptes nationaux qui comprennent, entre autres, le compte des administrations publiques.

Il va de soi que les deux méthodes comptables, qui se fondent sur des systèmes différents, donnent des résultats différents. Ces différences apparaissent d'autant plus dans des périodes caractérisées par un décrochage économique ou lors de la mise en œuvre de réformes structurelles (fiscales)<sup>33</sup>. Néanmoins, sur une période de temps assez longue, ces différences ont tendance à s'estomper du fait que les deux méthodes opèrent principalement un décalage dans le temps, décalage pris en compte dans le SEC 2010 par une catégorie spéciale d'instruments appelée « autres comptes à recevoir / à payer ». Ces instruments donnent notamment une indication du montant de fonds à recevoir/décaisser relatifs à des transactions déjà enregistrées en droits constatés mais non encore encaissés.

Le schéma ci-dessous illustre la façon dont un impôt dû d'un montant de 9 000 euros est enregistré en base caisse et en base de droits constatés.

La partie ci-après illustre les différences qui peuvent exister entre les deux méthodes en utilisant des exemples chiffrés basés sur les principaux prélèvements fiscaux directs et indirects au Luxembourg. Le tableau ci-après résume ces différences.



Source : BCL

33 Lors d'une période caractérisée par un décrochage économique ou par la mise en place de réformes structurelles (réformes fiscales), l'État peut compenser d'éventuelles pertes de recettes fiscales (en cash) par des recours aux arriérés d'impôts non encore encaissés (soldes d'impôts), ce qui permet le cas échéant de lisser les recettes fiscales. Par contre, les comptes établis sur une base des « droits constatés », c'est-à-dire sur base du « fait générateur » ne permettent pas un tel lissage des recettes fiscales.

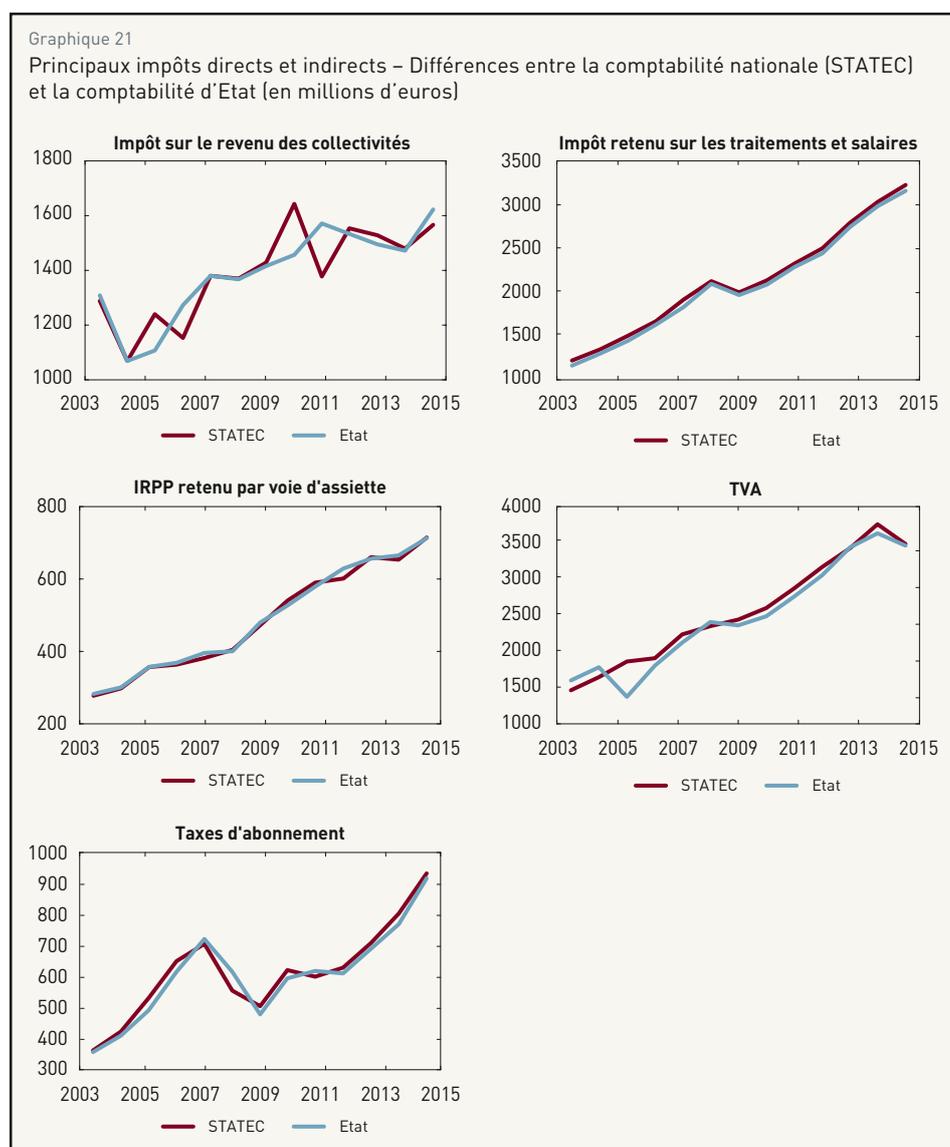
Tableau 9 :

**Principaux impôts directs et indirects – Différences entre la comptabilité nationale (STATEC) et la comptabilité d'État (en millions d'euros)**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TOTAL 2003-2015	MOYENNE 2003-2015
Impôt sur les traitements et salaires	24	13	27	11	47	1	0	22	13	33	25	21	38	274	21
Impôt sur le revenu fixé par voie d'assiette	2	5	8	3	-7	11	1	14	19	-19	10	-4	9	50	4
Impôt sur le revenu des collectivités	-23	0	136	-121	-1	2	15	186	-196	20	34	8	-57	4	0
Taxes du type TVA	-131	-138	481	104	119	-55	82	109	116	104	-17	127	30	932	72
Taxe d'abonnement sur titres de société	5	12	39	33	-15	-59	26	27	-16	18	19	33	14	137	11

Sources : STATEC et ministère des Finances

Note : un signe positif/négatif indique que le montant de la série établie par le STATEC est supérieur/inférieur au montant de la série établie par le ministère des Finances.



Sources : STATEC et ministère des Finances

Les graphiques ci-contre permettent de mieux appréhender les différences observées entre les séries de comptabilité nationale établies par le STATEC et les séries des comptes de l'État établies par le ministère des Finances.

Il est intéressant de noter que, sur une longue période (2003-2015), les écarts cumulés observés entre le système « base caisse » et celui ayant trait aux « droits constatés » sont en moyenne assez faibles (voir la dernière colonne du tableau 9), sauf en ce qui concerne la Taxe sur la Valeur Ajoutée (TVA) et, dans une moindre mesure, l'impôt sur les traitements et salaires. Si ces faibles écarts résiduels peuvent être expliqués par le décalage temporel opéré par les deux méthodes même lorsque la période d'observation est plus longue, elles peuvent en partie également provenir de différences méthodologiques ainsi que d'autres facteurs. En effet, certaines recettes et certaines dépenses sont comptabilisées différemment selon la méthode utilisée. Par exemple, les dépenses en base caisse qui sont en fait des remboursements de recettes doivent être comptabilisées en diminution

des recettes dans le cadre du SEC 2010. De même, les recettes en base caisse qui sont en fait des remboursements de dépenses doivent être comptabilisées en diminution des dépenses dans le cadre du SEC 2010. Ces différences méthodologiques qui affectent le montant des dépenses et des recettes n'ont aucune influence sur le solde budgétaire. En outre, il faut aussi noter que les écarts cumulés sur la période 2003-2015 sont systématiquement positifs (c'est-à-dire que les recettes en droits constatés sont toujours supérieures aux recettes effectivement encaissées) quelque soit le prélèvement fiscal et que ces écarts cumulés sont parfois relativement importants. Ce constat peut en partie être expliqué par la constitution par l'État d'une « réserve d'impôts à encaisser »<sup>34</sup>, ce qui contribuerait également aux écarts résiduels observés.

Dans le cas de la série « impôt sur le revenu des collectivités », les différences observées peuvent être importantes pour certaines années (par exemple 2010 et 2011) ; toutefois ces différences disparaissent lorsque la moyenne des écarts cumulés (dernière colonne du tableau) est prise en compte sur toute la période 2003-2015. Ce résultat tend à confirmer le « simple » décalage dans le temps qui existe entre les deux méthodes, de même qu'il confirme la supériorité analytique de la méthode des droits constatés. La série identique en base caisse présente des variations moins prononcées notamment durant la période au cours de laquelle la crise économique a sévi, du fait que la série en base caisse inclut des encaissements de fonds liés à des impôts relatifs à des années antérieures. L'État a ainsi la possibilité d'encaisser des soldes d'impôts, ce qui permet de lisser les recettes fiscales et d'atténuer l'impact de la crise économique sur les recettes fiscales budgétisées. Le cas contraire existe également en période de hausse de la conjoncture, période au cours de laquelle les recettes fiscales peuvent dépasser les besoins de l'État dans l'exécution de son budget, ce qui lui permet de se doter de « réserves d'impôts ».

En ce qui concerne la série « impôt sur les traitements et salaires », les deux méthodes tendent à produire des résultats très similaires. Cette observation s'explique par le fait que l'encaissement de cet impôt se fait essentiellement au moment du versement des salaires mensuels, qui correspond également au fait économique générateur de l'impôt en droits constatés.

En conclusion, cette partie décrit la méthode comptable en base caisse et celle ayant trait aux droits constatés tout en mettant l'accent sur l'enregistrement des recettes de l'État. La principale différence qui ressort de l'utilisation de ces deux méthodes consiste en un décalage dans le temps de l'enregistrement d'une transaction donnée. On constate également que ce décalage a tendance à s'estomper lorsque l'analyse couvre une période relativement longue même s'il subsiste certains écarts résiduels dus à des différences méthodologiques. Au travers d'exemples chiffrés qui prennent en compte les principaux impôts directs et indirects au Luxembourg, il ressort que si les écarts enregistrés entre les deux méthodes sont relativement faibles, ils peuvent néanmoins être significatifs pour certaines années. Comme expliqué de manière plus détaillée dans les parties qui suivent, ce phénomène peut notamment expliquer en partie les différences relevées dans les estimations relatives à l'impact de la réforme fiscale selon le cas de figure où la méthode considérée est celle de la base caisse utilisée par le gouvernement ou celle des droits constatés telle qu'utilisée par la BCL. Il en découle donc que les différences « fondamentales » dans les estimations ayant trait à l'impact de la réforme ne seront perçues de manière définitive que lorsque la perception des recettes impactées par la réforme aura atteint une vitesse de croisière.

34 Dans le cadre du SEC 2010, cette réserve d'impôts à encaisser se traduit par un montant d'encours des autres comptes à recevoir relativement important.

## 1.3.2 La politique budgétaire au cours des années récentes

### 1.3.2.1 Les administrations publiques

Après une forte dégradation du solde des administrations publiques<sup>35</sup> observée entre 2008 et 2009, qui est ainsi passé d'un excédent de 3,4 % à un déficit de 0,7 % du PIB en raison de l'éclatement de la crise économique et financière, on constate une amélioration tendancielle du solde depuis lors (cf. tableau 10). Après une année 2010 toujours marquée par la crise, des soldes positifs en augmentation constante (hormis en 2012 où le solde s'est légèrement dégradé par rapport à 2011) ont pu être observés. Ceux-ci sont ainsi passés de - 0,7 % en 2010 à 1,6 % en 2015, soit une amélioration de 2,2 p.p. La dynamique des recettes et des dépenses des administrations publiques indique que l'amélioration peut être principalement attribuable aux dépenses, lesquelles ont diminué de 44,4 % du PIB en 2010 à 42,1 % en 2015 (soit une diminution de 2,3 p.p.), tandis que le ratio des recettes affiche en 2015 une valeur égale à celle de 2010 (43,7 %).

Tableau 10 :

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

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	DIFFÉRENCE 2015-2010
Recettes adm. pub.	43,6	45,3	43,7	43,2	44,6	44,4	43,8	43,7	0,0
Dépenses adm. pub.	40,2	46,0	44,4	42,7	44,3	43,4	42,3	42,1	-2,3
<b>Solde adm. pub.</b>	3,4	-0,7	-0,7	0,5	0,3	1,0	1,5	1,6	2,2
Solde adm. centrale	0,0	-2,5	-2,4	-1,6	-2,0	-1,0	-0,3	-0,3	2,0
Solde adm. locales	0,5	-0,1	0,2	0,3	0,5	0,4	0,3	0,4	0,3
Solde séc. soc.	2,9	2,0	1,5	1,8	1,9	1,6	1,4	1,5	-0,1

Sources : STATEC, calculs BCL

Il ressort de la décomposition par sous-secteurs que l'administration centrale est en majeure partie responsable de la dynamique du solde des administrations publiques observée tout au long de la période considérée. Depuis 2010, année pour laquelle le solde de l'administration centrale s'est élevé à -2,4 % du PIB, le déficit a baissé graduellement, en s'améliorant de 2,0 p.p. entre 2010 et 2015, pour atteindre -0,3 % du PIB lors de la dernière année sous revue. Sur la même période, les soldes des administrations locales et de la sécurité sociale ont en revanche connu des évolutions moins prononcées et s'élèvent respectivement à 0,4 % et 1,5 % en 2015.

### 1.3.2.2 L'administration centrale

Le solde à l'équilibre observé au niveau de l'administration centrale en 2008 s'est brusquement détérioré en 2009 avec l'éclatement de la crise (cf. graphique 22). Un déficit de 2,5 % du PIB en 2009 s'est matérialisé en raison d'une forte augmentation du ratio des dépenses (+3,7 p.p.), atténuée en partie par une augmentation de moindre ampleur (+1,2 p.p.) du ratio des recettes (cf. tableau 11).

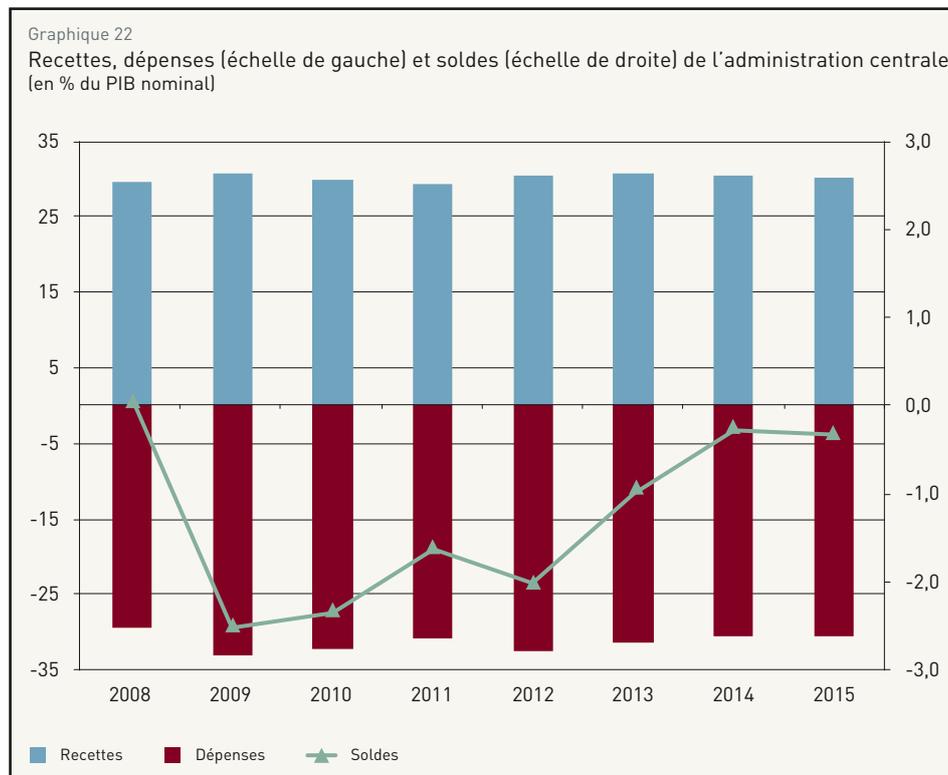
L'impact de la crise sur les recettes a pu être amorti par des mesures mises en œuvre par le gouvernement, portant essentiellement sur la fiscalité directe à charge des personnes physiques et des personnes morales (hausse de l'impôt de solidarité en 2011 et 2013, ajouts de tranches à 39 % en 2011 et 40 % en 2013 dans le barème d'imposition des personnes physiques, introduction de l'impôt d'équilibrage

35 Les administrations publiques sont composées de l'administration centrale, des administrations locales et de la sécurité sociale.

budgétaire temporaire en 2015, ...). Il en résulte que, par rapport à 2010, le ratio des recettes a augmenté de 0,2 p.p. pour atteindre 30,3 % du PIB en 2015, chiffre relativement stable depuis 2012.

L'impact du côté des dépenses a en revanche été plus marqué, en particulier en 2009, 2010 et 2012. Depuis 2013, le ratio des dépenses a diminué chaque année (en particulier en 2013 et 2014) pour s'établir à 30,6 % du PIB en 2015, soit un niveau inférieur à celui observé en 2010 (écart de -1,8 p.p.), mais qui reste supérieur à celui d'avant-crise.

L'évolution du solde, en amélioration depuis 2010 (à l'exception de 2012), peut donc s'expliquer en majeure partie par l'évolution des dépenses en proportion du PIB. Il est toutefois essentiel que la tendance à la baisse du ratio des dépenses se poursuive pour les années à venir, notamment en vue des baisses futures des recettes à prévoir (réforme fiscale en 2017, disparition complète des recettes de TVA liées au commerce électronique en 2019, initiative BEPS de l'OCDE et initiative ACCIS de la Commission européenne, ...).



Sources : STATEC, calculs BCL

Tableau 11 :

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

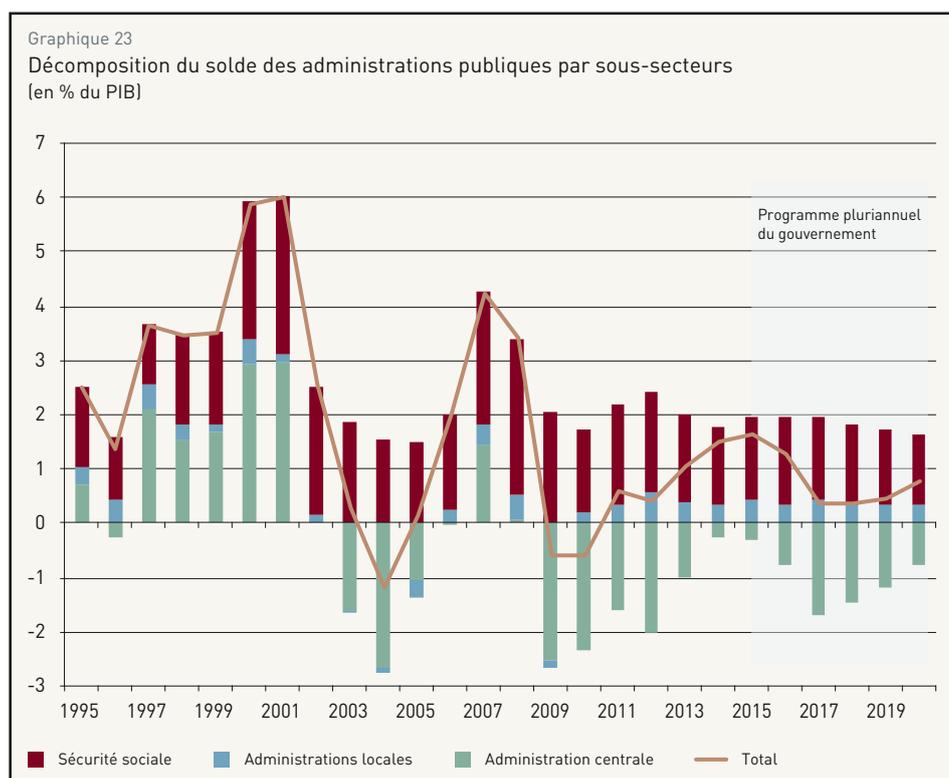
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	DIFFÉRENCE 2015-2010
Recettes	29,5	30,7	30,0	29,4	30,5	30,7	30,4	30,3	0,2
Dépenses	29,5	33,2	32,4	31,0	32,6	31,7	30,7	30,6	-1,8
Solde	0,0	-2,5	-2,4	-1,6	-2,0	-1,0	-0,3	-0,3	2,0

Source : STATEC

L'année 2015 offre une situation très proche de celle de l'année 2014. D'une part, le ratio des recettes est resté globalement stable (30,3 % du PIB en 2015), malgré des impacts négatifs pour certaines recettes en 2015 (en particulier les recettes de TVA issues du commerce électronique, en forte diminution depuis le début de l'année 2015 en raison d'un changement législatif<sup>36</sup>). Cette relative stabilité a été rendue possible par l'introduction en 2015 de mesures visant à atténuer ces pertes, parmi lesquelles l'augmentation de tous les taux de TVA de 2 p.p. (à l'exception du taux super-réduit) et l'introduction de l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire de 0,5 %, mesures qui, selon les chiffres présentés

36 Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2015, le Luxembourg ne peut garder que 30 % des recettes provenant du commerce électronique en rapport avec des consommateurs non résidents. A partir de 2017, ce ratio tombera à 15 % et en 2019, toutes ces recettes seront perdues.

par le gouvernement, ont rapporté respectivement 206 et 84 millions d'euros en 2015. Au niveau des dépenses, alors qu'une tendance baissière était observée depuis 2012, le ratio pour 2015 a été globalement stable par rapport à 2014. L'incidence financière des 258 mesures du « Paquet pour l'avenir », ayant trait majoritairement aux dépenses, s'est élevée à +183 millions d'euros en 2015 selon les données gouvernementales.



Sources : STATEC, projet de budget 2017, programmation pluriannuelle 2016-2020, calculs BCL

Le graphique 23 et le tableau 12 permettent également de constater que d'importants déficits ont été enregistrés par l'administration centrale pour 2009 et les années suivantes. Ceux-ci ont d'abord été responsables d'un solde négatif pour les administrations publiques prises dans leur ensemble (années 2009 et 2010) et ont ensuite été plus que compensés par les soldes positifs des administrations locales et de la sécurité sociale à partir de 2011. Les soldes positifs pour les administrations publiques qui en ont résulté donnent néanmoins une image faussement positive des finances publiques, comme cela a déjà souligné à maintes reprises dans les précédents avis de la BCL. En effet, ces excédents masquent en réalité des problèmes structurels importants : d'une part, les surplus substantiels dégagés par

la sécurité sociale ne viennent pas directement compenser les déficits de l'administration centrale, mais servent à alimenter le Fonds de compensation, dont l'objectif est de constituer une réserve en vue du financement futur des pensions. C'est la raison pour laquelle les déficits de l'administration centrale ont été responsables de l'augmentation de la dette publique observée ces dernières années, qui est passée de 15,1 % du PIB en 2008 à 22,1 % du PIB en 2015. D'autre part, à politique inchangée, ces surplus seront amenés à disparaître progressivement, en raison de la hausse des coûts futurs liés au vieillissement de la population. Il est donc essentiel de viser un retour à l'équilibre du solde de l'administration centrale afin de permettre une évolution soutenable des finances publiques luxembourgeoises.

Tableau 12 :

Évolution des soldes des administrations publiques, 2008-2020 (en % du PIB nominal)

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

Sources : STATEC, projet de budget 2017, programmation pluriannuelle 2016-2020, calculs BCL

\*Projections incluses dans la programmation pluriannuelle 2016-2020.

### 1.3.3 La situation budgétaire : revue de l'année 2015

Pour l'année 2015, l'excédent de 1,6 % du PIB présenté dans la notification d'octobre 2016 est plus favorable que celui de 1,3 % prévu dans la 17<sup>ème</sup> actualisation du Programme de Stabilité publiée par le gouvernement en avril 2016 et que celui de 1,2 % inclus dans la notification d'avril 2016. Cette amélioration du solde entre avril et octobre semble être attribuable à une révision à la hausse des recettes d'une ampleur plus importante que la révision à la hausse observée des dépenses.

L'excédent de 1,6 % observé pour 2015 est en outre nettement plus favorable que celui de seulement 0,1 % du PIB prévu par le gouvernement dans sa programmation pluriannuelle adoptée en décembre 2015. Cet écart est pour l'essentiel attribuable à l'administration centrale, qui affiche un déficit de 0,3 % du PIB dans la notification d'octobre au lieu d'un déficit de 1,4 % du PIB prévu dans le budget 2016. La différence trouve son origine à la fois du côté des recettes et des dépenses et résulte, d'une part, d'un effet de base lié à la révision des données pour l'année 2014, et d'autre part de divergences dans les taux de croissance pour certains postes budgétaires entre 2014 et 2015.

Du côté des recettes, les impôts sur la production et les importations, de même que les autres transferts courants, ont été plus importants qu'anticipé par le gouvernement. Alors que le budget 2016 tablait sur une croissance annuelle de 3,1 % des recettes de l'administration centrale, la notification d'octobre 2016 fait état d'une croissance de 3,3 %. Du côté des dépenses, la consommation intermédiaire, la rémunération des salariés ainsi que les investissements indirects ont été sensiblement moins importants que prévus par le gouvernement ; *a contrario*, les investissements directs ont connu une évolution plus importante. Il en résulte une croissance des dépenses de 3,5 % entre 2014 et 2015, sensiblement moins importante que la croissance de 6,2 % anticipée dans le budget de 2016.

Dans son avis sur le projet de budget 2016, publié en décembre 2015, la BCL avait déjà insisté sur le caractère peu réaliste d'une prévision de 0,1 % pour le solde des administrations publiques en 2015. Il était en effet surprenant de constater que ce chiffre était resté inchangé par rapport à celui inclus dans la 16<sup>ème</sup> actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg publiée en avril 2015, alors qu'entre-temps l'excédent des administrations publiques pour l'année 2014 avait été nettement revu à la hausse à concurrence de 0,8 p.p. Le gouvernement semblait donc à l'époque considérer que cette révision du solde pour 2014 était due à des facteurs purement transitoires, sans impact pour l'année 2015. Pourtant, les données mensuelles ayant trait aux recettes et aux dépenses de l'administration centrale (en base « caisse ») disponibles au moment de l'élaboration du projet de budget 2016 ne laissaient nullement entrevoir une telle dégradation de l'excédent.

Il ressort de la notification d'octobre 2016 que les recettes de l'administration centrale ont connu pour l'année 2015 un taux de croissance en ligne avec l'estimation du gouvernement. En revanche, le taux de croissance observé pour les dépenses (3,5 %) s'est révélé être nettement inférieur à celui anticipé dans le budget 2016 (6,2 %). Force est donc de constater que l'estimation faite pour l'année 2015 dans le budget 2016 était particulièrement pessimiste, ce qui n'a pas manqué d'avoir également un impact à la baisse sur les prévisions incluses dans la programmation pluriannuelle du gouvernement pour les années ultérieures.

### 1.3.4 La situation budgétaire : premières estimations pour l'administration centrale en 2016

Le solde de l'administration centrale prévu pour 2016 par le gouvernement dans son projet de budget 2017 s'élève à -0,8 % du PIB. Cette prévision est identique à celle incluse dans le Programme de Stabilité d'avril 2016 et est plus favorable que celle contenue dans le projet de budget d'octobre 2015 (-1,2 % du PIB).



Selon les dernières données en base caisse publiées par le gouvernement, le solde de l'administration centrale pour 2016 pourrait être meilleur qu'anticipé. Les données relatives aux six premiers mois de l'année indiquent en effet une croissance de 4,1 % pour les dépenses et de 5,4 % pour les recettes par rapport à la période correspondante de 2015. Si cette tendance devait se poursuivre sur le reste de l'année, le déficit de l'administration centrale serait inférieur à celui projeté par le gouvernement dans son projet de budget (-0,8 %) et se rapprocherait davantage de celui projeté par le BCL (-0,2 %, voir partie 4). Il est toutefois important de rappeler que les données en base caisse doivent être interprétées avec prudence lorsqu'elles sont utilisées pour estimer le solde projeté pour une année prise dans sa totalité<sup>37</sup>.

<sup>37</sup> Des divergences entre les données en base caisse et les données définitives de comptabilité nationale peuvent notamment résulter de méthodes de comptabilité différentes: alors que les données en base caisse sont calculées selon la « méthode des paiements », les données de comptabilité nationale en SEC2010 le sont selon le « principe des droits constatés » (voir à ce sujet la partie 1.3.1). De plus, le nombre de transactions se rapportant à l'année en cours mais effectuées lors des premiers mois de l'année suivante est plus important du côté des dépenses que des recettes.

## 2 LES GRANDES LIGNES DU PROJET DE BUDGET 2017

### 2.1 LA PRÉSENTATION GLOBALE DU PROJET DE BUDGET

Le tableau 13 présente les grandes lignes du projet de budget 2017 et compare ces dernières aux projections incluses dans la 17<sup>ème</sup> actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg publié le 29 avril 2016 ainsi que dans le projet de budget 2016 déposé à la Chambre des députés en octobre 2015.

Tableau 13 :

#### Projet de budget pour l'année 2017

	NOTE	ADMINISTRATION CENTRALE		ADMINISTRATIONS PUBLIQUES	
		EN MIO D'EUROS	EN % DU PIB	EN MIO D'EUROS	EN % DU PIB
Recettes projet de budget 2017	1	16 916	29,7	X	42,0
Dépenses projet de budget 2017	2	17 899	31,4	X	41,7
<b>Solde projet de budget</b>	<b>3=1-2</b>	<b>-983</b>	<b>-1,7</b>	<b>153</b>	<b>0,3</b>
Recettes PSC avril 2016	4	X	X	23 594	40,6
Dépenses PSC avril 2016	5	X	X	23 573	40,6
<b>Solde PSC avril 2016</b>	<b>6=4-5</b>	<b>-993</b>	<b>-1,7</b>	<b>21</b>	<b>0,0</b>
Différences entre PSC avril 2016 et Projet de budget 2017	7=3-6	10	0	132	0,3
Recettes pour 2017 de la programmation pluriannuelle 2015-2019	8	16642	30,4	X	X
Dépenses pour 2017 de la programmation pluriannuelle 2015-2019	9	17353	31,7	X	X
<b>Solde pour 2017 de la programmation pluriannuelle 2015-2019</b>	<b>10 = 8-9</b>	<b>-711</b>	<b>-1,3</b>	<b>246</b>	<b>0,5</b>
Différences entre Projet de budget 2017 et programmation pluriannuelle 2015-2019	11=3-10	-273	-0,4	-94	-0,2

Remarque : Les « x » représentent des données non disponibles dans les documents.

Sources : *Projet de budget 2017, Programme de Stabilité 2016, programmation pluriannuelle 2015-2019, projet de budget 2017 envoyé à la Commission européenne, calculs BCL*

Selon le projet de budget 2017, les recettes de l'administration centrale pour l'année 2017 s'élèveraient à 16 916 millions d'euros (29,7 % du PIB) et les dépenses à 17 899 millions d'euros (31,4 % du PIB). Il en résulterait un déficit de 983 millions d'euros, soit 1,7 % du PIB.

Il ressort du tableau 13 que les soldes au niveau de l'administration centrale présentés dans le projet de budget 2017 et dans le Programme de Stabilité d'avril 2016 sont très proches, voire identiques (-1,7 % du PIB) et que ceux au niveau des administrations publiques diffèrent légèrement (respectivement 0,3 % et 0,0 % du PIB). Pour ces derniers, l'écart s'explique par une révision à la hausse des recettes de 1,4 p.p. couplée à une révision à la hausse des dépenses de 1,1 p.p..

En ce qui concerne la comparaison avec la programmation pluriannuelle 2015-2019, les soldes présentés en octobre 2015 pour l'année 2017 étaient plus favorables que ceux introduits dans le projet de budget 2017, tant au niveau de l'administration centrale (-1,3 % du PIB contre -1,7 % dans le projet de budget 2017), que des administrations publiques (0,5 % du PIB contre 0,3 % dans le projet de budget 2017). Cette divergence vient principalement du côté des recettes, estimées à 30,4 % du PIB dans la programmation pluriannuelle 2015-2019 et à 29,7 % du PIB dans le projet de budget 2017, soit une diminution de 0,7 % du PIB. Celle-ci découle notamment du fait que le coût de la réforme fiscale n'était pas pris en compte dans la programmation pluriannuelle 2015-2019, celui-ci étant estimé dans le projet de budget 2017 à 373,2 millions d'euros pour 2017 (soit environ 0,7 % du PIB).



Au niveau de l'administration centrale, les projections du projet de budget 2017 et celles du Programme de Stabilité d'avril 2016 sont très proches (ainsi, le solde exprimé en pourcentage du PIB est égal à -1,7 % dans les deux cas), ce qui n'est *a priori* pas surprenant, étant donné qu'aucune nouvelle mesure n'a été annoncée dans le projet de budget 2017, ni pour les recettes, ni pour les dépenses. Les principales mesures discrétionnaires sur la période 2015-2018 avaient été présentées par le gouvernement en automne 2014 et mises en œuvre avec le budget 2015. Pour rappel, il s'agit 1) du rehaussement de 2 p.p. de tous les taux de TVA à l'exception du taux super-réduit (de 3 %), 2) de l'introduction de l'impôt d'équilibre budgétaire temporaire de 0,5 % sur le revenu des personnes physiques et 3) du « Paquet pour l'Avenir » constitué d'un ensemble de 258 mesures portant principalement sur le volet des dépenses. En outre, les premières informations concernant la réforme fiscale ainsi que le coût budgétaire associé ont été présentés les 29 février et 21 avril 2016. L'impact budgétaire a donc pu être pris en compte dans l'élaboration des prévisions du Programme de Stabilité d'avril 2016. Ce coût budgétaire est resté inchangé dans le projet de loi de la réforme, déposé le 26 juillet 2016 à la Chambre des Députés. Au niveau des administrations publiques, on constate un écart de 0,3 p.p. au niveau du solde, ainsi que des écarts plus importants pour les niveaux des recettes et des dépenses exprimées en pourcentage du PIB (les montants nominaux n'étant pas disponibles dans le projet de budget 2017). La BCL aurait souhaité qu'une explication soit donnée par le gouvernement sur ces écarts. De plus, aucune indication sur le montant des recettes et des dépenses pour les administrations publiques prises dans leur ensemble n'est fournie dans le projet de budget 2017 ou dans la programmation pluriannuelle 2016-2020 déposés par le gouvernement à la Chambre des Députés en date du 12 octobre 2016. Ces montants se retrouvent uniquement dans le plan budgétaire du Luxembourg pour 2017, envoyé à la Commission le 14 octobre 2016. En outre, seuls les montants exprimés en pourcentage du PIB sont présentés, les montants en millions d'euros demeurant indisponibles. Bien qu'il soit possible d'inférer les montants nominaux en partant des montants exprimés en pourcentage du PIB, le résultat ne peut être qu'approximatif. Ce manque de transparence s'explique vraisemblablement par l'absence de données relatives aux communes, une absence déjà mise en évidence par la BCL dans ses avis sur les projets de budget 2015 et 2016. Force est donc de constater que le gouvernement ne soit toujours pas en mesure de procéder à une estimation des recettes et des dépenses des administrations locales, ce qui contribue à affecter la validité des soldes projetés pour les administrations publiques dans leur ensemble.

Le tableau 14 présente les évolutions prévisionnelles, telles que présentées dans le projet de budget 2017 et dans le programme pluriannuel 2016-2020, des recettes et des dépenses ainsi que des soldes des administrations publiques et de l'administration centrale. Il ressort de ce tableau que les taux de croissance des recettes de l'administration centrale prévus par le gouvernement sur la période 2016-2020 (croissance moyenne de 4,1 %) sont inférieurs aux moyennes historiques (moyenne de 5,4 % calculée sur la période 2000-2015, ou 5,7 % calculée sur la période 2010-2015). A première vue, les prévisions du gouvernement peuvent donc paraître relativement prudentes, d'autant plus que la croissance projetée du PIB nominal sur la période considérée (croissance moyenne d'environ 5,6 %) est en ligne avec les moyennes historiques (moyenne de 5,4 % calculée sur la période 2000-2015, ou 5,9 % calculée sur la période 2010-2015).

De plus, il y a lieu de souligner que le taux de croissance des recettes en 2017 de 5,4 % est amplifié par la prise en compte au niveau du fonds communal de dotation financière (FCDF) d'une partie importante de l'impôt commercial communal (ICC), qui revenait aux communes jusqu'en 2016. En faisant abstraction de ce nouveau mécanisme comptable, le projet de budget renseigne une croissance de +3,1 % des recettes pour l'année 2017.

Cependant, des baisses de recettes pour l'administration centrale sont à prévoir dans les années à venir, engendrées notamment par une perte additionnelle des recettes de TVA sur le commerce électronique en 2017 et 2019, ainsi que par la réforme fiscale qui sera mise en œuvre en 2017 et 2018. De plus, il y a lieu de relever que l'estimation du coût budgétaire de la réforme fiscale effectuée par

le gouvernement diverge sensiblement des estimations réalisées par la BCL (voir chapitre 2.2.7). Au final, les recettes de l'administration centrale projetées par le gouvernement pour la période considérée, malgré des taux de croissance inférieurs aux moyennes historiques, peuvent paraître optimistes compte tenu des éléments mis en lumière ci-dessus.

Tableau 14 :

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

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Administration centrale</b>						
Total des recettes	15 495	16 046	16 916	17 503	18 168	18 988
Taux de croissance		3,6	5,4	3,5	3,8	4,5
Total des dépenses	15 670	16 453	17 899	18 447	18 973	19 558
Taux de croissance		5,0	8,8	3,4	2,9	3,1
<b>Solde</b>	<b>-176</b>	<b>-408</b>	<b>-983</b>	<b>-944</b>	<b>-806</b>	<b>-571</b>
<b>Administrations publiques</b>						
Total des recettes	22 369					
Taux de croissance						
Total des dépenses	21 573					
Taux de croissance						
<b>Solde</b>	<b>796</b>	<b>623</b>	<b>153</b>	<b>172</b>	<b>276</b>	<b>475</b>

Sources : *Projet de budget 2017, programmation pluriannuelle 2016-2020*

En ce qui concerne les taux de croissance projetés des dépenses (croissance moyenne de 4,5 % sur la période 2016-2020), ceux-ci sont également inférieurs aux moyennes historiques (moyenne de 6,2 % calculée sur la période 2015-2000 ou 4,5 % calculée sur la période 2015-2010). Tout comme pour les recettes, le chiffre des dépenses projeté pour l'année 2017 est amplifié du même montant en raison du changement comptable au niveau de l'ICC (une projection de 5,1 % du PIB est indiquée dans la programmation pluriannuelle en faisant abstraction de cet effet). Le scénario macroéconomique sous-jacent aux projections de finances publiques inclus dans la programmation pluriannuelle 2016-2020 fait état d'une croissance annuelle moyenne du PIB nominal de 5,6 % pour la période 2016-2020. Compte tenu de cette évolution macro-économique anticipée, il y a lieu de se demander s'il ne conviendrait pas de relever à la hausse la projection des dépenses de l'administration centrale pour la même période.

Par rapport à la programmation pluriannuelle présentée l'année passée et couvrant la période 2015-2019, la croissance des recettes a été revue légèrement à la baisse en moyenne pour la période 2017-2019. Cette baisse résulte notamment du projet de loi relatif à la réforme fiscale, qui sera mise en œuvre en 2017 et 2018 et qui aura une influence à la baisse sur le niveau des recettes de l'administration centrale à partir de 2017. Par contre, le changement comptable au niveau de l'ICC fait gonfler le niveau des recettes (et des dépenses, de manière équivalente) à partir de 2017. La révision à la baisse des recettes serait donc plus importante en faisant abstraction de cet effet. En ce qui concerne les dépenses, un écart important marque l'année 2017, pour laquelle la projection du taux de croissance est passée de 5,4 % à 8,8 %, sous l'influence notamment du changement comptable relatif à l'ICC. Pour 2018, la croissance anticipée des dépenses est restée quasiment identique, tandis que celle pour 2019 a été revue légèrement à la baisse.

Le tableau 15 illustre l'évolution des recettes, des dépenses et des soldes de l'administration centrale en pourcentages du PIB. Il en ressort que le solde de l'administration centrale passerait de - 0,3 % en 2015 à - 0,8 % du PIB en 2020, soit une dégradation de 0,5 p.p..

Tableau 15 :

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

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	DIFFÉRENCE 2015-2020
Recettes	30,3	30,1	29,7	28,7	28,2	28,2	-2,1
Dépenses	30,6	30,8	31,4	30,3	29,4	29,0	-1,6
Solde	-0,3	-0,8	-1,7	-1,5	-1,2	-0,8	-0,5

Sources : programmation pluriannuelle 2016-2020, calculs BCL

Le ratio des recettes chuterait de 30,3 % à 28,2 % du PIB (-2,1 p.p.) entre 2015 et 2020. Cette forte diminution résulte notamment de la perte des recettes de TVA sur le commerce électronique, amenées à disparaître complètement d'ici 2019<sup>38</sup>, ainsi que de la mise en œuvre de la réforme fiscale, qui ferait chuter le ratio des recettes à 29,7% du PIB en 2017. Cette diminution est partiellement compensée par le changement comptable relatif à l'ICC, ayant pour effet d'augmenter les recettes de l'administration centrale. En faisant abstraction de ce mécanisme comptable, chiffré par le gouvernement à 604 millions d'euros ou 1,1 % du PIB en 2017, la chute du ratio des recettes serait encore plus importante.

Du côté des dépenses, le ratio passerait de 30,6 % en 2015 à 31,4 % du PIB en 2017, puis diminuerait ensuite progressivement pour atteindre 29,0 % en 2020 (soit une baisse de 1,6 p.p. par rapport à 2015). Si un tel frein à la dynamique des dépenses publiques à partir de 2017 est certes à saluer, force est cependant de constater que la chute du ratio des dépenses reste moins importante que celle prévue du côté des recettes entre 2015 et 2020. Tout comme pour les recettes, en faisant abstraction du changement de calcul pour l'ICC, la chute du ratio des dépenses serait plus importante.

Avec une diminution du ratio des recettes et une augmentation de celui des dépenses, le solde de l'administration centrale se dégraderait en 2016 et, de manière plus importante, en 2017, passant de -0,3 % en 2015 à -1,7 % du PIB en 2017. Pour le reste de la période, le déficit diminuerait progressivement, sous l'effet d'une diminution plus importante du ratio des dépenses que de celui des recettes. Le solde s'élèverait alors à -0,8 % du PIB en 2020, soit une différence de -0,5 p.p. par rapport à 2015. Dans ce contexte, il paraît difficile de renverser la tendance à l'augmentation de la dette publique, étant donné que les déficits récurrents de l'administration centrale devront être financés par l'émission de dette.

La programmation financière pluriannuelle présente aussi une version actualisée<sup>39</sup> de l'incidence financière du paquet de consolidation, qui comprend les mesures du « Paquet pour l'avenir », la hausse des taux de TVA en 2015 et l'introduction de l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire (IEBT). Le tableau 16 reprend l'évolution de l'impact budgétaire cumulé de ce paquet de consolidation, depuis sa présentation dans le projet de budget 2015 jusqu'aux dernières estimations de septembre 2016.

38 Voir la note en bas de page 36.

39 Cette actualisation a été publiée par le ministère des Finances le 8 septembre 2016 en réponse à des questions parlementaires.

Tableau 16 :

**Évolution de l'impact cumulé des mesures du paquet de consolidation (en millions d'euros)**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	<b>Impact du paquet de consolidation – Projet de budget 2015 (octobre 2014)</b>					
	561	868	977	1061		
2	dont impact du paquet pour l'avenir					
	192	369	451	510		
3	<b>Impact du paquet de consolidation – budget 2015 voté (décembre 2014)</b>					
	<b>501</b>	<b>796</b>	<b>913</b>	<b>1008</b>		
4	dont impact du paquet pour l'avenir					
	173	327	409	468		
5	<b>Impact du paquet de consolidation – PSC 2015 (avril 2015)</b>					
	512	765	920	970	1005	
6	<b>Impact du paquet de consolidation – projet de budget 2016 (octobre 2015)</b>					
	<b>383</b>	<b>585</b>	<b>723</b>	<b>809</b>	<b>842</b>	
7	dont impact du paquet pour l'avenir					
	162	297	368	436	450	
8	<b>Impact du paquet de consolidation – projet de budget 2017 (octobre 2016)</b>					
	<b>473</b>	<b>630</b>	<b>597</b>	<b>704</b>	<b>742</b>	<b>796</b>
9	dont impact du paquet pour l'avenir					
	183	227	265	369	397	451
10=6-3	<b>Paquet de consolidation : différence entre budget voté 2015 et projet de budget 2016</b>					
	-118	-211	-190	-199		
11=7-4	dont différence Paquet pour l'avenir					
	-11	-30	-41	-31		
12=8-6	<b>Paquet de consolidation : différence entre projet de budget 2016 et projet de budget 2017</b>					
	<b>90</b>	<b>45</b>	<b>-126</b>	<b>-105</b>	<b>-100</b>	
13=9-7	dont différence Paquet pour l'avenir					
	22	-70	-103	-67	-53	
14=8-3	<b>Paquet de consolidation : différence entre budget voté 2015 et projet de budget 2017</b>					
	<b>-28</b>	<b>-166</b>	<b>-316</b>	<b>-304</b>		
15=9-4	dont différence paquet pour l'avenir					
	10	-100	-144	-99		

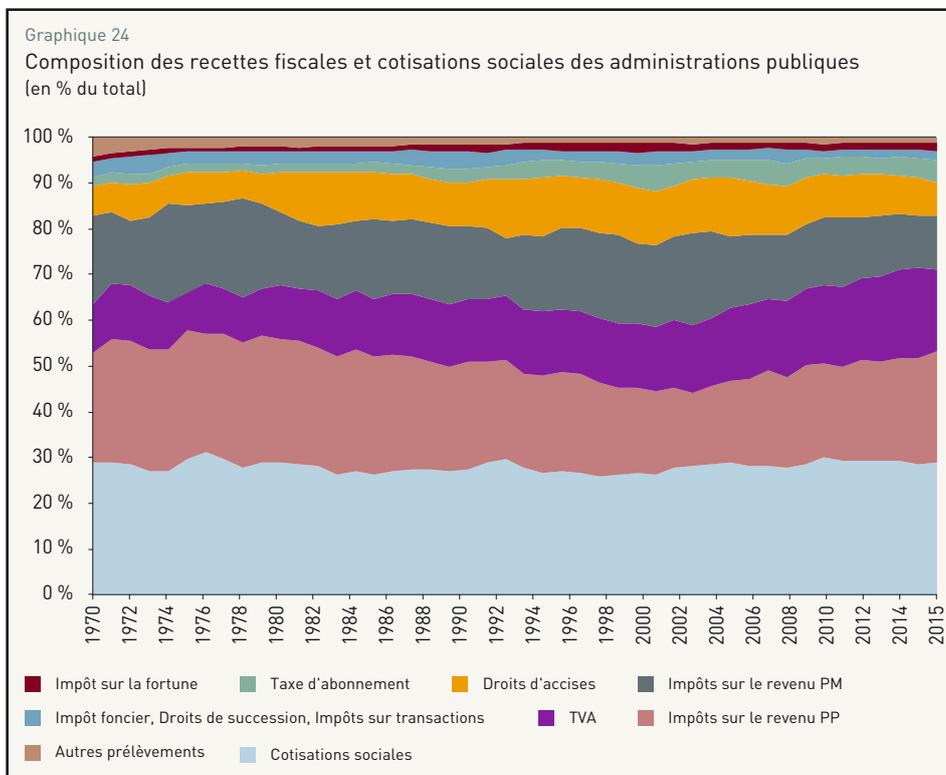
Sources : *Projet de budget 2017, PSC 2015, budget 2015, projet de budget 2015, projet de budget 2016, calculs BCL*

Il ressort du tableau 16 que l'impact du paquet de consolidation a été revu successivement à la baisse entre les premières estimations incluses dans le projet de budget 2015 (octobre 2014) et celles présentées dans le projet de budget 2016 (octobre 2015). Il ressort de la dernière actualisation de l'impact, datant de septembre 2016, que les estimations de leur incidence pour 2015 et 2016 ont été revues à la hausse, de respectivement 90 et 45 millions d'euros par rapport au projet de budget 2016 (ligne 12 du tableau). Pour les années 2017 à 2019, l'impact cumulé est par contre revu à la baisse, notamment sous l'influence de l'abolition de l'IEBT.

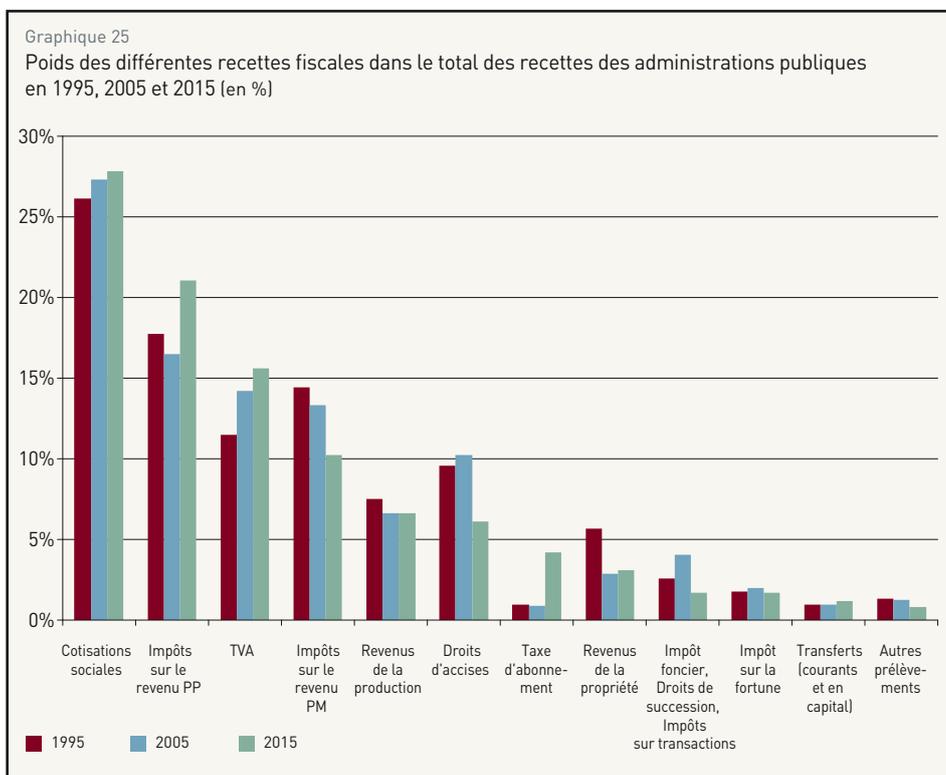
La révision par rapport aux premières estimations faites dans le budget 2015 est non négligeable : la différence s'élèverait à 316 millions d'euros en 2017 et 304 millions d'euros en 2018 (ligne 14 du tableau 16). En considérant l'impact final cumulé du paquet de consolidation, qui ne se matérialisera qu'en 2020 en raison du décalage dans le temps de la mise en œuvre de certaines mesures, la différence s'élèverait à 212 millions d'euros<sup>40</sup> par rapport à l'estimation faite dans le budget 2015. S'il est certes regrettable de constater que l'impact du paquet ait été fortement revu à la baisse depuis sa présentation, la fourniture d'une estimation détaillée de l'incidence financière des 258 mesures du Paquet pour l'avenir par l'inspection générale des finances est à apprécier.

40 1008 – 796 = 212 millions d'euros

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



Source : STATEC



Sources : STATEC, calculs BCL

Avant d'aborder une série de points spécifiques particulièrement importants, le graphique suivant montre la répartition des recettes et des cotisations sociales des administrations publiques. Le graphique 24 montre que la part des cotisations sociales s'est établie en 2015 à 29 % du total des recettes fiscales et des cotisations sociales, donc proche des niveaux des années précédentes. La part de la TVA dans les recettes fiscales et parafiscales totales a nettement progressé au cours des années récentes pour atteindre 20 % en 2014. Cette part s'est réduite sensiblement en 2015 en raison de la baisse des recettes de TVA issues du commerce électronique.

Le graphique indique également que les recettes provenant de l'impôt sur les personnes physiques et de l'impôt sur les personnes morales ont représenté respectivement 24 % et 12 % des recettes fiscales et parafiscales totales en 2015. La part payée par les personnes morales s'est maintenue à un niveau bas par rapport à ceux observés sur la période antérieure. La part payée par les personnes physiques a été en hausse depuis 2002 et s'est située récemment aux alentours des niveaux observés vers le début des années 90, niveau qui reste inférieur à ceux observés lors des années 70.

Le graphique 25 montre le poids des recettes fiscales et des cotisations sociales dans les recettes totales des administrations publiques. Il ressort de ce graphique

que les cotisations sociales<sup>41</sup>, les impôts sur le revenu et les impôts indirects<sup>42</sup> représentent la majorité des recettes totales.

Le Luxembourg n'est pas le seul pays à entreprendre des modifications de son système fiscal comme l'indique le tableau 17<sup>43</sup>. Globalement, ce tableau suggère que ces réformes visent à diminuer l'imposition du travail et des sociétés tout en augmentant les taxes liées à la consommation et à l'environnement. Le rapport de l'OCDE<sup>44</sup>, dont le tableau est extrait, indique également que ces réformes ne sont pas toutes budgétairement neutres, ce qui soulève donc des inquiétudes quant à leur soutenabilité. Dans un contexte d'exigences internationales grandissantes, les adaptations des systèmes fiscaux devraient se poursuivre dans les années à venir. Face à ces défis, il serait opportun pour le Luxembourg de démarrer une réflexion sur une stratégie fiscale globale.

Tableau 17 :

**Effets estimés sur les recettes des réformes fiscales implémentées, légiférées et annoncées en 2015**

DIMINUTION DES RECETTES		AUGMENTATION DES RECETTES
AUT, BEL, CZE, DEU, ESP, EST, HUN, IRL, ISL, MEX, NLD, NOR, SVK, TUR, USA	Impôt sur le revenu des personnes physiques	AUS, CHE, SWE
BEL, CHE, EST, HUN, ITA, SVK, USA	Cotisations sociales et taxes sur le salaire	ISR, LUX, SWE
AUS, CAN, ESP, EST, FRA, IRL, ISR, ITA, NLD, NOR, POL, SVN, TUR, USA	Impôt sur le revenu des sociétés	AUT, BEL, CHL, GBR, GRC, HUN, KOR
CZE, HUN, ISL, ISR, SVK, TUR	TVA	AUS, AUT, BEL, EST, LUX, GRC, NOR, NZL, POL, SVN, SWE
ISL	Droits d'accises hors énergie	BEL, CZE, EST, GRC, HUN, IRL, LUX, NLD, NZL, NOR, PRT, SVK, SWE, TUR
DNK	Taxes environnementales	BEL, EST, FRA, FIN, GBR, NLD, NZL, PRT, SWE
GBR, IRL, ITA, NLD, NOR	Taxes sur la propriété	AUT, FIN, ISR

Sources : OCDE

La partie qui suit ne constitue pas une analyse exhaustive de toutes les recettes des administrations publiques luxembourgeoises, mais se concentre sur des recettes particulièrement importantes.

### 2.2.1 La taxe d'abonnement

Selon le projet de budget pour l'année 2017, les recettes fiscales encaissées au titre de la taxe d'abonnement représenteraient 1,8 % du PIB nominal et 7,9 % des recettes fiscales au sens de la législation sur la comptabilité de l'État. L'importance de la taxe d'abonnement s'inscrirait ainsi en hausse par rapport aux années précédentes. Selon les données de comptabilité nationale établies selon les normes SEC2010, les recettes de la taxe d'abonnement ont représenté 6,8 % des recettes fiscales et 4,8 % des recettes totales des administrations publiques en 2015 (voir le graphique 25).

41 Les cotisations sociales imputées ne sont pas prises en compte dans ce ratio.

42 Ces derniers comprenant la TVA, les accises, la taxe d'abonnement.

43 Ce tableau comprend des changements entrés en vigueur en 2015, légiférés en 2015 et entrés en vigueur en 2016, annoncés en 2015 et effectifs en 2016 ou plus tard.

44 OECD (2016), Tax Policy Reforms in the OECD.

Ces recettes sont influencées par quatre facteurs, à savoir i) un effet « structure », ii) un effet « de modification des taux (théoriques)<sup>45</sup> », iii) un effet « prix » et iv) un effet « volume ».

Les effets « structure » et « de modification des taux (théoriques) » sont intimement liés aux bases imposables et aux taux d'imposition qui varient selon le type d'assujéti<sup>46</sup>. Le tableau 18 présente les taux de la taxe d'abonnement applicables aux différents types d'assujettis.

Tableau 18 :

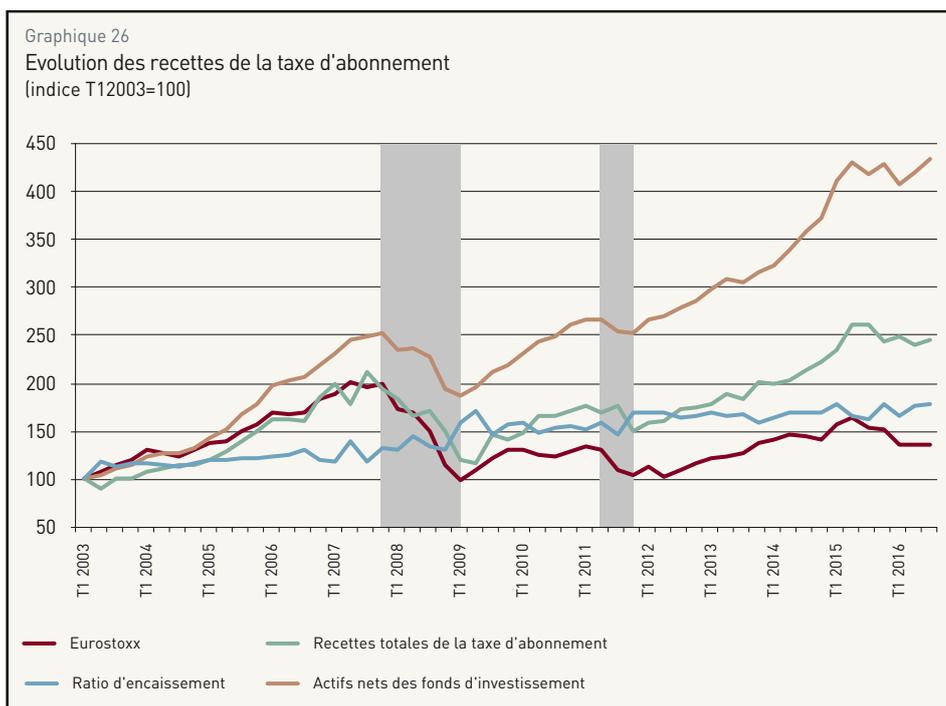
**Taux de la taxe d'abonnement**

ASSUJETTI	OPC	FIS	SPF
<b>Base imposable</b>	Actifs nets	Actifs nets	Capital social libéré ajusté
<b>Taux d'imposition (en %)</b>	0,05 / 0,01 / 0,00	0,01 / 0,00	0,25

Source : Administration de l'Enregistrement et des Domaines (AED)

Les Organismes de Placement Collectif (OPC) et les Fonds d'Investissement Spécialisés (FIS) sont les principaux contributeurs aux recettes de la taxe d'abonnement (avec une part de 98,7 % en 2015), suivis des SPF (1,2 %). Le 0,1 % restant est constitué des arriérés d'impôts dus par les anciennes sociétés Holding 1929. Les recettes de la taxe d'abonnement sont ainsi principalement fonction de la valeur nette d'inventaire<sup>47</sup> (VNI) des actifs des fonds d'investissement (OPC et FIS). Le coefficient de corrélation entre les taux de croissance de ces deux variables s'est établi à 0,93 sur la période 2008T1-2015T4. Cette valeur nette des actifs sous gestion varie en fonction des cours boursiers (effet « prix ») et des souscriptions (ou des rachats) de parts qui traduisent l'afflux (ou le reflux) de capitaux (effet « volume »). Le graphique 26 témoigne de ce lien étroit.

Ce lien étroit constitue par conséquent une source de vulnérabilité des recettes fiscales vis-à-vis des mouvements sur les marchés boursiers internationaux, qui sont à leur tour difficilement prévisibles. En conséquence, les recettes de la taxe d'abonnement ont tendance à être surestimées en période de chute des marchés financiers, le phénomène inverse se produisant en période de hausse des cours. A titre



Remarque : les zones grises montrent l'impact de deux événements majeurs qui ont touché les marchés financiers, à savoir la crise financière de 2008-2009 et la crise de la dette souveraine au tournant de l'année 2011-2012. Le ratio d'encaissement indique la valeur nette d'inventaire nécessaire pour encaisser 1 euro de recettes au titre de la taxe d'abonnement.

Sources : AED, CSSF, ministère des Finances, STATEC, calculs BCL

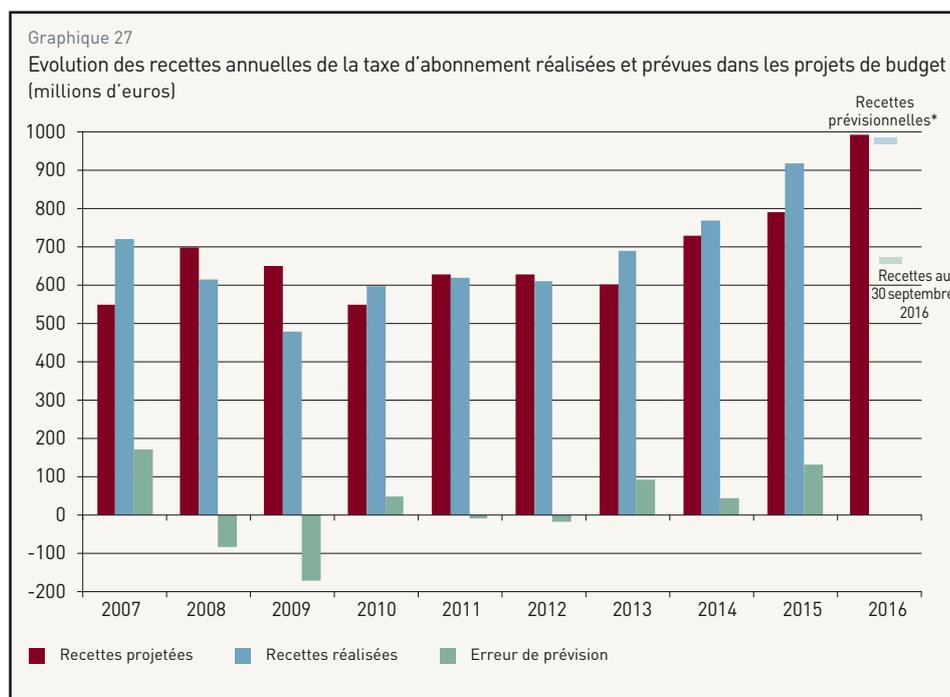
45 Taux d'imposition tels que prévus par la loi.

46 Pour plus d'informations, voir l'encadré 1 « La taxe d'abonnement : définition et caractéristiques » dans l'avis de la BCL sur le projet de budget 2016 (Bulletin BCL 2015/3, pp. 119-122).

47 Valeur de marché des actifs des fonds moins les engagements (comme p. ex. les charges ou autres dettes).

d'illustration et comme on peut le constater sur le graphique 27, alors qu'en 2007 le gouvernement avait sous-estimé les recettes de la taxe d'abonnement à hauteur d'environ € 170 millions, sur les deux années suivantes (caractérisées par une forte instabilité boursière), il les avait surestimé à hauteur de respectivement € 84 et € 171 millions (soit en moyenne l'équivalent de 25 % des recettes réalisées). Ces chiffres témoignent de l'incertitude qui entoure l'évolution des marchés financiers et donc les recettes de la taxe d'abonnement et par conséquent de l'importance d'adopter des hypothèses prudentes en la matière.

Il ressort du graphique 27 que les recettes perçues au 30 septembre 2016 se sont élevées à € 676 millions, ce qui correspond à 68 % du montant initialement prévu par le gouvernement dans le budget 2016 (€ 995 millions)<sup>48</sup>. Le montant prévu par le gouvernement pourrait par conséquent ne pas être atteint<sup>49</sup>.



Remarque : les recettes « projetées » représentent les recettes telles que prévues dans les projets de budget de l'État pour chaque année concernée. \*Les recettes « prévisionnelles » représentent les recettes prévues pour l'exercice 2016, telles que mises à jour dans le projet de budget 2017.  
Sources : Commission des Finances et du Budget (P.V. FI 02), ministère des Finances, Legilux, projet de budget 2017, calculs BCL

Tableau 19 :

Évolution annuelle des recettes de la taxe d'abonnement

	2014	2015a	2016b <sub>2016</sub>	2016c	2017c	2018p	2019p	2020p
<b>Données en base caisse</b> (en € millions)	771	919	995	995	1 047	1 067	1 099	1 132
<b>Taux de croissance annuel</b> (en %)	11	19	8	8	5	2	3	3

Note : compte provisoire (a), budget 2016 (b<sub>2016</sub>), compte prévisionnel (c), budget 2017 (b), budget pluriannuel 2016-2020 (p).  
Sources : Commission des Finances et du Budget (P.V. FI 02), ministère des Finances, Legilux, projet de budget 2017, budget pluriannuel 2016-2010, calculs BCL

En ce qui concerne le budget 2017, la recette prévue de € 1 047 millions correspond à 4,6 fois la recette du troisième trimestre 2016. Pour atteindre ce montant, la valeur nette d'inventaire des actifs devrait

48 Notons par ailleurs que le gouvernement a maintenu inchangées ses prévisions de recettes pour l'année 2016 dans le projet de budget 2017.

49 Cette surestimation des recettes pourrait cependant être entièrement compensée par une sous-estimation d'autres recettes, notamment les recettes de douanes et accises ou encore les recettes de TVA (voir les parties 2.2.2 et 2.2.3 ci-après pour plus de détails).

progresser d'environ 11 % au cours de l'année 2017 par rapport au niveau observé au troisième trimestre 2016<sup>50 51</sup>.

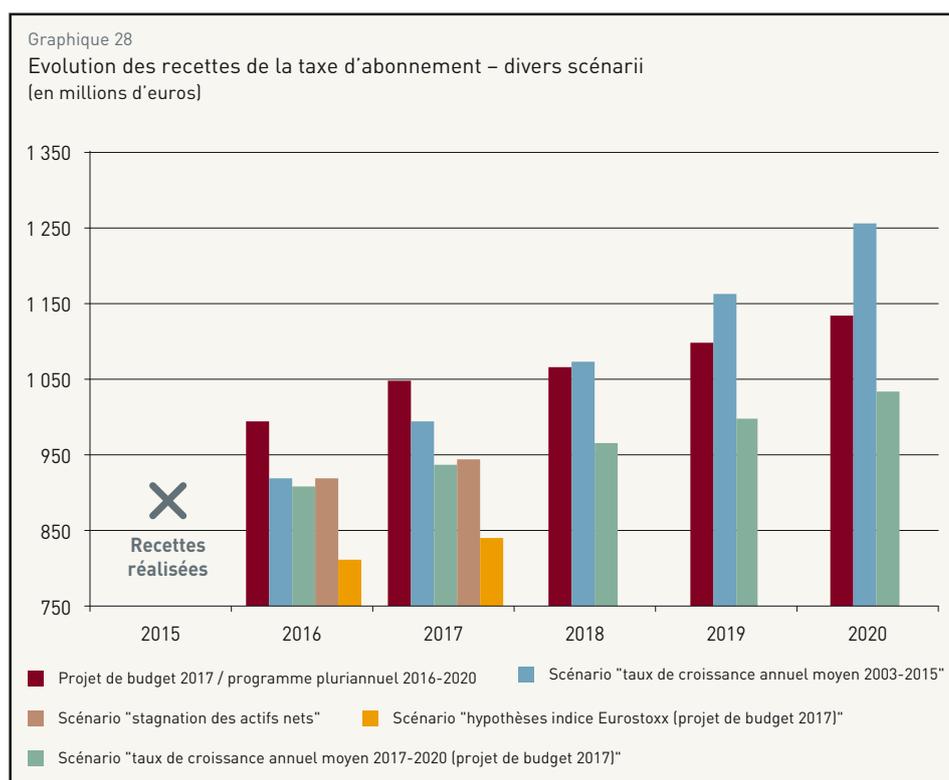
De même, par rapport au budget et au compte prévisionnel portant sur l'année 2016 (€ 995 millions), un montant de la taxe d'abonnement de € 1 047 millions en 2017 supposerait une progression de cette dernière de 5,3 % en base annuelle. Si cette progression apparaît plutôt raisonnable, il convient de rappeler que le gouvernement part d'un montant relativement élevé pour 2016. Pour atteindre ce montant de recettes en 2016, il faudrait que la valeur nette d'inventaire augmente de 21,9 % au cours des quatre

derniers mois de l'année en cours par rapport au niveau atteint en août 2016 (dernière observation disponible en ce qui concerne les actifs nets des fonds d'investissement)<sup>50</sup>. En outre, une progression de la taxe d'abonnement de 8,3 % en 2016 (et 5,3 % en 2017) va à l'encontre de ce qui pourrait être inféré des hypothèses exogènes sous-jacentes au projet de budget 2017, à savoir un recul de l'indice boursier Eurostoxx de 13 % en 2016 (et une hausse de 4 % en 2017). La prise en compte de ces hypothèses impliquerait, toutes choses égales par ailleurs<sup>50</sup>, des recettes plus faibles que celles prévues par le gouvernement pour 2016 et 2017 (barres rouges sur le graphique 28).

Pour ce qui est des années 2018 à 2020, le programme pluriannuel prévoit une forte décélération de la progression de la taxe d'abonnement

à 2,6 % en moyenne chaque année<sup>52</sup>. Si un tel scénario semble relativement prudent, il convient de rappeler que le gouvernement part, dans ses prévisions, d'un niveau de recettes relativement élevé en 2016 et 2017.

Au final, les projections du gouvernement en ce qui concerne les recettes de la taxe d'abonnement semblent quelque peu optimistes pour les années 2016 à 2020.



Sources : CSSF, ministère des Finances, projet de budget 2017, programme pluriannuel 2016-2020, calculs BCL

50 Il convient de noter qu'en ce qui concerne les actifs nets des fonds d'investissement, les données disponibles à l'heure actuelle ne font référence qu'aux huit premiers mois de l'année 2016.

51 On suppose un ratio d'encaissement identique à celui observé en 2015 et une répartition des recettes de la taxe d'abonnement (entre les différents assujettis) identique à celle enregistrée en 2015. Rappelons que le ratio d'encaissement indique la valeur nette d'inventaire nécessaire pour encaisser 1 euro de recettes au titre de la taxe d'abonnement. Il est calculé en rapportant les actifs nets sous gestion aux recettes de la taxe d'abonnement.

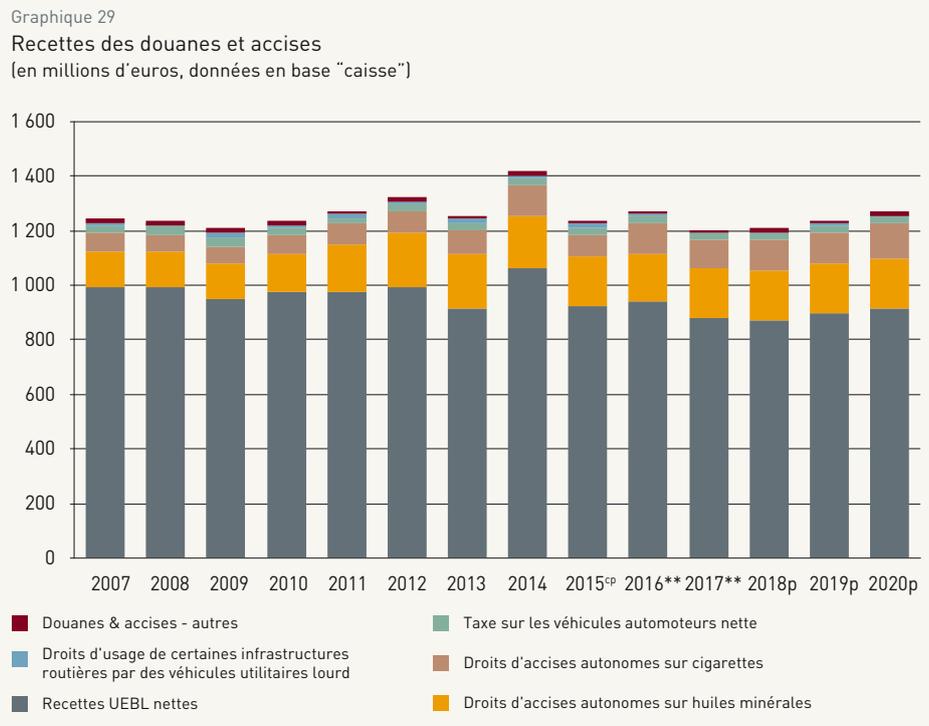
52 Le budget pluriannuel ne comprend aucune hypothèse sur l'évolution des indices boursiers.

## 2.2.2 Les recettes des douanes et accises

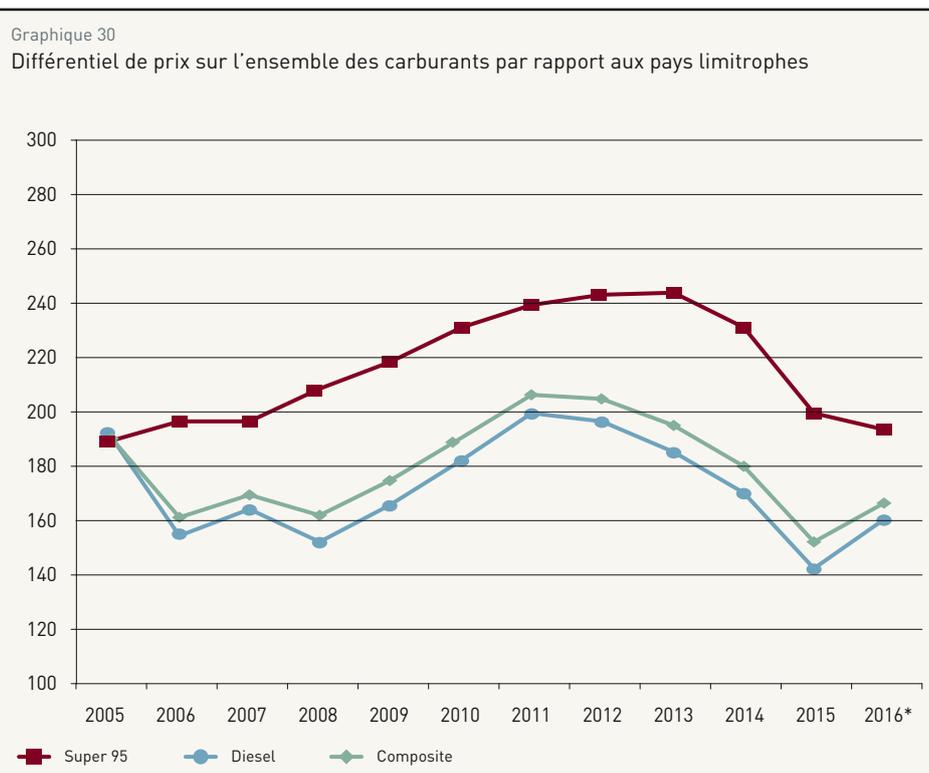
Selon le projet de budget pour l'année 2017, les recettes totales des droits d'accises représentent 9,1 % des recettes fiscales au sens de la législation sur la comptabilité de l'État. Sur la base du graphique suivant, il ressort que les recettes imputables à l'Union économique belgo-luxembourgeoise (UEBL) constituent la majorité des recettes de douanes et accises.

Les recettes budgétisées de l'UEBL s'élèvent à 882 millions d'euros en 2017, soit une baisse de 6,7 % par rapport au montant inscrit au budget de 2016 alors que le total des recettes des douanes et accises baisserait quant à lui de 5,5 %. En ce qui concerne les années suivantes, le projet de budget pluriannuel prévoit une très légère hausse des recettes totales en 2018 avant un rebond plus marqué en 2019 et en 2020 (progression de 2,4 % en moyenne sur ces deux années).

Depuis le pic observé en 2012, les recettes des douanes et accises ont globalement connu une tendance baissière (à l'exception notable de 2014) alors que, parallèlement, le différentiel de prix des carburants par rapport aux pays limitrophes diminuait lui aussi. Néanmoins, en 2016 et pour la première fois depuis 2011, ce différentiel avec les trois pays voisins agrégé via une moyenne pondérée et pour l'ensemble des carburants a progressé (voir graphique 30). Cela s'explique par le fait que la France et la Belgique ont revu à la hausse leurs taux d'accises sur le diesel et l'essence (sauf la Belgique qui a légèrement diminué les accises sur l'essence)



Source : Ministère des Finances  
Note : compte provisoire (cp), budget voté (\*), projet de budget (\*\*), prévision (p). Taxe sur les véhicules automoteurs nette = Taxe sur les véhicules automoteurs - 40 % pour le Fonds Climat - 20 % pour les communes.



Sources : Commission européenne, calculs BCL  
\*Jusqu'au 1/11/2016



alors que dans le même temps, le Luxembourg laissait ses taux inchangés. Il est important de noter que le différentiel par rapport à l'Allemagne, qui a laissé ses taux inchangés, a quant à lui baissé suite à d'autres facteurs (les prix des carburants hors taxes ont baissé plus fortement en Allemagne qu'au Luxembourg).

Les recettes de douanes et accises en cours pour l'année 2016 semblent d'ailleurs indiquer que celles-ci pourraient être plus élevées que ce qui avait été budgétisé. Si cela devait se confirmer, la baisse relative des recettes budgétisées pour 2017 par rapport à l'année 2016 serait encore plus marquée, ce qui paraît peu plausible.

Si les ventes de tabacs manufacturés poursuivent leur régression (entamée depuis 2006), la situation inverse prévaut pour les ventes d'alcools, vraisemblablement suite à la forte hausse des accises affectant ces produits en Belgique. Notons que la part du Luxembourg dans la clé de répartition actuelle des recettes UEBL (qui a été mise à jour par rapport aux consommations de 2015) a diminué de 2,44 p.p. par rapport à 2015, ce qui pourrait expliquer le pessimisme du gouvernement, qui au demeurant peut paraître surprenant au vu des développements observés en 2016.

Dans ce contexte, une baisse des recettes de douanes et accises en 2017 d'une telle ampleur, qui pourrait découler à partir des chiffres observés en 2016, nous semble toutefois peu probable. La dynamique positive pour les années subséquentes est en revanche plus réaliste bien que les recettes en niveau puissent sembler un peu trop bas (mécaniquement, suite au faible niveau supposé en 2017).

### 2.2.3 Les recettes de TVA

Les recettes de TVA se sont élevées à 3 461 millions d'euros en 2015, soit 6,8 % du PIB et 15,5 % des recettes totales des administrations publiques.

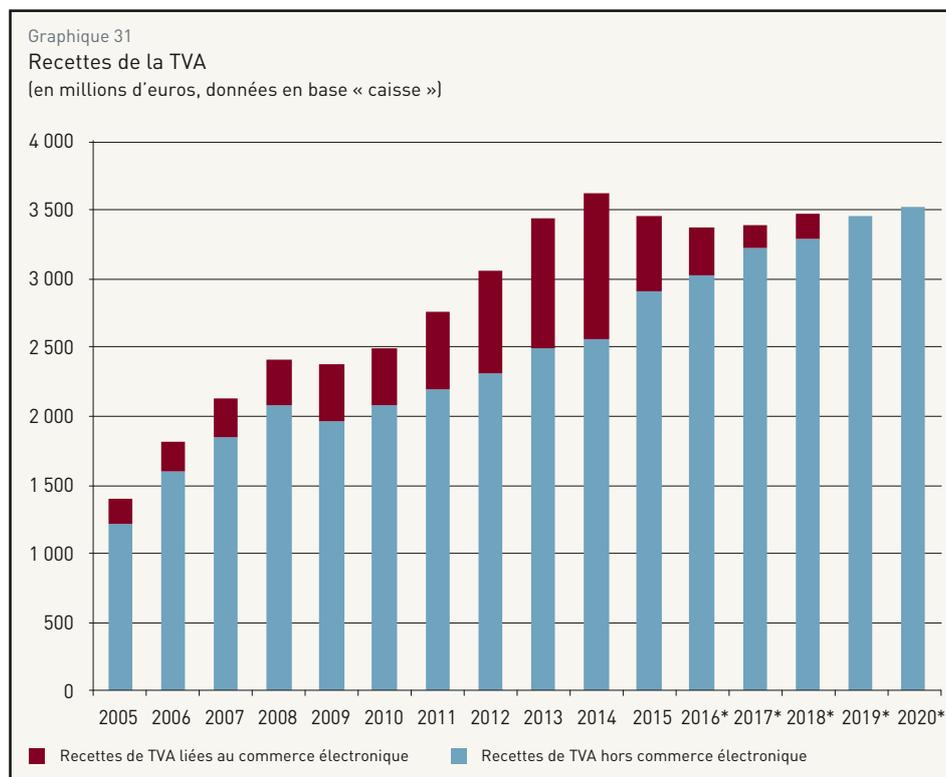
Entre 2005 et 2014, ces recettes ont connu une progression de 162 %, largement imputable au commerce électronique qui a généré des recettes de TVA passant de 180 millions d'euros en 2005 à 1 077 millions d'euros en 2014. En 2015, en vertu de l'accord concernant les recettes de TVA sur le commerce électronique (« VAT package »)<sup>53</sup>, le Luxembourg n'a pu garder que 30 % des recettes provenant du commerce électronique. Au total, 555 millions d'euros de recettes de TVA issues du commerce électronique ont été perçues en 2015, montant inférieur à concurrence de 522 millions par rapport aux recettes de TVA issues du commerce électronique encaissées en 2014.

Le graphique suivant illustre ces évolutions. La hausse marquée des recettes de TVA hors commerce électronique enregistrée en 2015 s'explique de son côté par le relèvement de 2 p.p. de tous les taux de TVA, à l'exception du taux super réduit de 3 %, alors que la croissance de ces recettes au cours des années suivantes est plus modérée.

Pour l'année 2016, les recettes brutes budgétisées s'élèvent à 3 363 millions d'euros, en baisse de 2,8 % par rapport au compte provisoire de 2015. Au cours des 9 premiers mois de l'année courante, les recettes brutes de TVA se sont élevées à 2 616 millions d'euros, soit en hausse de 1,6 % par rapport à la même période de 2015. En supposant que cette hausse se maintienne durant les trois derniers mois de l'année, les recettes de TVA - corrigées des versements aux autres États membres - devraient atteindre 3 517 millions d'euros, soit un surplus de 154 millions par rapport le montant inscrit au budget de l'année 2016 (3 363 millions).

<sup>53</sup> Selon l'accord concernant la TVA sur le commerce électronique (« VAT package »), le Luxembourg peut garder 30 % des recettes provenant du commerce électronique en 2015 et 2016 et 15 % de ces recettes en 2017 et 2018.

Le graphique 31 illustre également les implications, entièrement prévisibles depuis des années mais auxquelles le Luxembourg a tardé à réagir, du changement de législation au niveau européen intervenu au 1er janvier 2015 et qui prévoit qu'en 2017 et 2018, le Luxembourg reversera 85 % des recettes de TVA issues du commerce électronique aux autres États membres, occasionnant ainsi une perte additionnelle de recettes. Par rapport à l'année 2016, ces recettes de TVA électronique devraient ainsi s'inscrire en retrait à concurrence de 174 millions d'euros en 2017 et de 154 millions d'euros en 2018, selon les données du projet de budget pluriannuel. Enfin, à partir du 1er janvier 2019, le Luxembourg perdra l'ensemble des recettes du commerce électronique liées à des transactions réalisées avec des non résidents.



Sources : Administration de l'Enregistrement et des Domaines, projet de budget pluriannuel 2016-2020, calculs BCL

Si l'on considère la période 2017-2020, les recettes de TVA, déduction faite du commerce électronique devraient progresser de 6,7 % en 2017 et de manière plus modérée au cours des années suivantes (soit +2,0 %, +4,9 % et +2,2 % en respectivement 2018, 2019 et 2020).

A l'aune de ces chiffres, la progression prévue en 2017 peut ainsi sembler légèrement optimiste par rapport au taux de croissance projeté pour la consommation privée nominale des ménages (+4,6 % en 2017). En moyenne, sur la période couvrant les années 2018, 2019 et 2020, la croissance de la consommation privée nominale des ménages s'établirait à +4,3 %, soit au-dessus de la croissance moyenne du montant des recettes de TVA prévues au cours de ces trois années (+3,0 %). De fait, les hausses de recettes de TVA prévues en 2018, 2019 et 2020 peuvent apparaître prudentes.

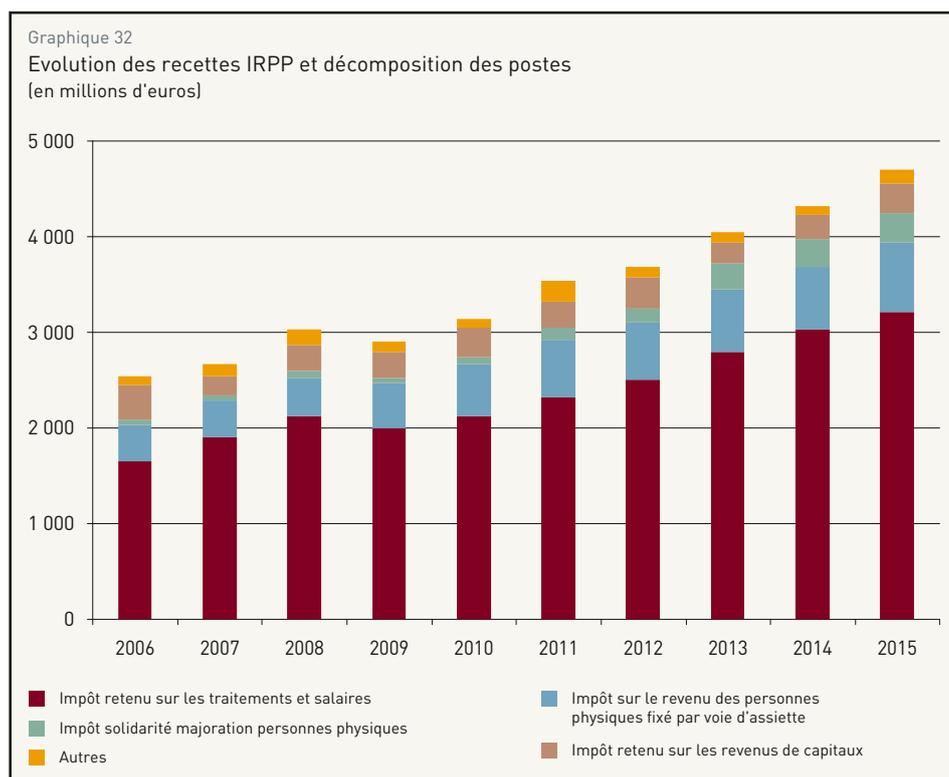
En conclusion, il semble que la prévision concernant les recettes de TVA, inscrite au budget 2016, devrait être dépassée. Si la projection faite pour l'année 2017 (hors commerce électronique) peut paraître quelque peu optimiste, la situation inverse prévaut en moyenne en ce qui concerne la période 2018-2020. Les progressions des recettes de TVA hors commerce électronique au cours de la période 2018-2020 (croissance moyenne de 3,0 %) apparaissent également en retrait par rapport à la moyenne observée sur la période 2008-2016 (croissance de l'ordre de 5,8 %)<sup>54</sup>.

54 Selon la programmation financière pluriannuelle, le taux de croissance moyen relatif à la consommation privée nominale serait de 4,3 % au cours de la période 2018-2020.

## 2.2.4 L'impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP) et analyse des mesures prévues dans le projet de loi relatif à la réforme fiscale<sup>55</sup>

### 2.2.4.1 Analyse du projet de budget

Après avoir connu une croissance dynamique ces dernières années, les recettes d'impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP) se sont établies à 4 717 millions d'euros en 2015, soit 9,2 % du PIB (cf. graphique 32). A titre d'exemple, la croissance annuelle moyenne des recettes IRPP s'est élevée à 7,6 % sur la période 2000-2015 et à 8,3 % sur la période 2010-2015. Cette croissance peut tout d'abord s'expliquer par la dynamique de la masse salariale nominale, cette dernière découlant de l'évolution de l'emploi, de l'inflation (via l'échelle mobile des salaires) et des salaires réels. La croissance de la masse salariale nominale s'est ainsi élevée à environ 6,2 % pour la période 2000-2015 et à environ 4,5 % au cours de la période 2010-2015. Ensuite, les taux de croissance soutenus des recettes IRPP observés ces dernières années ont aussi été la résultante de l'instauration de mesures ayant trait aux personnes physiques, notamment : taux de l'impôt de solidarité relevé en 2011 et 2013, ajouts des tranches taxées à 39 % (en 2011) et 40 % (en 2013) dans le barème de l'impôt, impôt d'équilibrage budgétaire temporaire en 2015.



Pour l'année 2016, les projections incluses dans le projet de budget 2017 du gouvernement tablent sur un taux de croissance des recettes IRPP d'environ 8,8 %, chiffre légèrement supérieur aux moyennes historiques. Le scénario macroéconomique sous-jacent à cette prévision prévoit pourtant un faible taux de croissance de la masse salariale nominale (environ 3,7 %<sup>56</sup>) pour 2016 en comparaison à ses valeurs historiques. Ce taux découle en particulier de l'environnement de faible inflation observé en 2016 et menant à une stagnation de l'échelle mobile des salaires. De plus, aucune mesure supplémentaire susceptible d'avoir un impact favorable sur les recettes IRPP n'a été mise en œuvre en 2016. Enfin, d'après les déclarations du Ministre des finances, les données mensuelles en base « caisse » relatives aux

recettes de l'administration centrale se rapportant aux 9 premiers mois de l'année 2016 indiquent un taux de croissance proche de 7 % entre septembre 2015 et septembre 2016. Les facteurs énumérés ci-dessus semblent donc indiquer qu'une croissance d'environ 8,8 % des recettes IRPP en 2016

55 Projet de Loi n°7020 portant mise en œuvre de la réforme fiscale 2017.

56 Chiffre calculé sur base des informations contenues dans le scénario macroéconomique du gouvernement.

pourrait être considérée comme optimiste. Une croissance proche de 7 % aurait sans doute constitué une approche plus réaliste.

Pour l'année 2017, le projet de budget prévoit une baisse des recettes IRPP de -1 % environ. L'élément déterminant de ce recul est la mise en œuvre de la réforme fiscale, dont l'impact négatif sur les recettes IRPP est estimé à près de 400 millions d'euros par le gouvernement en 2017. En se basant sur cette estimation de l'impact de la réforme, le montant des recettes IRPP prévu pour 2017 peut être qualifié de prudent, compte tenu aussi de la croissance importante présumée de la masse salariale en 2017 (près de 7 %). Il est clair que la projection de l'évolution des recettes en 2017 est fortement tributaire de l'estimation du coût budgétaire de la réforme. Or, l'estimation de l'incidence fiscale sur l'IRPP des mesures prévues pour 2017 réalisée par la BCL (666 millions d'euros, cf. point 2.2.4.2) s'avère sensiblement différente de celle du gouvernement. Bien que ces deux estimations ne puissent être directement comparées en raison de méthodes de comptabilité différentes et de décalages dans la perception des recettes (voir partie 1.3.1), la projection des recettes IRPP en 2017 dans la programmation pluriannuelle peut paraître optimiste.

Pour l'année 2018, la croissance prévue des recettes IRPP dans la programmation pluriannuelle s'élève à 5,3 %, chiffre inférieur aux moyennes historiques, malgré une croissance présumée de la masse salariale qui est soutenue avec 5,1 %. Un impact additionnel négatif sur les recettes venant de la réforme fiscale se ferait en effet sentir, résultant de décalages dans la perception des recettes liés à l'approche en « base caisse » adoptée par le gouvernement. À partir de l'année 2018, l'impact sur le volet des recettes IRPP de la réforme s'élèverait alors à près de 500 millions d'euros, selon le gouvernement.

Pour les années 2019 et 2020, la croissance des recettes IRPP prévue par le gouvernement (croissance moyenne annuelle de 8,5 %) est en ligne avec les taux de croissance observés au cours de ces dernières années. Le même constat peut être fait pour l'évolution de la masse salariale nominale (croissance annuelle moyenne de 5,4 %). Les taux de croissance des recettes IRPP prévus pour cette période dans la programmation pluriannuelle pourraient donc paraître cohérents compte tenu de ce scénario.

Les prévisions du gouvernement pour les recettes IRPP paraissent donc cohérentes avec le scénario macroéconomique et l'estimation du coût budgétaire de la réforme fiscale utilisés pour l'élaboration du projet de budget 2017 et de la programmation pluriannuelle. Néanmoins, les estimations faites par le gouvernement de l'impact de la réforme fiscale sur les recettes IRPP semblent sous-évaluées, compte tenu des divergences importantes avec les estimations de la BCL, ce qui constitue un facteur de risque important à la baisse.

## 2.2.4.2 Impact de la réforme fiscale

### 2.2.4.2.1 Barème d'imposition, impôt d'équilibrage budgétaire temporaire et crédits d'impôt

Dans cette partie, trois mesures présentées par le gouvernement dans son projet de loi relatif à la réforme fiscale sont tout d'abord analysées : la révision du barème d'imposition des personnes physiques, l'adaptation ciblée des crédits d'impôt et l'abolition de l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire. Dans un premier temps, une analyse qualitative et quantitative est présentée pour la révision du barème. Celle-ci inclut notamment les impacts sur le revenu disponible des ménages et leur taux moyen d'imposition. Une analyse plus large, combinant ces trois mesures, est ensuite effectuée afin de déterminer leur impact combiné. Dans un second temps, des simulations de modifications du tarif fiscal, basées sur les mesures incluses dans la réforme du gouvernement, sont effectuées afin de quantifier les impacts de ces modifications sur la progressivité du système, sa redistributivité et sur les recettes de l'État.

## NOUVEAU BARÈME D'IMPOSITION

Le barème d'imposition sera revu en 2017, « dans un souci d'équité sociale » selon le gouvernement. Le tableau 20 présente les barèmes actuel et réformé, pour les classes<sup>57</sup> 1 et 1a et le graphique 33 présente l'évolution des taux marginaux actuels et réformés pour la classe 1 (avec prise en compte de la contribution au fonds pour l'emploi). La progression dans les tranches d'imposition se veut plus lente pour les contribuables, avec pour la classe 1 l'introduction de taux de taxation de 9 % et 11 %, pour les tranches de revenus compris respectivement entre € 13 137 et € 15 009 et entre € 16 881 et € 18 753. Deux nouvelles tranches d'imposition, de 41 % à partir d'un revenu annuel de € 150 000 et de 42 % à partir de € 200 004, contribueront en outre à mettre davantage à contribution les plus hauts revenus. Avec la mise en place de ce nouveau barème, le gouvernement souhaite instaurer un système plus progressif.

Tableau 20 :

### Barèmes d'imposition actuels et réformés

BARÈME POUR LA CLASSE 1 D'IMPOSITION (CÉLIBATAIRES)						BARÈME POUR LA CLASSE 1a D'IMPOSITION (FAMILLES MONOPARENTALES, VEUFs...)					
BARÈME 2017			BARÈME ACTUEL			BARÈME 2017			BARÈME ACTUEL		
à partir du revenu	jusqu'à un revenu	taux marginal	à partir du revenu	jusqu'à un revenu	taux marginal	à partir du revenu	jusqu'à un revenu	taux marginal	à partir du revenu	jusqu'à un revenu	taux marginal
0	11 265	0 %	0	11 265	0 %	0	22 530	0 %	0	22 525	0 %
11 265	13 137	8 %	11 265	13 173	8 %	22 530	23 778	12 %	22 525	23 825	12 %
13 137	15 009	9 %	13 173	15 081	10 %	23 778	25 026	13,5 %	23 825	25 075	15 %
15 009	16 881	10 %	15 081	16 989	12 %	25 026	26 274	15 %	25 075	26 375	18 %
16 881	18 753	11 %	16 989	18 897	14 %	26 274	27 522	16,5 %	26 375	27 625	21 %
18 753	20 625	12 %	18 897	20 805	16 %	27 522	28 770	18 %	27 625	28 875	24 %
20 625	22 569	14 %	20 805	22 713	18 %	28 770	30 066	21 %	28 875	30 175	27 %
22 569	24 513	16 %	22 713	24 621	20 %	30 066	31 362	24 %	30 175	31 425	30 %
24 513	26 457	18 %	24 621	26 529	22 %	31 362	32 658	27 %	31 425	32 725	33 %
26 457	28 401	20 %	26 529	28 437	24 %	32 658	33 954	30 %	32 725	33 975	36 %
28 401	30 345	22 %	28 437	30 345	26 %	33 954	35 250	33 %	33 975	35 275	39 %
30 345	32 289	24 %	30 345	32 253	28 %	35 250	36 546	36 %	35 275		40 %
32 289	34 233	26 %	32 253	34 161	30 %	36 546	100 002	39 %			
34 233	36 177	28 %	34 161	36 069	32 %	100 002	150 000	40 %			
36 177	38 121	30 %	36 069	37 977	34 %	150 000	200 004	41 %			
38 121	40 065	32 %	37 977	39 885	36 %	200 004		42 %			
40 065	42 009	34 %	39 885	41 793	38 %						
42 009	43 953	36 %	41 793	100 000	39 %						
43 953	45 897	38 %	100 000		40 %						
45 897	100 002	39 %									
100 002	150 000	40 %									
150 000	200 004	41 %									
200 004		42 %									

Source : Ministère des Finances

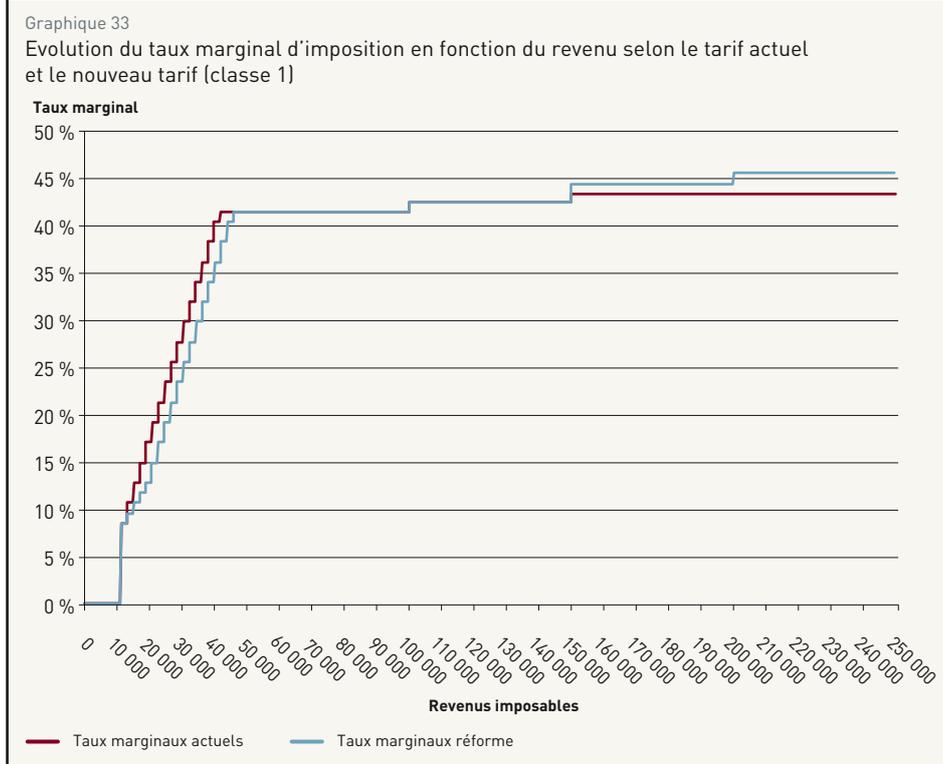
57 Le barème de la classe 2 est obtenu en multipliant par deux les seuils de toutes les tranches de la classe 1.

Une manière d'appréhender cette progressivité accrue est d'analyser l'évolution du taux moyen d'imposition en fonction du revenu imposable. Le taux moyen d'imposition est égal au rapport entre l'impôt total dû et le revenu imposable correspondant. Son évolution détermine le caractère progressif du tarif fiscal : un tarif est qualifié de (strictement) progressif lorsque le taux d'imposition moyen est (partout) croissant. Le degré de progressivité d'un tarif, plus délicat à appréhender, dépend de la vitesse à laquelle le taux moyen d'imposition augmente avec le revenu imposable.

Le graphique 34 reprend la courbe retraçant l'évolution du taux moyen pour la classe 1 d'imposition, à la fois pour le tarif actuel et pour le nouveau tarif.

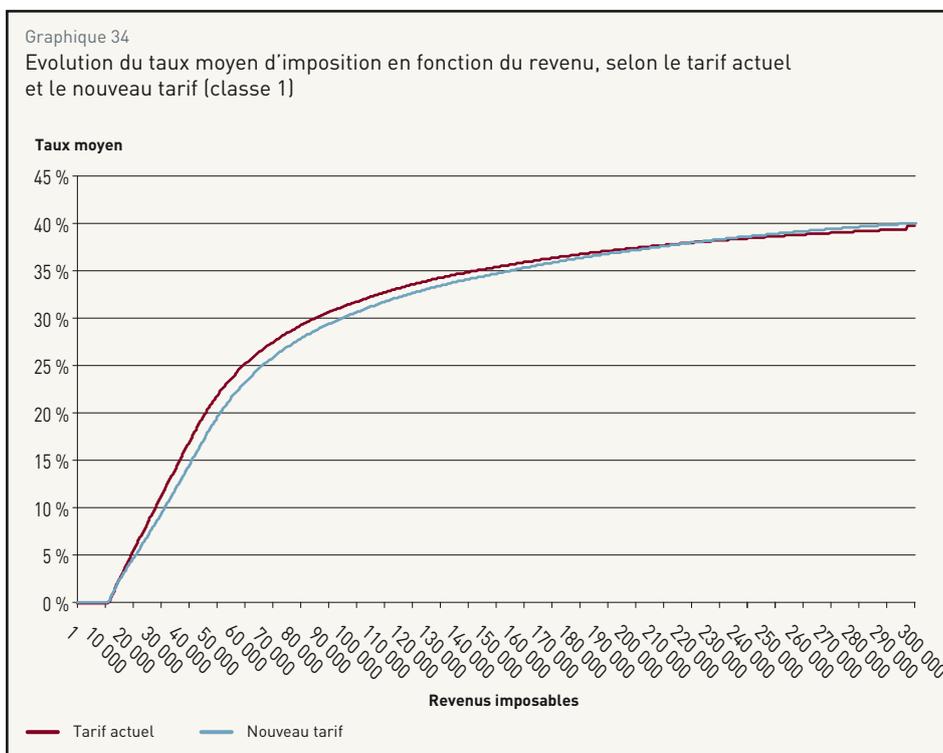
La courbe du nouveau tarif est inférieure à la courbe du tarif actuel pour les ménages dont les revenus imposables sont inférieurs à environ € 230 000 (en classe 1). Cette mesure permettra donc une baisse de la charge fiscale de ces ménages par rapport à la situation actuelle, tandis que celle des ménages disposant de revenus supérieurs à ce seuil augmentera. Étant donné que ces ménages plus fortunés représentent moins de 0,5 % de l'ensemble des ménages (en classe 1), le nouveau barème profitera à une écrasante majorité de contribuables.

La courbe associée au tarif actuel suggère que la « pente des taux moyens » est assez régulière, les taux augmentant sans discontinuité majeure. Cette pente tend à diminuer graduellement à mesure que les revenus augmentent, conséquence de la convergence



Sources : BCL, ministère des Finances

Note : Les taux marginaux prennent en compte la contribution au fonds pour l'emploi.



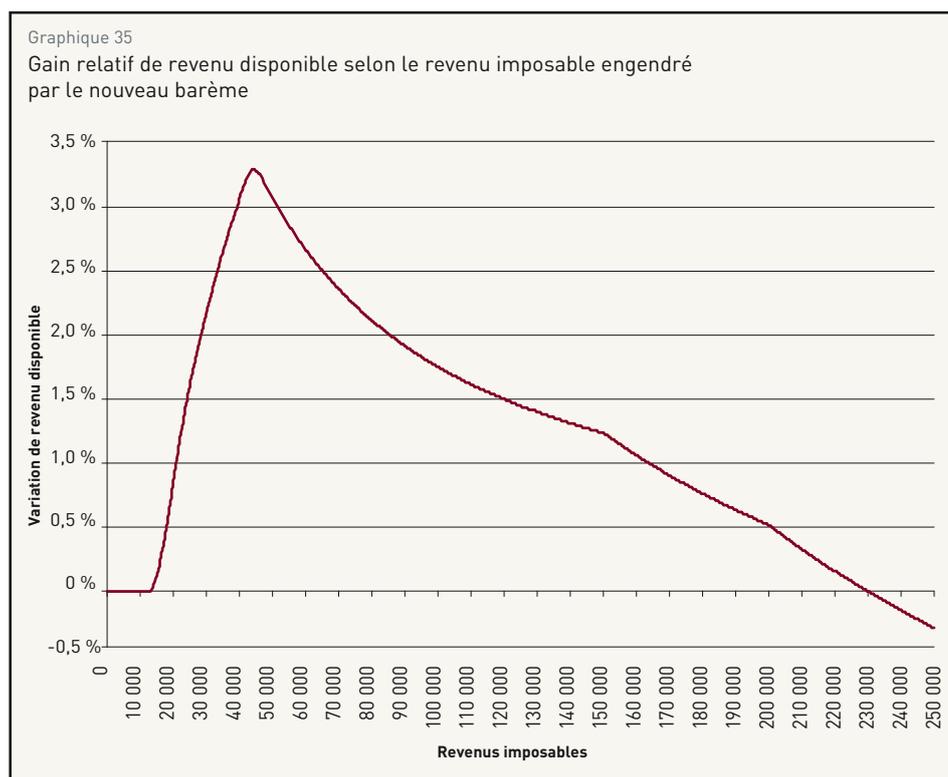
Source : BCL

Note : Le taux moyen prend en compte la contribution au fonds pour l'emploi.

asymptotique du taux moyen vers le taux marginal maximal<sup>58</sup>. La courbe associée au nouveau tarif, quant à elle, illustre une augmentation plus lente du taux moyen à travers la gamme de revenus, témoignant d'une progressivité accrue du système. Cela résulte de l'adaptation des tranches du nouveau tarif : d'une part, la progression du taux est freinée à partir d'un revenu annuel imposable égal à € 13 137, en raison de l'introduction des tranches taxées à 9 % et 11 %. Ces nouvelles tranches ont notamment pour effet de retarder les seuils des tranches suivantes, taxées à des taux marginaux supérieurs. D'autre part, la progression est accélérée pour les revenus supérieurs à € 150 000, via l'introduction des deux dernières tranches taxées à 41 % et 42 %.

Il est néanmoins important de préciser d'ores et déjà que si le nouveau tarif réduit le montant d'impôts relatif (lorsque la diminution est exprimée en pourcentages) de manière plus importante pour les bas et moyens revenus, une diminution en termes absolus prévaudra pour une très grande majorité des contribuables. En effet, les contribuables disposant d'un revenu imposable inférieur à € 230 000 en classe 1 (€ 460 000 en classe 2) verront leur montant d'impôt diminuer suite à l'adaptation du barème.

En ce qui concerne le revenu disponible, son augmentation (exprimée en pourcentages) est la plus importante pour des niveaux de revenus imposables se situant aux alentours de € 45 000, comme on peut le voir au graphique 35.



Source : BCL

Au final, ce nouveau tarif contribue à une plus grande progressivité du système.

Rappelons que la dernière adaptation du tarif fiscal remonte à l'année 2009. L'inflation survenue depuis lors a eu pour effet de faire glisser les revenus imposables nominaux vers des tranches soumises à des taux marginaux plus élevés, sans que les revenus imposables réels n'aient augmenté. Il en a donc résulté une augmentation du taux moyen d'imposition pour l'ensemble des contribuables et en particulier pour la classe moyenne. Le nouveau tarif proposé par le gouvernement ne résulte pas, de manière explicite, d'une indexation des tranches à l'inflation passée. Néanmoins, la révision à la hausse du seuil de la plupart des tranches du barème a des effets comparables à une

indexation des tranches visant à corriger la perte de pouvoir d'achat des ménages due à l'inflation survenue depuis 2009. Dans cette optique, le maintien du pouvoir d'achat des ménages ne constitue pas une mesure fiscale en soi mais répond en premier lieu à un principe de neutralité du barème face à l'inflation. Selon les projections de la BCL, l'évolution de l'échelle mobile des salaires qui sera

58 Équivalent à 43,6 % en prenant en compte la contribution au fonds pour l'emploi.

survenue entre fin 2009 et début 2017 s'élèverait à environ 13 %. Le déchet fiscal qu'entraînerait une indexation de toutes les tranches du barème actuel de 13 % s'élèverait à environ 430 millions d'euros, selon les calculs de la BCL<sup>59</sup>. A titre de comparaison, le déchet fiscal entraîné par le nouveau barème s'élèverait à environ 340 millions d'euros selon les calculs de la BCL (*cf. infra*).

## CRÉDITS D'IMPÔT ET ABOLITION DE L'IMPÔT D'ÉQUILIBRAGE BUDGÉTAIRE TEMPORAIRE

Afin d'évaluer les effets combinés des mesures, il est nécessaire de mettre en relation le nouveau tarif avec les autres éléments de la réforme fiscale ayant une influence directe sur l'impôt sur le revenu des personnes physiques, comme les ajustements de certains crédits d'impôt et l'abolition de l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire.

S'agissant des classes 1 et 1a, sous le régime actuel, le crédit d'impôt pour salariés (CIS), le crédit d'impôt pour indépendant (CII) et le crédit d'impôt pour pensionnés (CIP) sont fixés à € 300 par an. A partir de 2017, ceux-ci seront fixés en fonction du revenu brut (du bénéfice net pour le CII) de la manière suivante :

1. MONTANT DU REVENU BRUT	MONTANT DU CIS/CIP/CII
revenus annuels entre € 936 et € 11 265	de € 300 à € 600, en augmentation progressive
revenus annuels entre € 11 265 et € 40 000	€ 600
revenus annuels entre € 40 000 et € 80 000	de € 600 à € 0, en diminution progressive
revenus annuels à partir de € 80 000	€ 0

Source : *Projet de loi portant mise en œuvre de la réforme fiscale 2017, ministère des Finances*

En ce qui concerne le crédit d'impôt monoparental (CIM), celui-ci est actuellement fixé à € 750 par an et évoluera comme suit en fonction du revenu imposable ajusté à partir de 2017 :

2. MONTANT DU REVENU IMPOSABLE AJUSTÉ	MONTANT DU CIM
revenus annuels entre € 0 et € 35 000	€ 1 500
revenus annuels entre € 35 000 et € 105 000	de € 1 500 à € 750, en diminution progressive
revenus annuels à partir de € 105 000	€ 750

Source : *Projet de loi portant mise en œuvre de la réforme fiscale 2017, ministère des Finances*

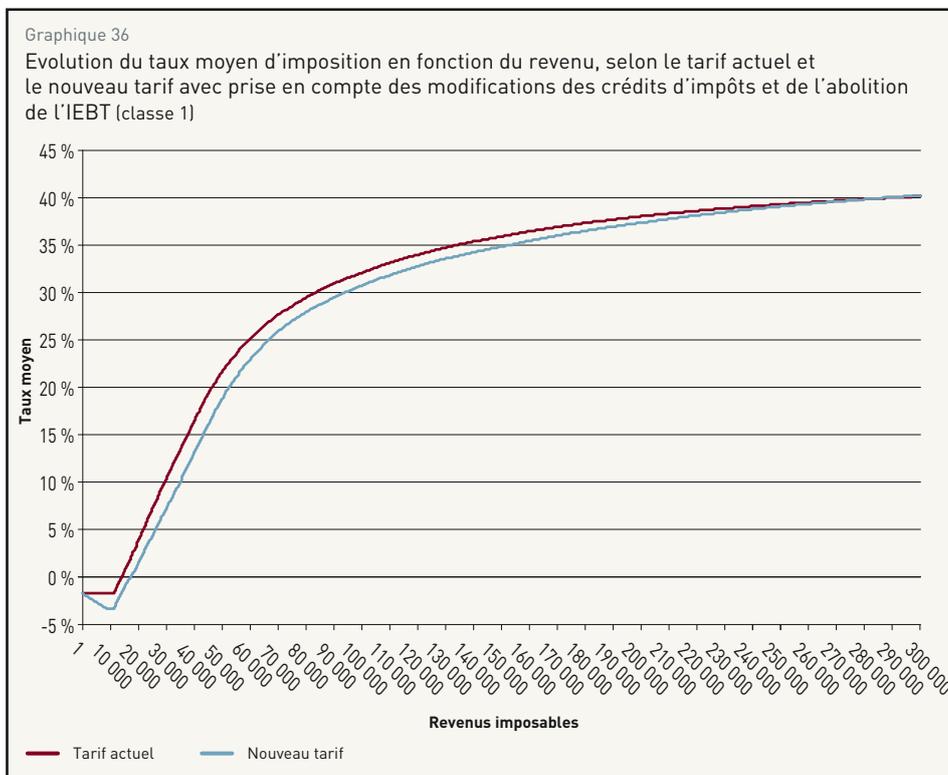
Enfin, l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire (IEBT), qui est apparu en 2015, consiste en un prélèvement de 0,5 % perçu sur tous les revenus professionnels, de remplacement et du patrimoine, auquel un abattement égal au salaire social minimum est applicable. Cet impôt sera aboli à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2017.

Le graphique 36 présente la courbe des taux moyens pour la classe 1, en tenant compte non seulement du nouveau barème mais également de l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire et du CIS<sup>60</sup>. Pour ce dernier, une hypothèse a dû être faite pour les bas revenus. Le CIS est en effet limité à la période pendant laquelle le contribuable bénéficie d'un revenu d'une occupation salariée (L.I.R Art. 139*bis*, alinéa 2). Pour les revenus les plus bas, il paraît peu probable que le contribuable ait bénéficié d'un revenu

<sup>59</sup> A titre indicatif, le gouvernement prévoyait en 2009 un déchet fiscal de 342 millions d'euros pour le relèvement de 9 % des tranches du barème de l'impôt sur le revenu des personnes physiques (*cf. projet de budget 2009 volume 1, page 27\**).

<sup>60</sup> Le CIP n'est ici pas pris en compte, puisque, toutes choses égales par ailleurs, un contribuable ne peut pas cumuler ces différents crédits d'impôts.

salarial durant toute l'année<sup>61</sup>. Un coefficient a donc dû être appliqué au CIS afin d'en tenir compte : ce coefficient est égal à 0 pour un revenu imposable annuel de € 0 et progresse linéairement jusqu'à 1 pour un revenu imposable annuel de € 19 500<sup>62</sup>.



Source : BCL

Note : Le taux moyen prend en compte la contribution au fonds pour l'emploi.

Les formes des courbes sont différentes de celles du graphique 34.

Les taux moyens pour les revenus imposables allant jusqu'à environ € 14 000 (€ 17 000 dans le cas du nouveau tarif) sont négatifs, ce qui implique que le revenu disponible des ménages concernés est supérieur à leur revenu imposable. Ceci est la conséquence des modalités du CIS, donnant lieu à un transfert de l'État au contribuable lorsqu'il est supérieur à l'impôt dû par celui-ci.

De plus, le caractère variable des crédits d'impôt dans le cas du nouveau tarif modifie la progression du taux moyen.

Premièrement, le taux moyen d'imposition devient dégressif jusqu'à un revenu imposable d'environ € 9 000<sup>63</sup> : le taux moyen diminue à mesure que le revenu

augmente. Ce résultat est attribuable au caractère progressif du nouveau CIS (ainsi qu'à l'évolution du coefficient appliqué selon l'hypothèse énoncée ci-dessus). On se retrouve donc dans une situation où le critère de stricte progressivité, qui suppose que le taux moyen est partout croissant, n'est pas rempli.

Deuxièmement, à partir d'un revenu imposable de € 34 500<sup>64</sup>, seuil à partir duquel le crédit d'impôt devient décroissant, le taux moyen progresse plus vite, avec pour conséquence une pente de la courbe des taux moyens plus abrupte. Cela s'explique par l'évolution du taux marginal effectif, qui augmente en raison de la perte progressive du CIS et accentue la vitesse de progression du taux moyen (cf. encadré 1). Bien que rendre le montant du crédit d'impôt dépendant du niveau de revenu privilégie les bas revenus et contribue à augmenter l'équité fiscale, cela se fait avec le coût d'une progressivité de l'impôt rendue plus forte déjà à partir d'un revenu imposable annuel de € 34 500.

61 C'est par exemple le cas pour les travailleurs à temps partiel, pour les jeunes contribuables ayant commencé à travailler en cours d'année ou pour certains non résidents n'ayant travaillé qu'une partie de l'année au Luxembourg.

62 En prenant en compte les cotisations sociales ainsi que les abattements forfaitaires pour dépenses spéciales et frais d'obtention de respectivement € 480 et € 540, un revenu imposable annuel de € 19 500 correspond plus ou moins à un revenu brut annuel de € 23 075. Ce dernier montant est égal au salaire social minimum annuel pour un travailleur à temps plein non qualifié (valable au 1<sup>er</sup> janvier 2016).

63 Ce montant correspond, en prenant en compte les abattements forfaitaires, à € 11 265 brut.

64 Ce montant correspond, en prenant en compte les abattements forfaitaires, à € 40 000 brut.

Enfin, l'abolition de l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire réduit le taux moyen d'imposition pour les revenus bruts supérieurs au salaire social minimum. Bien que le taux fixe de 0,5 % de l'IEBT soit applicable à tous les revenus, un abattement égal au salaire social minimum pour un travailleur non qualifié y est appliqué, de telle sorte que les hauts revenus sont, en proportion de leur revenu, davantage mis à contribution avec cet impôt.

Au final, ces mesures auront pour effet d'abaisser la courbe des taux moyens pour tous les revenus imposables inférieurs à environ € 278 000 en classe 1 (€ 556 000 en classe 2), qui représentent plus de 99,5 % des ménages. Bien que l'impact sur le montant d'impôt en termes relatifs soit plus important pour les bas et moyens revenus, il est essentiel de garder à l'esprit que l'impact en montant absolu sera positif pour une très grande majorité des contribuables et profitera également à des revenus très élevés.

Les nouveaux crédits d'impôt ont aussi pour effet d'aplatir la pente des taux moyens pour des revenus imposables inférieurs à € 35 400 mais de la rendre plus abrupte pour des revenus dépassant ce seuil. On peut s'interroger sur le choix du gouvernement de rendre le CIS dégressif déjà à partir de ce niveau de revenu. Le STATEC définit les classes moyennes inférieures<sup>65</sup> comme les ménages ayant un revenu disponible par équivalent-adulte variant de 70 % à 110 % du revenu médian, qui s'élevait en 2014 à € 35 808. La dégressivité du CIS prendrait donc déjà effet pour des ménages considérés comme faisant partie de la classe moyenne inférieure.

65 Voir STATEC, Rapport Travail et cohésion sociale 2010, cahier économique n° 111, p. 163. Selon ce rapport, la classe moyenne inférieure représentait 37 % de la population des ménages en 2007. Les classes inférieures, classes moyennes supérieures et classes supérieures représentaient quant à elles respectivement 21 %, 23 % et 19 % des ménages.

Encadré 1 :

## EFFETS D'UN CRÉDIT D'IMPÔT DÉGRESSIF SUR LES TAUX MOYEN ET MARGINAL D'IMPOSITION<sup>66</sup>

Le taux moyen d'imposition correspond au rapport entre l'impôt total dû et le revenu imposable correspondant. Le taux marginal correspond au taux auquel est imposé chaque euro supplémentaire gagné. Dans un système d'imposition basé sur un barème progressif, le taux marginal est alors égal au taux qui s'applique à la tranche de revenu considérée et il y a autant de taux marginaux possibles que de tranches d'imposition. Cependant, lorsque l'on tient compte d'un crédit d'impôt dont le montant varie en fonction du revenu, le taux marginal peut varier au sein d'une même tranche. L'exemple suivant illustre ce cas de figure et démontre comment un crédit d'impôt régressif a pour effet d'augmenter le taux marginal et de renforcer la progressivité du taux moyen.

Soit un barème progressif de deux tranches, établi comme suit :

REVENU	TAUX MARGINAL
0 à 100	0 %
100 -	20 %

### Cas 1 – Crédit d'impôt fixe :

Un crédit d'impôt de 10 est accordé quel que soit le revenu.

Soit un contribuable qui dispose d'un revenu égal à 200. Ce dernier est donc situé dans la deuxième tranche du barème et paye 20 % d'impôt sur chaque revenu additionnel généré. Son taux moyen, qui est mécaniquement inférieur à son taux marginal en raison de la progressivité inhérente au barème, équivaut à :  $\frac{(0\% \cdot 100 + 20\% \cdot 100) - 10}{200} = \frac{10}{200} = 5\%$

Si son revenu passe à 400, son taux moyen devient :  $\frac{(0\% \cdot 100 + 20\% \cdot 300) - 10}{400} = \frac{50}{400} = 12,5\%$

### Cas 2 – Crédit d'impôt régressif :

Supposons maintenant que le crédit d'impôt diminue linéairement à partir d'un revenu de 200 pour atteindre 0 lorsque le revenu atteint 400. Pour chaque euro supplémentaire gagné dans cette tranche de revenu, le contribuable a donc droit à  $\frac{10}{200} = 0,05$  euro en moins de crédit d'impôt.

Pour calculer le taux marginal effectif prévalant à partir d'un revenu de 200, seuil auquel la dégressivité du crédit d'impôt prend effet, il suffit de calculer la part d'impôt payée pour chaque euro supplémentaire gagné :

$$20\% \cdot 1 + \frac{10}{200} = 25\%$$

La partie dégressive du crédit d'impôt fait donc augmenter le taux marginal de 20 % à 25 %, soit de 5 p.p..

Le taux moyen associé à un revenu de 200 reste inchangé (5 %). En revanche, pour un revenu de 400, le taux moyen d'imposition devient :

$$\frac{(0\% \cdot 100 + 20\% \cdot 300) - 0}{400} = \frac{60}{400} = 15\%$$

<sup>66</sup> Toute personne intéressée par plus de détails théoriques concernant l'influence d'un crédit d'impôt sur la structure de l'imposition peut consulter le fascicule « Analyse des caractéristiques structurelles d'un tarif progressif et de certaines réformes tarifaires », dont le lien est disponible à l'adresse suivante : <http://www.bcl.lu/fr/apropos/organisation/le-president-BCL/index.html>.

Par rapport au cas de figure où le crédit d'impôt reste fixe, le taux moyen associé à un revenu de 400 est plus élevé. Cet exemple illustre donc bien qu'un crédit d'impôt dont la valeur diminue avec le revenu a pour effet d'augmenter le taux marginal et de renforcer la progressivité du taux moyen d'imposition.

Dans le cas du nouveau CIS effectif à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2017, l'impact de la partie dégressive du CIS (pour les revenus bruts compris entre € 40 000 et € 80 000) sur le taux marginal sera le suivant :  $\frac{600}{70\,140 - 34\,500} = 1,68\%$

Par rapport à une situation où le CIS resterait stable, les contribuables dont le revenu brut est compris entre € 40 000 et € 80 000 (c'est-à-dire dont le revenu imposable est compris entre environ € 34 500 et € 70 140) verront donc leur taux marginal augmenter de 1,68 p.p. et subiront une progressivité accrue de leur taux moyen.

Il y a lieu de souligner que si le retrait du crédit d'impôt se faisait de manière abrupte lorsqu'un certain niveau de revenu était atteint, un effet de seuil important se ferait sentir au niveau des taux marginal et moyen. La diminution progressive permet de lisser l'impact sur les taux, sans toutefois l'éliminer.

Enfin, les effets de la partie dégressive du CIS identifiés ci-dessus se font également sentir, de manière inverse, pour sa partie progressive (lorsque le revenu brut annuel est compris entre € 936 et € 11 265). Le taux marginal est alors diminué et la progression du taux moyen freinée.

Il faut cependant souligner le caractère social indéniable des nouveaux crédits d'impôts, plus élevés que dans l'ancien système pour des revenus bruts compris entre € 0 et € 60 000 pour le CIS/CIP (et entre 0 et € 105 000 de revenu imposable ajusté pour le CIM). En ciblant les revenus modestes et moyens, ainsi que les familles monoparentales<sup>67</sup>, ces crédits contribuent à renforcer l'équité verticale du système fiscal.

En outre, dans le cas du CIS, la mesure est susceptible d'avoir des effets favorables en termes d'incitants fiscaux relatifs au marché de l'emploi<sup>68</sup>. En effet, les incitants pour les personnes sans emploi à chercher du travail s'en retrouvent renforcés, dans la mesure où le CIS n'est accordé qu'aux contribuables qui disposent d'un revenu résultant d'une occupation salariée. Les avantages associés au passage du statut de « sans emploi »<sup>69</sup> à « salarié » sont donc plus élevés. Étant donné que ce problème d'incitants concerne essentiellement les personnes à faibles revenus, le doublement du CIS pour la tranche de revenus bruts compris entre € 11 265 et € 40 000 pourrait contribuer à réduire le phénomène de « trappe à chômage » ou « trappe à inactivité »<sup>70</sup>. De plus, les salariés qui n'ont pas travaillé toute l'année n'auront pas droit à l'entièreté du CIS, puisque ce dernier ne s'applique qu'à la période durant laquelle le contribuable a bénéficié d'un revenu d'une occupation salariée. Par conséquent, le doublement du CIS (pour la tranche de revenus bruts compris entre € 11 265 et € 40 000) a pour effet de réduire le taux d'imposition marginal effectif et constitue un incitant financier pour les travailleurs

67 Le taux de risque de pauvreté de ces familles était par exemple de 44,6 % en 2014 (voir STATEC, 2015).

68 Certaines institutions internationales comme l'OCDE recommandent l'octroi ciblé de crédits d'impôt pour les bas salaires afin d'améliorer les incitants fiscaux à travailler. Voir notamment :  
- Études économiques de l'OCDE : Luxembourg 2010 ;  
- Perspectives de l'emploi de l'OCDE (2005).

69 Un chômeur non indemnisé ou une personne qui bénéficie d'un revenu de substitution tel que l'indemnité de chômage ou l'aide sociale (RMG).

70 Le phénomène de « trappe à chômage » désigne les désincitants pour une personne sans emploi liés aux prestations qu'il reçoit à chercher du travail. Celui de « trappe à inactivité » désigne le même phénomène pour une personne qui ne perçoit pas d'allocations de chômage mais bien d'autres prestations (revenu minimum, ...).



concernés à augmenter leur offre de travail (réduction du phénomène de « trappe à pauvreté », également connu sous le nom de « trappe à bas salaire »<sup>71</sup>).

L'augmentation ciblée du CIS constitue donc un pas dans la bonne direction et répond aussi aux recommandations d'institutions internationales adressées au Luxembourg, telles que la Commission Européenne, l'OCDE ou le FMI<sup>72</sup> visant à augmenter les incitations au travail.

### IMPACT SUR LE TAUX MOYEN GLOBAL

Comme nous l'avons déjà souligné dans notre avis sur le projet de budget 2016, le barème s'applique seulement aux revenus imposables. Il existe des revenus exemptés, tout comme il existe des catégories de revenus qui ne rentrent pas en compte dans le revenu imposable soumis au tarif progressif. C'est par exemple le cas des stock-options ou des versements au bénéficiaire des régimes de pension complémentaire (2<sup>ème</sup> pilier).

La mise à contribution des très hauts revenus, via l'introduction des taux marginaux de 41 et 42 %, est à prendre avec du recul. En effet, ces taux s'appliquent aux seuls revenus imposables : l'impact de la mesure sur la progressivité du système dans son ensemble sera donc fonction de l'évolution du ratio entre revenus imposables et revenus bruts<sup>73</sup>. Si ce ratio est plus ou moins constant à travers la distribution des ménages selon leur revenu, l'impact sur la progressivité du système sera positif. Si toutefois, pour des revenus bruts élevés, la part des revenus soumis à la progressivité chute fortement, alors l'impact de la mesure sur la progressivité de l'impôt se révélera très réduit. On pourrait s'attendre à ce que la proportion des revenus qui ne sont pas soumis au barème progressif soit sensiblement plus importante pour les hauts et très hauts revenus. En conséquence, pour mettre à contribution ces derniers, il aurait sans doute été plus intéressant de s'attaquer à la fiscalité des revenus non soumis au tarif progressif, dont le traitement fiscal est en général plus avantageux.

Dans ce contexte, il conviendra d'apprécier le bien-fondé de l'introduction des taux marginaux de 41 % et 42 %, des taux qui sont censés augmenter l'imposition des revenus élevés. D'une part, choisir d'augmenter les taux d'imposition marginaux maxima pour mettre davantage à contribution les très hauts revenus n'est pas sans conséquence. La littérature académique ou empirique ne permet pas de déterminer un taux d'imposition maximal « optimal » pour les revenus élevés, qui peut dépendre de beaucoup de facteurs. Bien qu'une hausse des taux marginaux affectant les revenus les plus élevés contribuerait à rendre le système fiscal plus progressif et redistributif, une perte d'attractivité du régime fiscal envers les ménages concernés se ferait cependant ressentir. D'autre part, cet effet dés-incitatif est à prendre avec recul compte tenu de l'existence de revenus ne tombant pas sous le barème progressif de l'impôt (notamment les « stock-options » et les pensions complémentaires) qui permettent précisément à une partie des ménages à hauts revenus d'éviter ces taux marginaux élevés sur cette partie de leurs revenus. Si la part des revenus bruts non soumis au barème progressif se révèle être importante, l'impact de la hausse des taux marginaux maxima sur le taux d'imposition moyen des hauts revenus est susceptible d'être limité. On peut enfin s'interroger sur le maintien de l'impôt de solidarité au taux de 7 % (respectivement 9 % pour les revenus imposables supérieurs à € 150 000 € en classe 1). Le taux applicable était de 2,5 % jusqu'à l'année d'imposition 2010 et a été relevé successivement à la

71 Le phénomène de « trappe à pauvreté » ou « trappe à bas salaire » désigne les désincitants pour un travailleur à augmenter son offre de travail.

72 Voir notamment :  
- Recommandation du Conseil de l'Union Européenne du 8 juillet 2014 concernant le programme national de réforme du Luxembourg pour 2014 et portant avis du Conseil sur le programme de stabilité du Luxembourg pour 2014 (2014/C 247/14) ;  
- IMF Country Report No. 14/119 ;  
- Études économiques de l'OCDE : Luxembourg 2015.

73 L'avis de la BCL sur le projet de budget 2016 (pp. 103-108) présente une analyse plus détaillée de ce phénomène.

hausse à 4 % (respectivement 6 % pour les revenus imposables supérieurs à € 150 000) en 2011 et à 7 % (respectivement 9 %) en 2013. Ces adaptations avaient été introduites en réaction à la crise économique et financière, de manière à faire porter le coût budgétaire des mesures de crise davantage sur les ménages à hauts revenus<sup>74</sup>. La situation économique au Luxembourg s'est toutefois considérablement améliorée depuis l'éclatement de la crise en 2008-2009 et le chômage partiel s'est largement résorbé. Le fait que le gouvernement décide de mener une réforme fiscale, ainsi que le coût budgétaire non négligeable de celle-ci, en attestent incontestablement. Il paraît donc légitime de se demander pourquoi le gouvernement n'a pas souhaité revoir à la baisse cet impôt qui constitue un instrument de crise « préférentiel » au Luxembourg. Il serait en effet logique que les hausses de l'impôt de solidarité subies en temps de crise soient revues ou annulées avec l'amélioration de la situation générale. Cela permettrait non seulement de préserver la nature même de l'impôt de solidarité, mais également de se doter d'une certaine marge de manœuvre en cas de nouvelle récession.

### ANALYSE DES EFFETS PROGRESSIFS, REDISTRIBUTIFS ET BUDGÉTAIRES DES MESURES

Cette partie tente de dégager les impacts que les ajustements intégrés par le gouvernement dans la réforme fiscale auront en termes de progressivité, de redistributivité et de coût budgétaire. Les effets sur la progression du taux moyen d'imposition sont également présentés. A cette fin, des simulations sont effectuées à l'aide d'un instrument développé par la BCL portant sur la taxation directe du revenu imposable des personnes physiques (voir encadré 2)<sup>75</sup>. En ce qui concerne le coût budgétaire afférant à la réforme (simulation 3), il est important de souligner d'ores et déjà que les estimations du gouvernement pour l'année 2017 ne peuvent être comparées directement avec celles de la BCL, en raison de décalages dans la perception des recettes liés à la méthodologie en base « caisse » utilisée par le gouvernement (*cf. infra*). Ceci étant, il est donc indiqué de comparer l'estimation de la BCL avec celle du gouvernement pour l'année 2018, année à partir de laquelle le coût budgétaire de la réforme se fera pleinement ressentir dans le cas des estimations produites par le gouvernement.

<sup>74</sup> L'impôt de solidarité étant un « sur-impôt » appliqué au montant d'impôt dû par le contribuable sur base du barème fiscal, la progressivité de l'impôt de solidarité est équivalente à celle du barème. Le montant de l'impôt de solidarité augmente donc avec le revenu.

<sup>75</sup> Les détails méthodologiques de cet instrument ont été présentés en détail dans l'avis de la BCL sur le projet de budget 2016 (pp. 96-98).

Encadré 2 :

## INSTRUMENT DE SIMULATION DE LA BCL, MÉTHODOLOGIE ET INFORMATIONS TECHNIQUES

Il convient d'attirer l'attention sur les points suivants :

1. Les revenus des ménages utilisés dans les simulations sont ceux soumis au barème de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et sont principalement constitués des revenus du travail. Les revenus qui ne sont pas soumis au tarif progressif ne sont pas pris en compte dans les simulations, faute de données disponibles en la matière.
2. Les revenus utilisés pour effectuer les simulations sont issus d'un fichier de distribution des impôts payés par les ménages selon leur revenu, fichier transmis à la BCL<sup>76</sup> et relatif à l'année 2010. Ces données ont ensuite été calibrées par la BCL pour l'année 2017, sur base de l'évolution de l'emploi et des salaires nominaux observée ou projetée entre 2010 et 2017.
3. Les simulations et la dérivation des coûts budgétaires présentées ci-dessous sont « statiques », dans la mesure où la distribution des ménages selon leur revenu imposable reste inchangée, quel que soit le scénario considéré. Cette hypothèse implique que les contribuables ne modifient par leur comportement (par exemple leur offre de travail) suite aux ajustements tarifaires simulés ci-après.
4. Les analyses faites ci-après tiennent compte de l'impôt de solidarité tel que défini actuellement (taux de 7 % et qui augmente à 9 % à partir de 150 000 euros en classe 1). Il est essentiel de garder à l'esprit que la progressivité et la redistributivité effectives du système fiscal sont très probablement moins élevées qu'estimées dans les simulations, puisque ces simulations omettent, faute de données en la matière, les revenus ne tombant pas sous le barème progressif de l'impôt.

<sup>76</sup> Le Conseil Économique et Social (CES) a également obtenu des données concernant la distribution des impôts payés par les ménages selon leur revenu. Cette distribution, basée sur des données relatives à l'année 2010 et extrapolée pour l'année 2016, a été publiée dans un avis du CES datant de novembre 2015 (« Analyse de données fiscales au Luxembourg »).

Les trois premières simulations intègrent toutes ou une partie des mesures discutées ci-dessus, afin de déceler leurs effets individuels et combinés. La quatrième simulation, effectuée dans un but purement illustratif, calcule les effets progressifs et redistributifs qu'auraient pu avoir des mesures autres que celles adoptées par le gouvernement, pour un coût budgétaire similaire.

L'analyse des effets redistributifs et progressifs des différents scénarios se fait sur base d'indicateurs de distribution, dont les détails sont présentés à l'encadré 3. Il y a lieu de souligner que les valeurs chiffrées de ces indicateurs n'ont pas de signification en soi, mais ces valeurs permettent de comparer les simulations entre elles. Ainsi, un scénario peut être jugé plus ou moins progressif ou redistributif qu'un autre en fonction de la valeur de leurs indicateurs respectifs. Le tableau 21 synthétise les résultats des différents scénarios, analysés ci-après. La première ligne du tableau (« Base ») reprend les valeurs des indicateurs du tarif en vigueur jusqu'à la fin de l'année 2016.

Encadré 3 :

## INDICATEURS DE REDISTRIBUTIVITÉ ET PROGRESSIVITÉ

Il est important de distinguer la progressivité de la redistributivité de l'impôt. Un impôt est qualifié de (strictement) progressif lorsque le taux d'imposition moyen est (partout) croissant. Les effets redistributifs d'un impôt (qui peut être progressif) sont les impacts effectifs de l'impôt sur la distribution des revenus (nets d'impôts) de la population.

L'instrument de simulations de mesures fiscales utilisé dans ce chapitre est basé sur deux indicateurs statistiques : l'indice de Kakwani, un indicateur de la progressivité de l'impôt, et l'indice de Reynolds-Smolensky, un indicateur de la redistributivité de l'impôt.

**L'indice de Kakwani** est un indicateur statistique dont la valeur est comprise entre 0 et 1, servant à mesurer le degré de progressivité de l'impôt payé par une population. A un impôt strictement proportionnel aux revenus imposables va correspondre un indice de Kakwani égal à 0. En revanche, si l'impôt est progressif, l'indice sera supérieur à 0 et plus cette valeur sera proche de 1, plus le caractère progressif du système sera important.

**L'indice de Reynolds-Smolensky** est un indicateur statistique dont la valeur est aussi comprise entre 0 et 1, servant à mesurer le degré de redistributivité de l'impôt payé par une population. Si l'indice est égal à 0, l'impôt n'a aucun effet redistributif et plus la valeur de l'indice se rapproche de 1, plus le caractère redistributif du système sera important.

Ces indices sont calculés sur base de coefficients de Gini associés à la distribution des impôts, des revenus imposables et des revenus disponibles. Le **coefficient de Gini** est un indice statistique de la dispersion d'une distribution dont la valeur est comprise entre 0 (distribution parfaitement égalitaire) et 1 (distribution parfaitement inégalitaire).

Tableau 21 :

### Synthèse des résultats des différents scénarios

TARIF	SCÉNARIO	INDICE DE KAKWANI	INDICE DE REYNOLDS-SMOLENSKI	IMPACT RECETTES POUR L'ETAT (MIO. €)	IMPACT EN POURCENTAGE DU PIB
BASE	TARIF ACTUEL	0,287	0,0636	/	/
S1	Nouveau tarif + abolition IEBT	0,307 (+0,020)	0,0606 (-0,0030)	-433	-0,76 %
S2	Adaptation crédits d'impôts	0,315 (+0,028)	0,0672 (+0,0036)	-140	-0,24 %
S3 (Réforme)	Nouveau tarif + abolition IEBT + adaptation crédits d'impôts	0,338 (+0,050)	0,0641 (+0,0005)	-573	-1,00 %
S4	Indexation des tranches + Ajout tranches à 41 % et 42 % + Adaptation crédits d'impôt (CIS à 0 à partir de 100.000€)	0,347 (+0,059)	0,0657 (+0,0021)	-573	-1,00 %

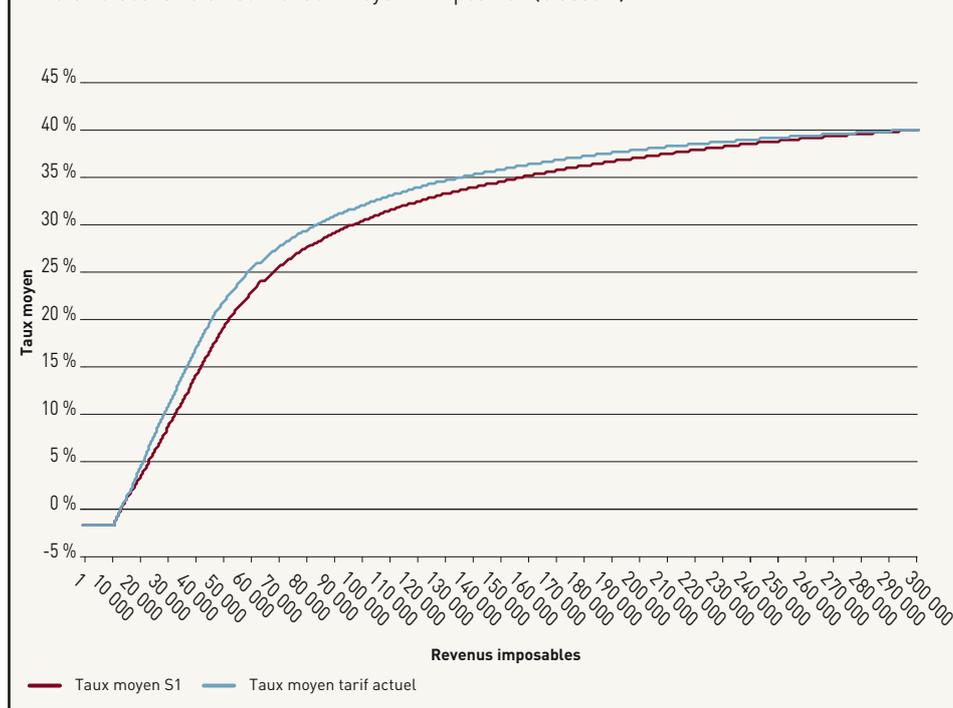
Source : calculs BCL

#### Simulation 1 : Nouveau tarif et abolition de l'IEBT (S1)

L'indice de Kakwani, indicateur de la progressivité d'un système d'imposition (cf. encadré 2), augmenterait sous l'effet du nouveau barème d'imposition et de la suppression de l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire (IEBT), pour passer de 0,287 à 0,307. Cette augmentation (+0,020) est la plus faible parmi les mesures simulées.

D'une part, le nouveau tarif favorise davantage, en termes relatifs, les bas et moyens revenus. La diminution relative de leur charge fiscale, exprimée en pourcentage de leur revenu, est en effet plus importante que pour les revenus élevés. En conséquence, la charge fiscale totale repose davantage sur ces derniers que dans le cas du système actuel.

Graphique 37  
Effets du scénario S1 sur le taux moyen d'imposition (classe 1)



Source : BCL

D'autre part, la suppression de l'IEBT renforce légèrement l'effet de l'adaptation tarifaire sur la progressivité. Dans le régime actuel, bien que la contribution des ménages à l'IEBT augmente avec le revenu<sup>77</sup>, cet impôt est moins progressif que le barème fiscal.

Ces deux mesures amènent une amélioration de la progressivité de l'impôt. Celle-ci peut également s'observer à la lumière de l'évolution du taux moyen d'imposition selon le revenu imposable. Sur le graphique 37, on remarque que la pression à la baisse sur le taux moyen d'imposition s'exerce essentiellement pour les bas et moyens revenus : l'écart entre les taux moyens du scénario S1 (courbe rouge) et celui du système actuel (courbe bleue) est plus important pour ces deux catégories de revenus.

L'indice de Reynolds-Smolenski, indicateur de la redistributivité d'un système d'imposition (cf. encadré 3), diminuerait, pour passer de 0,0636 à 0,0606 (-0,0030). Cette baisse de la redistributivité s'explique par le fait que le nouveau barème a un effet positif sur le revenu disponible de tous les ménages (à l'exception des très hauts revenus, supérieurs à € 230 000) et que cet effet se fait ressentir plus fortement pour des niveaux de revenus se situant aux alentours de € 45 000 (comme illustré précédemment au graphique 35 page 87). Pour les bas revenus, l'impact est plus faible et peut même être inférieur ou égal à l'impact sur des revenus beaucoup plus élevés. Par exemple, l'augmentation relative de revenus disponibles pour un revenu de € 20 000 est comparable à celle associée à un revenu de € 165 000 (+1 % environ). Partant, la hausse de revenus disponibles bénéficie à l'ensemble de la population (mais surtout à des revenus moyens voire élevés) et engendre une baisse de la redistributivité.

Concernant le coût budgétaire de la mesure, l'adaptation du barème fiscal impliquerait un coût budgétaire de 340 millions et l'abolition de l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire aurait un coût d'environ 93 millions. Le coût budgétaire de ces deux mesures s'élèverait donc à environ 433 millions, ce qui représenterait environ 0,76 % du PIB de l'année 2017. Notre estimation de l'impact budgétaire de l'adaptation du tarif fiscal, obtenue à l'aide du simulateur utilisé par la BCL, est sensiblement supérieure à celle du gouvernement, qui chiffre cette mesure à 230 millions à partir de 2018 (année à partir de laquelle l'impact budgétaire serait total, en raison de décalages entre impôts retenus à la source et soldes en cas d'imposition par voie d'assiette). En revanche, notre estimation de l'IEBT est inférieure à celle du gouvernement, qui anticipe une perte de 110 millions d'euros à partir de 2017. Au vu de l'estimation des recettes 83 millions pour l'IEBT en 2015, présentée dans le projet de budget 2017, une projection

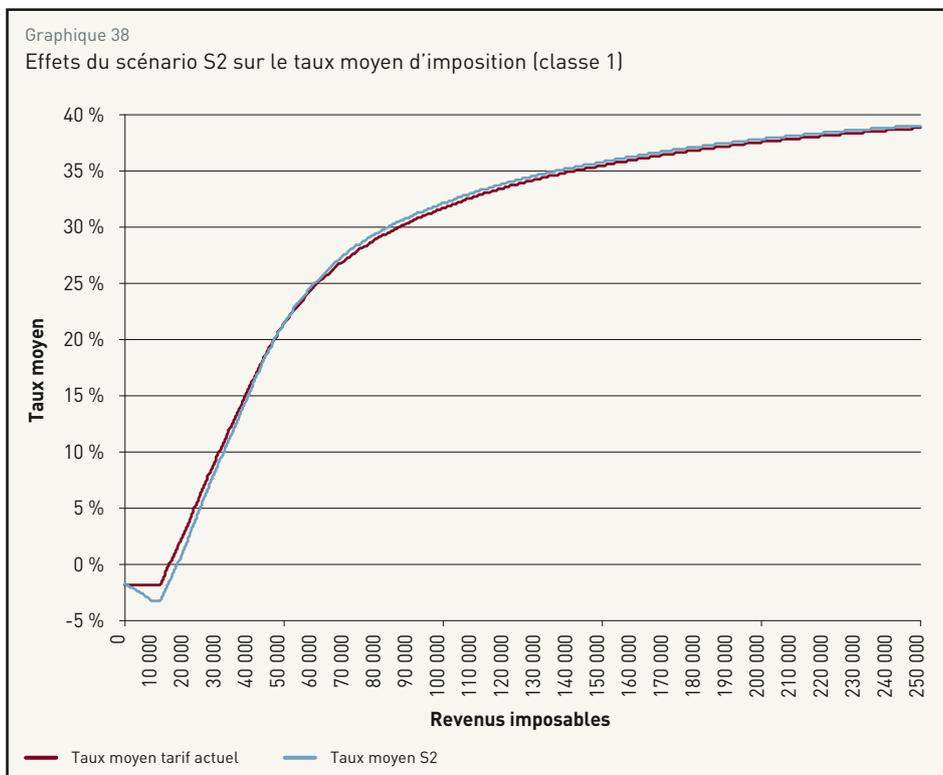
<sup>77</sup> Bien que le taux de 0,5 % soit applicable à tous les revenus, un abattement égal au salaire social minimum est applicable pour l'IEBT, générant ainsi de la progressivité dans l'imposition.

d'une perte de recettes de 110 millions (soit une augmentation de plus de 30 % en seulement deux ans) paraît sujette à question.

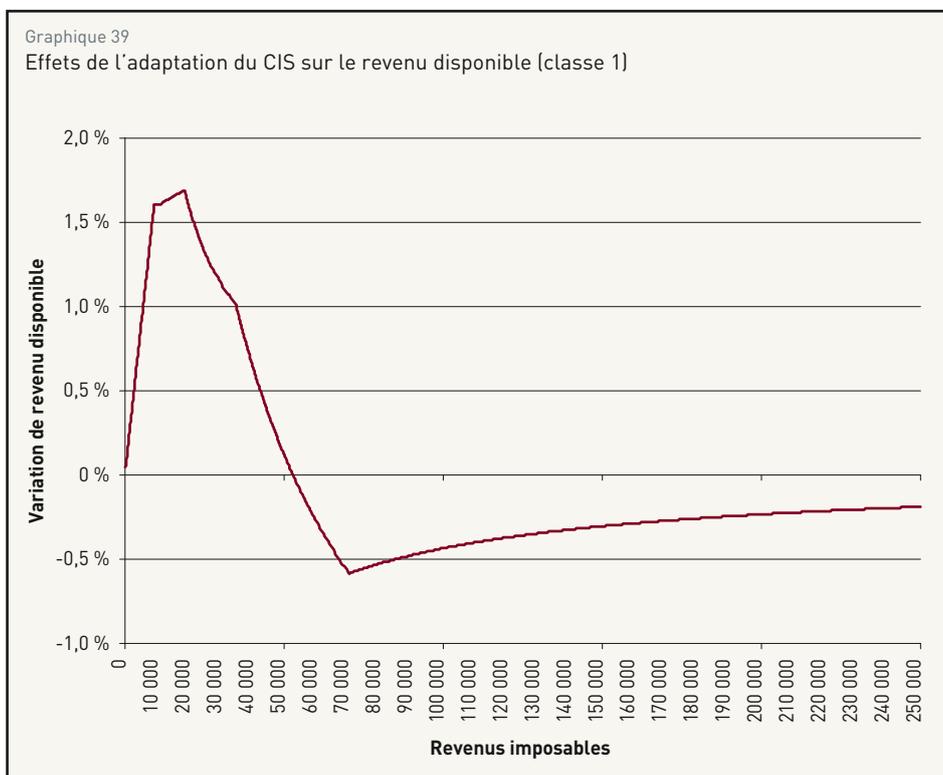
### Simulation 2 : Adaptation des crédits d'impôts (S2)

L'adaptation des crédits d'impôt (CIS, CIP et CIM) a été faite de manière à privilégier les contribuables situés dans les premières tranches de la distribution des revenus. Le montant de ces crédits commence en effet à décroître à partir d'un revenu brut de € 40 000 (€ 35 000 de revenu imposable ajusté pour le CIM) pour atteindre 0 au seuil de € 80 000 (€ 750 au seuil de € 105 000 pour le CIM). Les montants d'impôts payés par ces catégories de revenus diminuent sensiblement avec pour effet une hausse de la progressivité, comme en témoigne l'indice de Kakwani qui passe de 0,287 à 0,315 (+0,028). Cet effet s'observe également au graphique 38, qui représente l'évolution du taux moyen avec et sans l'adaptation des crédits d'impôts pour un contribuable en classe 1 (ici, seul le CIS/CIP est considéré, le CIM n'étant attribué qu'à certains contribuables de la classe 1a). Une baisse du taux moyen s'observe pour les bas revenus. Celle-ci devient de moins en moins importante à mesure que le revenu augmente et s'annule lorsqu'un revenu imposable d'environ € 52 300 (correspondant à un revenu brut de € 60 000) est atteint. Le montant du CIS est alors de € 300 dans les deux cas de figures. Pour des revenus dépassant ce seuil, le nouveau système du CIS est moins avantageux et le taux moyen d'imposition augmente légèrement.

L'effet sur la redistributivité est également positif : d'une part, le



Source : calculs BCL



Source : calculs BCL

montant absolu des crédits est supérieur pour les bas (voire les moyens) revenus. D'autre part, pour un même montant absolu de crédit d'impôt, son montant relatif (rapporté au revenu) est plus important lorsque le revenu est faible. Rappelons en outre que les crédits d'impôt sont restituables au contribuable lorsque le montant du crédit dépasse le montant d'impôt dû, donnant ainsi lieu à un impôt négatif. En conséquence, l'effet redistributif bénéficie essentiellement aux premières tranches de la distribution de la population selon le revenu et l'indice de Reynolds-Smolenski passe ainsi de 0,0636 à 0,0672 (+0,0036, la plus forte hausse parmi les mesures simulées).

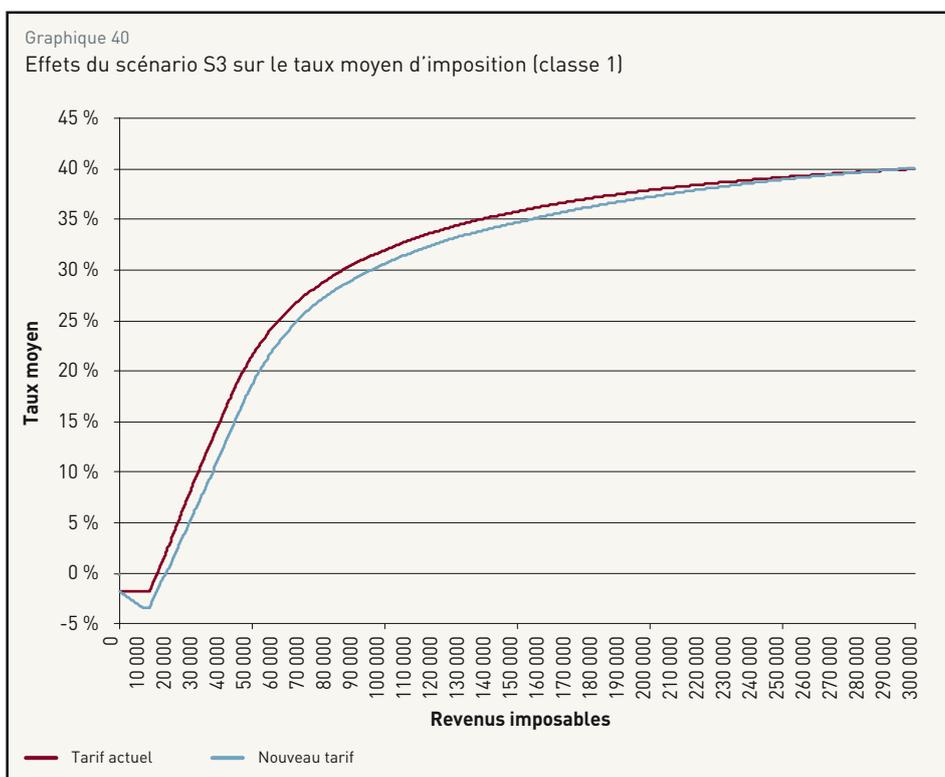
Le graphique 39 illustre à titre d'exemple l'impact, en termes relatifs, du crédit d'impôt pour salariés sur le revenu disponible d'un contribuable en classe 1. Il en ressort que cet avantage est plus important pour les premières tranches de revenus, avec un impact maximal d'environ 1,7 % pour un revenu de € 18 600 (ce qui est lié à l'hypothèse relative au coefficient d'ajustement, cf. supra) et diminue ensuite. Pour un revenu imposable d'environ € 52 300 (équivalent à € 60 000 brut), l'impact sur le revenu disponible est nul, et pour un revenu imposable de € 70 140 (équivalent à € 80 000 brut), l'impact est le plus négatif. A partir de ce seuil, l'impact sur le revenu disponible commence à tendre vers 0, le poids de la perte de € 300 du CIS étant de plus en plus faible à mesure que les revenus augmentent.

Le coût budgétaire de la mesure s'élèverait à environ 140 millions d'euros (environ 0,24 % du PIB de l'année 2017). Cette estimation est plus pessimiste que celle du gouvernement, selon lequel les changements en matière de crédits d'impôt devraient générer une moins-value fiscale de 110 millions d'euros à partir de 2018.

Simulation 3 : Adaptation des crédits d'impôts, suppression de l'IEBT et ajustement tarifaire (S3 = Réforme du gouvernement)

Le scénario 3 combine les mesures des scénarios S1 et S2 et simule les mesures telles qu'avancées par

le gouvernement. On observe en toute logique une augmentation de la progressivité : l'indice de Kakwani passe de 0,287 à 0,338 (+0,050), grâce à l'effet combiné des mesures illustrées aux scénarios 1 et 2 et qui apportent toutes les deux une amélioration de la progressivité de l'impôt. Celle-ci se vérifie dans l'évolution du taux moyen d'imposition, présenté au graphique 40 (identique au graphique 36 présenté à la page 90). Comme expliqué précédemment, les taux moyens d'imposition diminuent sensiblement pour les premières tranches de revenus, essentiellement sous l'effet des crédits d'impôts. Une diminution s'observe également pour les revenus moyens, qui bénéficient en outre de l'adaptation du tarif qui se fait davantage



Source : BCL

sentir sur ces tranches de revenus. Au final, la réforme bénéficie à la grande majorité de la population, bien que cet avantage soit décroissant.

En ce qui concerne la redistributivité, l'indice de Reynolds-Smolenski passe de 0,0636 à 0,0641 (+0,0005), témoignant d'une légère hausse du caractère redistributif de l'impôt. Celle-ci est la résultante d'un effet d'accroissement de la redistributivité engendré par l'adaptation des crédits d'impôt, qui n'est que partiellement compensé par un effet à la baisse liée au nouveau tarif et à la suppression de l'IEBT. Au final, la hausse de l'indicateur de redistributivité est la plus faible parmi les mesures simulées.

Le coût budgétaire total des mesures s'élèverait à environ 573 millions d'euros, soit environ 1 % du PIB de l'année 2017, ce qui correspond à la somme des coûts budgétaires des mesures simulées aux scénarios 1 et 2.

#### Simulation 4 : Scénario alternatif (S4)

Dans un but purement illustratif, ce scénario a pour objectif d'évaluer les effets sur la progressivité et la redistributivité de l'impôt d'un ensemble de mesures choisies de manière à ce que leur coût budgétaire corresponde globalement à celui associé à la réforme fiscale du gouvernement. Les mesures alternatives ciblent plus spécifiquement les bas et moyens revenus, de manière à augmenter les indicateurs de progressivité et de redistributivité de l'impôt. Ces mesures pourraient donc être conformes à l'objectif d'équité que s'est fixé le gouvernement dans le cadre de la réforme fiscale, qui vise à « renforcer le pouvoir d'achat des revenus modestes et moyens » et à « faire contribuer davantage ceux disposant des revenus les plus importants ». Il ne s'agit donc pas de remettre en question cet objectif d'équité. Les mesures suivantes ont été intégrées dans ce scénario :

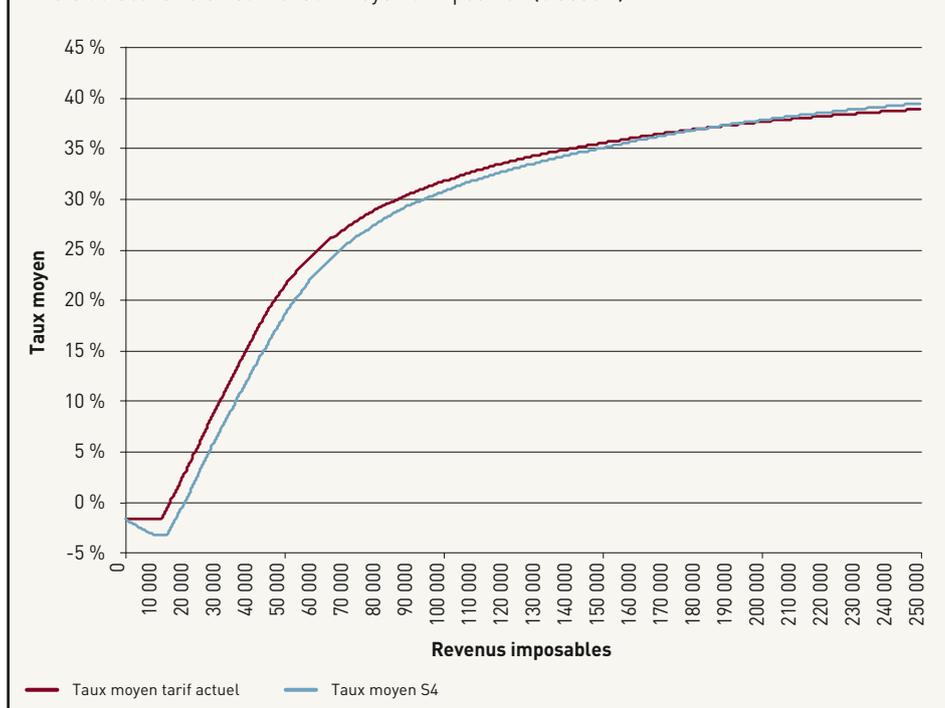
- Adaptation des crédits d'impôts : les nouveaux crédits d'impôts tels que proposés par le gouvernement sont intégrés en raison de leurs effets bénéfiques en termes d'équité et d'incitants fiscaux. La partie dégressive du CIS/CIP est cependant étendue jusqu'à un revenu brut de € 100 000<sup>78</sup>, de manière à atténuer l'effet à la hausse sur la progressivité du taux moyen pour la tranche de revenus concernée.
- Indexation de toutes les tranches du barème : afin de tenir compte de l'inflation qui a érodé le pouvoir d'achat des contribuables depuis la dernière indexation en 2009, toutes les tranches du barème sont indexées de 13 %. Ce chiffre correspond à la progression de l'échelle mobile des salaires qui aura eu lieu sur la période de fin 2009 à début 2017 selon les estimations de la BCL. Cette mesure profite à tous les contribuables, mais en particulier aux contribuables dont le revenu se situe aux alentours de € 45 000.
- Ajouts de deux tranches, taxées à 41 % et 42 % : ces deux nouvelles tranches, dont les seuils sont fixés à respectivement € 125 000 et € 150 000, permettent de mettre davantage à contribution les très hauts revenus. Ces seuils interviennent plus tôt que ceux du barème effectif à partir de 2017, de manière à concerner un plus grand nombre de contribuables à hauts revenus.

Le scénario entraîne une hausse notable de la progressivité du système d'imposition, plus importante que la hausse associée au scénario S3. Avec une hausse de +0,059, contre +0,050 pour le scénario de la réforme du gouvernement, l'indice de Kakwani est ici le plus élevé de tous les scénarios. Cette progression découle du fait que les mesures simulées ici ciblent plus spécifiquement les bas et moyens revenus. Il apparaît sur le graphique 41, qui illustre la progression du taux moyen, que la baisse du taux est plus marquée pour les bas et moyens revenus, grâce à l'indexation des tranches et l'adaptation du CIS/CIP. Cette baisse devient de moins en moins importante à mesure que les revenus augmentent.

78 Le choix de ce seuil a été fixé notamment en vue d'obtenir un coût budgétaire total du scénario identique à celui associé à la réforme du gouvernement.

Graphique 41

Effets du scénario S4 sur le taux moyen d'imposition (classe 1)



Source : BCL

S2 (adaptation des crédits d'impôts uniquement), puisque le revenu disponible ne serait pas seulement amélioré pour les premières tranches de revenus de la distribution, mais aussi pour des revenus supérieurs. Il résulterait aussi de ce scénario que les taux moyens pour les revenus les plus élevés augmenteraient. Un alourdissement de la charge fiscale pour les ménages à revenus élevés peut certes contribuer à rendre le système plus progressif et redistributif. Il faut toutefois garder à l'esprit que certains ménages à hauts revenus sont susceptibles d'échapper à la progressivité de l'impôt sur une partie importante de leur revenu (notamment via le régime très généreux des « stock-options »). Au lieu de revoir à la hausse les taux d'imposition des revenus élevés, il aurait été intéressant de simuler une stratégie de type « taux d'imposition bas, base d'imposition large ». Une telle option consisterait par exemple à intégrer dans le régime d'imposition progressif des revenus qui en sont actuellement exclus. En raison de la non-disponibilité de ces données, de tels scénarios ne peuvent malheureusement pas être simulés.

Le coût budgétaire de ce scénario illustratif est identique à celui de la réforme proposée par le gouvernement, selon le simulateur utilisé par la BCL.

En conclusion, il ressort des simulations ci-dessus que la réforme fiscale proposée amènera une plus grande progressivité du système, mais aura un impact plus limité sur sa redistributivité. Bien que le gouvernement mette en avant l'impact de la réforme sur les ménages les plus modestes et les classes moyennes, « qui trouveront leur pouvoir d'achat considérablement renforcé », il convient de noter qu'un gain fiscal se fera ressentir pour une très grande majorité des contribuables. Des mesures alternatives, plus axées sur les bas et moyens revenus, pourraient engendrer des gains plus importants en termes de progressivité et de redistributivité.

Rappelons toutefois que la simulation 4 a été ajoutée à titre d'illustration afin de mettre en lumière et de mieux évaluer certaines caractéristiques de la réforme proposée. Il ne s'agit en aucun cas de mettre en question l'objectif d'équité que s'est fixé le gouvernement lors de l'élaboration de la réforme.

Le taux moyen devient supérieur à celui associé au système actuel à partir d'un revenu imposable d'environ € 180 000 du fait de l'ajout des deux tranches de taxation. Au final, l'évolution du taux moyen est plus progressive dans ce scénario que sous le tarif actuel, la pente de la courbe du taux moyen paraissant moins « freinée » pour les revenus élevés.

Ce scénario s'avère également plus redistributif que le tarif actuel et que le scénario S3, avec un indice de Reynolds-Smolenski progressant de 0,0021, contre une augmentation de 0,0005 pour le scénario S3 associé à la réforme fiscale. La distribution des revenus disponibles est en effet plus favorisée pour les bas et moyens revenus dans le présent scénario. En revanche, ce scénario est moins redistributif que le scénario

## 2.2.4.2.2 Mesures relatives aux dépenses fiscales

### 2.2.4.2.2.1 Les dépenses fiscales dans le projet de budget

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 »<sup>79</sup>. Elles peuvent prendre différentes formes (déductions, abattements, exonérations, réductions de taux, crédits d'impôt, etc.). Le volume 3 du projet de budget 2015 comportait pour la première fois une estimation du coût des dépenses fiscales. Cette publication était requise dans le cadre de la nouvelle gouvernance européenne<sup>80</sup>. Les tableaux ci-après reprennent l'évolution du coût estimé des dépenses fiscales en matière d'impôts directs et indirects. Il en ressort que le coût des dépenses fiscales s'élève à € 882 millions en 2017 soit 1,54 % du PIB, 401 millions pour les impôts indirects (voir tableau 22) et 481 millions pour les impôts directs (voir tableau 23). Le logement constitue 58 % des dépenses fiscales totales.

Les dépenses en matière d'impôts indirects ne font pas l'objet de modifications dans le cadre de la réforme fiscale. Le taux de croissance du coût de ces dépenses s'élève à 1,8 % en 2017 alors qu'il était de 8,8 % en 2016. Cette croissance moindre s'explique par le fait qu'en 2016, le taux de référence, servant à calculer le coût du taux de TVA réduite en matière de logement, est passé de 15 % à 17 %.

Tableau 22 :

Estimation des dépenses fiscales en matière d'impôts indirects (en millions d'euros)

		BUDGET 2015	BUDGET 2016	PROJET BUDGET 2017
<b>TVA Taux réduit à 3%</b>	Produits alimentaires destinés à la consommation animale	1	1	1
	Chaussures et vêtements pour enfants	2	3	3
	Opérations de restaurations consistant dans la fourniture d'aliments et de boissons consommés sur place	17	21	22
	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	6	5
	Secteur financier	4	2	2
	Logement	174	198	198
<b>TVA Taux réduit à 14%</b>	Vins de raisins frais tirant 13° au moins d'alcool, à l'exception de vins enrichis en alcool, des vins mousseux et de vins dit de liqueur	1	1	4
	Assurances	1	1	0
	Secteur financier	5	na	1
<b>Droits d'enregistrement et de transaction</b>	Crédit d'impôt logement (Bëllegen Akt)	152	159	163
<b>Accises Taux réduit</b>	Gasoil (chauffage)	2	2	2
<b>Total dépenses fiscales pour les impôts indirects</b>		<b>362</b>	<b>394</b>	<b>401</b>

Source : Ministère des Finances

En matière d'impôts directs, les dépenses fiscales s'élèvent à € 481 millions en 2017, soit 0,84 % du PIB. Les dépenses fiscales relatives au logement, aux charges extraordinaires et à la prévoyance vieillesse

79 OCDE (2010), Les dépenses fiscales dans les pays de l'OCDE, Paris.

80 Article 14 paragraphe 2 de la Directive 2011/85/UE du Conseil du 8 novembre 2011 sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des États membres (« Les États 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.

représentent en 2017 respectivement 31 %, 21 % et 6 % du total des dépenses fiscales en matière d'impôts directs. Ces trois catégories sont concernées par les mesures prises dans le cadre de la réforme fiscale de 2017. Il est cependant impossible sur la base des données disponibles d'expliquer le taux de croissance des différentes catégories entre 2016 et 2017 dans la mesure où l'on ne connaît ni la part de la variation due à l'évolution à politique inchangée ni le coût détaillé des mesures de la réforme.

Tableau 23 :

**Estimation des dépenses fiscales en matière d'impôts directs (en millions d'euros)**

		BUDGET 2015	BUDGET 2016	PROJET BUDGET 2017
<b>Abattement</b>	Extra-professionnel	70	67	77
<b>Abattement</b>	En raison d'un bénéfice de cession ou de cessation	5	5	5
<b>Abattement</b>	Sur les plus-values de cession de patrimoine privé	2	0	2
<b>Abattement</b>	Forfaitaires pour charges extraordinaires	35	40	47
<b>Abattement</b>	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	39	44
<b>Abattement</b>	Charges extraordinaires voir frais de domesticité	6	7	9
<b>Déductibilité</b>	Des arrérages de rentes, charges permanentes dues en vertu d'une obligation particulière et payés au conjoint divorcé	3	3	4
<b>Déductibilité</b>	Cotisations d'assurances*	57	4	65
<b>Déductibilité</b>	Intérêts débiteurs	15	15	/
<b>Déductibilité</b>	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	60	4
<b>Déductibilité</b>	Intérêts débiteurs en relation avec un prêt bancaire pour financer l'acquisition d'une habitation personnelle	43	47	49
<b>Déductibilité</b>	Libéralités et dons	34	34	35
<b>Déductibilité</b>	Versements au titre d'un contrat individuel de prévoyance-vieillesse	20	22	29
<b>Déductibilité</b>	Cotisations d'épargne logement	19	21	24
<b>Déductibilité</b>	Cotisations de sécurité sociale complémentaire	5	5	6
<b>Exemption</b>	Plus-value de cession de la résidence principale	73	84	74
<b>Bonification d'impôt</b>	En cas d'embauche de chômeurs	na	na	7
	<b>Total dépenses fiscales pour les impôts directs</b>	<b>424</b>	<b>453</b>	<b>481</b>

Sources : Ministère des Finances

\*Un reclassement a visiblement été effectué entre les projets de budget.

Il convient de mentionner une nouveauté afférente au budget 2017, à savoir l'apparition de la bonification d'impôt pour embauche de chômeur dont le coût s'élèverait à € 7 millions en 2017. Il s'agit d'ailleurs de la seule dépense fiscale relative aux entreprises<sup>81</sup>.

Comme nous l'avons mentionné dans nos avis sur les projets de budget 2015 et 2016, la BCL aurait souhaité pouvoir disposer d'un inventaire régulier du coût de tous les abattements, exemptions et bonifications qu'ils aient été ou non considérés par le gouvernement comme des dépenses fiscales. Cette absence de données rend impossible toute estimation des taux d'imposition effectifs. Par ailleurs, une telle estimation présupposerait également de disposer de statistiques relatives aux subsides. Les dépenses directes comme les dépenses fiscales constituent, en effet, des outils de politiques économiques et sociales.

81 Si l'on ne tient pas compte des libéralités et dons qui concernent à la fois les personnes physiques et les personnes morales.

## EFFETS DE REDISTRIBUTION DES DÉPENSES FISCALES DANS LE CADRE D'UN SYSTÈME PROGRESSIF D'IMPÔT SUR LE REVENU

Dans la mesure où des conditions de revenus ne sont pas fixées, les dépenses fiscales bénéficient aux contribuables de toutes les catégories de revenus. Cependant, dans un système progressif, toute dépense qui diminue le revenu imposable bénéficie plus, en termes absolus et relativement à leurs revenus, aux contribuables situés dans les tranches supérieures. Cet effet est qualifié de « subvention à l'envers ». La présence de plafonds permet de limiter la valeur d'une dépense fiscale pour ces contribuables.

Comme l'indique l'OCDE<sup>82</sup>, toute analyse de l'incidence des dépenses fiscales sur la redistribution, comme toute étude de changements structurels, peut apparaître différente selon que l'on met l'accent sur les modifications de l'impôt dû ou sur celles du revenu après-impôt. Ensuite, les effets distributionnels des dépenses fiscales dépendent beaucoup des réactions comportementales, à la fois des contribuables et des autorités ; celles-ci peuvent remplacer les dépenses fiscales par des programmes de dépenses ordinaires, distribuer les recettes tirées de leur réduction en procédant à des allègements d'impôt structurels ou encore affecter les recettes à la diminution du déficit budgétaire.

En Belgique, une étude du Conseil Supérieur des Finances<sup>83</sup>, basée sur des micro-données est arrivée à la conclusion que « globalement les dépenses fiscales sont distribuées de manière plus inégalitaire que les revenus imposables. Cette concentration des revenus dans les classes centrales et supérieures de la distribution tient davantage au recours inégal aux dépenses fiscales qu'à la distribution des montants consacrés par les ménages concernés. Elle a pour effet d'atténuer la progressivité de l'impôt. Cet effet est d'autant plus net quand les avantages sont valorisés aux taux marginal ».

Pour le Luxembourg, faute de données, il nous est impossible de reproduire cette analyse. On retient néanmoins que l'effet distributionnel de l'augmentation des dépenses fiscales dépend des modalités de leur répartition.

82 OCDE (2010), Les dépenses fiscales dans les pays de l'OCDE, Paris.

83 Conseil Supérieur des Finances (2002), Avis sur les déductions à l'impôt des personnes physiques, Bruxelles.

## REMARQUES CONCERNANT L'ESTIMATION PAR LA BCL DU COÛT DES MESURES RELATIVES AUX DÉPENSES FISCALES

Dans la suite de cet avis, la BCL présente ses estimations propres du coût budgétaire des dépenses fiscales. Ces estimations sont, tout comme celles du gouvernement, basées sur la méthode du manque à gagner. Il s'agit donc d'estimations statiques qui ne tiennent pas compte du changement de comportement du contribuable et de l'impact potentiel sur l'activité économique.

La BCL s'est basée sur les montants repris dans le rapport du CES<sup>84</sup> pour 2016. Elle a ensuite réalisé une extrapolation des montants pour 2017. Par ailleurs, la BCL a estimé le coût de chaque dépense fiscale ainsi que leur modification sur la base d'un taux marginal d'imposition de 39 % contrairement à l'estimation du ministère des Finances, dont le calcul est basé sur un taux moyen de 25 %. Il convient également de mentionner que les estimations sont faites de manière indépendante pour chaque mesure, toutes autres choses restant égales par ailleurs.

Le choix de se baser sur le rapport du CES plutôt que sur les montants des projets de budgets s'expliquent par le fait que : le rapport du CES précise la méthode utilisée à savoir le taux moyen, ce qui n'est pas le cas des projets de budget or des

84 CES (2015), Analyse des données fiscales au Luxembourg.

différences sont constatées pour 2016 entre ces deux sources. De plus, le rapport du CES est plus détaillé et plus clair en ce qui concerne les charges extraordinaires dont la somme des coûts diffèrent également.

A défaut d'avoir des informations relatives aux bénéficiaires des dépenses fiscales, le choix du taux de 39 % s'explique par le fait que le revenu moyen imposable pour un célibataire s'élève selon l'OCDE à 48 350 euros en 2015 et est de ce fait soumis à ce taux. De plus, selon le rapport de cohésion sociale 2016 du STATEC, les salaires annuels moyen et médian s'élèveraient respectivement à € 59 744 et € 47 624.

#### 2.2.4.2.2.2 Mesure relative aux intérêts débiteurs pour prêt personnel

##### MESURE

A partir du 1<sup>er</sup> janvier 2017, il est prévu de rassembler dans une même catégorie de dépenses spéciales la déduction des intérêts débiteurs pour prêt personnel et la déduction pour primes/cotisations d'assurance. Le plafond déductible serait de € 672, à majorer d'un même montant pour le conjoint et pour chaque enfant faisant partie du ménage.

Dans le cadre de l'article 109 (alinéa 1<sup>er</sup>, numéro 1a) de la L.I.R, les intérêts débiteurs (autres que pour prêt hypothécaire) sont actuellement déductibles jusqu'à concurrence d'un montant annuel de € 336, majoré par le nombre de personnes faisant partie du ménage. Dans le cadre de l'article 111 (alinéa 5), les primes et cotisations d'assurance peuvent être déduites jusqu'à un plafond de € 672, majoré d'un même montant pour le conjoint et pour chaque enfant faisant partie du ménage.

Le plafond déductible pour ces deux dépenses spéciales sera donc réduit de 336 euros.

##### COÛT BUDGÉTAIRE

Le plafond étant réduit, cette mesure devrait rapporter des recettes supplémentaires pour un montant maximal de € 18 millions. Il s'agit d'un maximum car l'on fait ici l'hypothèse que tous les contribuables exploitent au maximum le plafond déductible. Les contribuables n'ayant pas encore atteint leur plafond de € 672 (à majorer le cas échéant) pour leurs primes et cotisations d'assurance pourront toujours déduire les intérêts débiteurs pour prêt personnel afin d'atteindre ce plafond.

##### ANALYSE

Le projet de loi justifie cette mesure par un contexte de taux d'intérêt bas qui limiterait l'intérêt de cette dépense spéciale. Le gouvernement ne supprime pas la possibilité de déduire les intérêts débiteurs mais laisse le choix au contribuable entre primes d'assurance et/ou intérêts débiteurs, tout en réduisant le plafond global. La BCL salue cette mesure, car elle diminue quelque peu l'incitant des ménages à s'endetter. Elle espère néanmoins que ce n'est qu'une transition vers une suppression définitive de la déduction des intérêts débiteurs pour prêt à la consommation. Par ailleurs, la mesure devrait contribuer à diminuer quelque peu le coût de la réforme fiscale.

#### 2.2.4.2.2.3 Mesure relative à l'épargne prévoyance-vieillesse

##### MESURE

La réforme prévoit une augmentation de la déduction fiscale pour l'épargne prévoyance-vieillesse (3<sup>ème</sup> pilier). Dorénavant, l'abattement annuel déductible ne dépendrait plus de l'âge du souscripteur et

s'élèverait à € 3 200. L'objectif de cette mesure est d'inciter les ménages à épargner le plus tôt possible afin de se constituer une pension complémentaire à celle du 1er pilier (pension légale). Le tableau suivant reprend les montants de la législation actuelle et ceux prévus par la réforme. Il s'agit du montant annuel maximum déductible au titre d'un contrat individuel de prévoyance-vieillesse. Outre une augmentation des plafonds, la réforme introduit à l'échéance du contrat la possibilité d'un remboursement de l'entièreté du capital.

Tableau 24 :

**Montant de l'abattement annuel (en euros)**

AGE	ACTUEL	A PARTIR DU 01.01.2017	AUGMENTATION (EN %)
<40	1500	3200	113%
40-44	1750	3200	83%
45-49	2100	3200	52%
50-54	2600	3200	23%
55-74	3200	3200	0%

Sources : Ministère des Finances, BCL

Note : Il s'agit de l'âge accompli du souscripteur au début de l'année d'imposition.

## EXPLICATION DU RÉGIME PRÉVOYANCE-VIEILLESSE<sup>85</sup>

L'article 111Bis L.I.R. prévoit que les versements effectués auprès d'une compagnie d'assurances ou d'un établissement de crédit au titre d'un contrat individuel de prévoyance-vieillesse sont déductibles sous les conditions suivantes :

- La durée minimale de souscription du contrat est de 10 ans,
- La prestation est payable au plus tôt à l'âge de 60 ans et au plus tard à l'âge de 75 ans,
- Au maximum 50 % de l'épargne accumulée peut être versée sous forme de capital, le solde doit être converti en un droit à une rente viagère payable mensuellement.
- Le remboursement anticipé de l'épargne est exclu, sauf en cas de maladie grave et d'invalidité.

Lorsque des époux imposables collectivement souscrivent chacun un contrat de prévoyance-vieillesse, le montant déductible est calculé individuellement pour chaque époux. Il n'y a pas de majoration du plafond pour les enfants.

Le règlement grand-ducal du 25 juillet 2002, portant exécution de l'alinéa 1<sup>er</sup> de l'article 111Bis L.I.R., détermine les prestataires pouvant offrir des contrats de prévoyance-vieillesse et délimite les produits d'investissement autorisés ainsi que la politique d'investissement à réaliser. Il s'ensuit que les entreprises d'assurance peuvent offrir des contrats, soit à rendement garanti, soit sans rendement garanti, alors que les établissements de crédits ne peuvent offrir que le second type de contrat.

85 Pour une explication détaillée du régime, voir la circulaire du directeur des contributions directes L.I.R. n°111bis/1 du 11 décembre 2002.

## COÛT BUDGÉTAIRE

L'estimation budgétaire de cette mesure n'est pas aisée à effectuer du fait que nous ne disposons pas de la distribution par âge des contribuables bénéficiant de cet avantage fiscal. Le coût estimé de cette mesure est de € 23 millions, soit 0,04 % du PIB en 2017. Ce calcul se base, d'une part, sur le taux de croissance des forfaits et, d'autre part, sur le coût total de la dépense fiscale réparti par tranche d'âge de la population de 25 à 74 ans. Cette estimation est prudente dans la mesure où le poids des jeunes de

25 à 39 ans est relativement important<sup>86</sup> et que toutes les personnes de cette tranche d'âge n'ont pas nécessairement les capacités financières pour tirer entièrement profit de cette mesure.

Cette analyse du coût budgétaire ne tient pas compte du surplus de recettes issues de la taxation à la fin du contrat. En effet, si un plus grand nombre de personnes épargne et/ou un plus grand montant est épargné, le montant capitalisé à la fin du contrat soumis à la taxation sera plus important. Cet effet ne devrait pas jouer avant une dizaine d'années<sup>87</sup>.

## ANALYSE

L'objectif principal du régime de prévoyance-vieillesse est d'inciter les ménages à épargner pour leur retraite afin de disposer d'un revenu complémentaire à la pension légale.

Comme indiqué dans le chapitre 5.2 de cet avis, il est probable que le Luxembourg doive faire face à une augmentation significative des dépenses de pension, qui pourraient ne pas être soutenables sans réforme supplémentaire. Les jeunes générations courent donc le risque de percevoir des prestations de retraites inférieures à celles générées dans le régime actuel. Les régimes privés volontaires d'épargne-retraite pourront par conséquent être amenés à jouer un plus grand rôle en tant que source de revenus additionnels pour les personnes âgées. Le fait de commencer à épargner tôt permet de constituer un capital utile pour maintenir un niveau de vie acceptable au pensionné.

La mesure augmente l'avantage fiscal pour les jeunes générations et encourage ainsi à épargner davantage pour la retraite. Comme le montre le tableau suivant, pour un contrat d'une durée de 10 ans, on constate que, dans le régime en vigueur, l'avantage fiscal total pour un contribuable ayant souscrit à un contrat à l'âge de 35 ans s'élève à € 6 337 alors qu'il est de € 12 480 pour un contribuable ayant souscrit à un contrat à l'âge de 55 ans. A partir du 1<sup>er</sup> janvier 2017, peu importe l'âge de la souscription, l'avantage fiscal total sera de € 12 480 pour un contrat d'une durée de 10 ans.

Tableau 25 :

### Montant de l'avantage fiscal en fonction de la durée de contrat et de l'âge de la souscription (en euros)

		AGE À LA SOUSCRIPTION						A PARTIR DU 01.01.2017	
		35	40	45	50	55	60		65
DURÉE DE CONTRAT	10	6 338	6 338	9 165	11 310	12 480	12 480	12 480	12 480
	15	10 433	11 408	15 405	17 550	18 720	18 720		18 720
	20	15 503	16 478	21 645	23 790	24 960			24 960
	25	21 743	22 718	27 885	30 030				31 200
	30	27 983	28 958	34 125					37 440

Source : BCL

Note : Hypothèse : taux marginal de 39 % constant au cours de la durée du contrat indépendamment de l'âge du souscripteur. Il s'agit de montants « bruts » à la fin du contrat, ils ne tiennent pas compte de la taxe de 4 % sur les primes d'assurance ni des intérêts générés chaque année par l'avantage fiscal.

La réforme introduit également la possibilité de récupérer, à l'échéance du contrat, l'entièreté de l'épargne accumulée, alors qu'actuellement seul un maximum de 50 % peut être récupéré, le reste étant versé sous forme de rentes viagères. D'un côté, cette flexibilité accrue devrait inciter davantage de personnes à souscrire à cette nouvelle formule d'épargne prévoyance-vieillesse. En effet, il est possible qu'en raison des contraintes actuelles liées au remboursement, certains contribuables préfèrent investir dans d'autres produits leur permettant une meilleure maîtrise de leur capital accumulé.

<sup>86</sup> Ils représentent 35 % des 29-74 ans en 2013.

<sup>87</sup> A moins que les compagnies d'assurance n'acceptent d'amender les contrats existants.

D'un autre côté, la possibilité de récupérer l'entièreté de l'épargne accumulée à l'échéance du contrat éloigne l'épargne prévoyance-vieillesse de son objectif initial, à savoir la constitution d'une pension mensuelle censée compléter la pension provenant du régime général. Vu sous cet aspect, la déduction fiscale pour l'épargne prévoyance-vieillesse servira donc davantage en tant que simple subvention fiscale à l'épargne.

Si le gouvernement souhaite essentiellement encourager l'épargne prévoyance-vieillesse, d'autres options pourraient être envisagées. Le gouvernement pourrait par exemple inciter les prestataires de tels services financiers à accroître la transparence en matière de frais de gestion afin d'exercer une pression à la baisse sur ceux-ci. Au Luxembourg, les prestataires qui offrent des formules de prévoyance-vieillesse ne sont pas encore tenus d'afficher les coûts totaux de ces produits d'épargne, par exemple sous la forme d'un « Total expense ratio (TER) ». Si certains des ces coûts sont explicites, comme par exemple les frais payés à la souscription initiale, la plupart des coûts tels que ceux ayant trait aux frais opérationnels récurrents restent opaques. Bien évidemment, plus les coûts sont élevés, plus le rendement de ces produits d'épargne, net de ces coûts et des impôts, sera faible pour l'épargnant. Cet effet n'est pas anodin. Les produits de l'épargne prévoyance-vieillesse seraient ainsi plus attractifs pour l'épargnant, ce qui, à travers un effet volume, pourrait également être bénéfique pour les prestataires de services financiers.

Il existe aussi un risque que la mesure sous rubrique n'atteigne pas le public cible dans la mesure où les allègements fiscaux bénéficieront davantage aux revenus élevés et donc à des personnes qui auraient de toute façon épargné pour leur retraite, même en l'absence d'incitants fiscaux (effet d'aubaine). *A contrario*, il reste à voir si les personnes plus jeunes auront les moyens suffisants pour tirer profit de la mesure en épargnant (davantage) dans le but de se constituer une pension complémentaire, alors qu'ils doivent déjà faire face à des dépenses importantes liées notamment aux coûts élevés du logement et/ou des enfants à charge.

Finalement, il convient d'ajouter qu'en matière de constitution d'épargne à long terme, les primes versées dans le cadre d'un contrat d'assurance-vie respectant les conditions de l'article 111 L.I.R, bénéficient également d'un avantage fiscal<sup>88</sup>.

Les disparités d'imposition des revenus de l'épargne, résultant notamment des incitants fiscaux pour la prévoyance-vieillesse et pour le logement (abordé ci-après), créent des distorsions dans l'allocation de l'épargne. Il aurait été ainsi intéressant de mener une étude sur l'imposition effective des produits d'épargne qui tiendrait compte de la taxation globale du capital épargné (taxation des primes/contributions versées par l'épargnant, taxation sur le rendement, taxation à la sortie). Elle permettrait d'appréhender d'éventuels biais dans l'allocation de l'épargne.

#### 2.2.4.2.2.4 Mesures relatives aux charges extraordinaires

Les charges extraordinaires sont des charges inévitables (pour des raisons matérielles, juridiques ou morales) et qui réduisent de façon considérable la capacité contributive. Ce sont des charges qui « en principe n'incombent pas à la majorité des contribuables se trouvant dans des conditions analogues quant à la situation familiale et quant à l'importance du revenu et de la fortune »<sup>89</sup>.

88 Comme mentionné dans la section précédente, ces primes sont déductibles à concurrence d'un plafond de € 672 à majorer en fonction de la composition du ménage.

89 Source : Administration des Contributions Directes.

## MESURES

### 1) Augmentation de l'abattement forfaitaire pour frais de domesticité, d'aides et de soins en raison de l'état de dépendance ou de garde d'enfants

L'abattement forfaitaire pour frais de domesticité, d'aides et de soins en raison de l'état de dépendance ou de garde d'un enfant qui s'élève actuellement à € 3 600 par année d'imposition, passerait à € 5 400 à partir de 2017<sup>90</sup>. Cette augmentation est justifiée par le gouvernement du fait que de plus en plus de ménages sont obligés de recourir à de l'aide externe pour la garde d'enfants, les travaux domestiques ou l'assistance aux membres âgés de la famille.

### 2) Augmentation de l'abattement pour enfants ne vivant pas dans le ménage

Le gouvernement propose d'augmenter l'abattement pour enfants ne vivant pas dans le ménage de € 3 480 actuellement à € 4 020 en 2017.

## COÛT BUDGÉTAIRE

L'estimation du coût de ces deux mesures n'est pas aisée à effectuer et elle est essentiellement basée sur l'augmentation des forfaits.

Tableau 26 :

**Coût des mesures relatives aux charges extraordinaires (en millions d'euros et en % du PIB 2017)**

	MESURES	M€	% DU PIB
1	Augmentation de l'abattement forfaitaire pour frais de domesticité, d'aides et de soins en raison de l'état de dépendance ou de garde d'enfant	15	0,025
2	Augmentation de l'abattement pour enfant ne vivant pas dans le ménage	3	0,005
	<b>Total</b>	<b>18</b>	<b>0,03</b>

Source : BCL

## ANALYSE

Les mesures décrites ci-dessus répondent d'abord au constat que ces forfaits déductibles n'ont pas été régulièrement revus à la hausse afin d'être en phase avec l'évolution du coût de la vie. Elles répondent aussi à des objectifs sociaux et économiques, la lutte contre le travail au noir incitant les contribuables à déclarer le personnel qu'ils emploient pour les travaux domestiques, les soins de personnes dépendantes ou encore la garde d'enfants. Les déductions pour frais de garde d'enfant peuvent également être considérées comme une mesure incitative à travailler pour le conjoint.

### 2.2.4.2.2.5 Mesures relatives au logement

Les mesures de la réforme touchent à la fois la demande et l'offre de logement.

<sup>90</sup> Il convient de noter que ce montant n'est pas majoré par personne faisant partie du ménage (conjoint ou enfant) et constitue donc un montant unique.

## MESURES TOUCHANT LA DEMANDE DE LOGEMENTS

## 1) Doublement du plafond de la déduction pour l'épargne-logement

Les cotisations versées à des caisses d'épargne-logement agréées au Luxembourg ou dans un autre État membre de l'Union Européenne sont déductibles du revenu imposable jusqu'à concurrence d'un plafond annuel de 672 euros. Le plafond est majoré d'un même montant :

- pour le conjoint ou partenaire, si les conjoints ou partenaires sont imposés collectivement;
- pour chaque enfant pour lequel le contribuable obtient une modération d'impôt pour enfant.

La réforme prévoit que les contribuables jusqu'à l'âge de 40 ans pourront bénéficier d'un plafond majoré d'un montant de 1 344 euros (contre 672 euros actuellement) et introduit donc une différenciation en fonction de l'âge du souscripteur.

Tableau 27 :

## Montant du forfait annuel (en euros)

	ACTUEL	A PARTIR DU 01.01.2017	AUGMENTATION
Jusqu'à l'âge de 40 ans	672	1344	100%
Après 40 ans	672	672	0%

Sources : Ministère des Finances, BCL

La réforme introduit également un nouvel alinéa (alinéa 3a) visant à éviter les abus liés à l'utilisation du capital accumulé à des fins fiscalement non-favorisées. L'alinéa a le libellé suivant : « L'affectation des fonds, attribués à l'échéance d'un contrat d'épargne-logement, dans une année d'imposition à une fin autre que celles prévues à l'article 1<sup>er</sup>, lettre c), exclut de la déduction, en tant que dépenses spéciales, les cotisations faites après cette date en vertu d'autres contrats d'épargne-logement pour les années d'impositions subséquentes. »

## EXPLICATION DE L'ÉPARGNE-LOGEMENT

Afin de pouvoir bénéficier des avantages fiscaux dans le cadre d'une épargne-logement, celle-ci ne peut être utilisée que pour financer la construction, l'acquisition ou la transformation d'un appartement ou d'une maison utilisés pour besoins personnels d'habitation, y compris le prix d'acquisition du terrain, ainsi que le remboursement d'obligations contractées aux mêmes fins (article 111 L.I.R.).

Les versements d'épargne-logement pouvant être déduites au cours de la phase d'épargne sont :

- les versements prévus dans le contrat ;
- les éventuels versements supplémentaires ;
- les frais d'établissement du contrat ;
- les intérêts bonifiés sur l'épargne au 31 décembre de chaque année.

Les avantages fiscaux devront être remboursés (imposition rectificative) si le contrat est résilié avant un terme de 10 ans ou si l'épargne n'est pas attribuée directement à un investissement immobilier (c'est-à-dire si le capital est utilisé à des fins autres que par exemple l'acquisition de l'habitation propre, la remise en état du toit, des fenêtres, de la peinture ou encore de la chaudière de l'habitation utilisée pour des besoins personnels d'habitation) sauf en cas de décès ou d'invalidité permanente du contractant. Il convient de noter qu'il y a actuellement 3 sociétés agréées en tant que caisse d'épargne-logement au Luxembourg.

## 2) Abolition de la valeur locative du domicile propre

La valeur locative de l'habitation occupée par le propriétaire est déterminée d'après un régime forfaitaire. Il s'agit d'un pourcentage de la valeur unitaire attribuée à l'habitation. La valeur locative correspond à 4 % de la valeur unitaire<sup>91</sup>, si celle-ci est inférieure ou égale à € 3 800 et à 6 % de la valeur dépassant € 3 800. La valeur locative est considérée comme étant un revenu provenant de la location de biens. La réforme prévoit de modifier la valeur locative en la fixant à 0 % de la valeur unitaire. Par conséquent, la valeur locative de l'habitation personnelle du propriétaire sera de € 0.

## 3) Augmentation de la déductibilité des intérêts des prêts hypothécaires pour l'habitation personnelle

Les intérêts débiteurs payés (diminués d'une éventuelle subvention ou bonification) sur un prêt hypothécaire servant à financer l'habitation personnelle du propriétaire constituent des frais d'obtention. Si les intérêts débiteurs sont intégralement déductibles comme frais d'obtention aussi longtemps que l'habitation n'est pas occupée par le propriétaire, la déductibilité est toutefois plafonnée lorsque celui-ci occupe l'habitation. Ce plafond tient compte de la durée d'occupation et de la composition du ménage. Le plafond est en effet majoré de son propre montant pour le conjoint ou partenaire imposable collectivement ainsi que pour chaque enfant.

Les intérêts débiteurs sont déduits du revenu provenant de la location de biens, autrement dit de la valeur locative.

Le tableau suivant reprend les forfaits actuels et ceux prévus par la réforme. Il en ressort une augmentation de 33 % de tous les forfaits.

Tableau 28 :

### Montant du forfait annuel (en euros)

	ACTUEL	RÉFORME	AUGMENTATION
Année de l'occupation et 5 années suivantes	1500	2000	33%
5 années subséquentes	1125	1500	33%
Années suivantes	750	1000	33%

Sources : Ministère des Finances, BCL

Un couple avec deux enfants occupant leur logement depuis 2 ans pourrait, selon le régime actuel, déduire 6 000 euros. A partir du 1<sup>er</sup> janvier 2017, ce montant passera à 8 000 euros.

## MESURES TOUCHANT L'OFFRE DE LOGEMENTS

### 4) Exonération de 50 % des loyers provenant de la location d'immeubles à des organismes agréés comme l'Agence immobilière sociale (AIS)

Lorsqu'un immeuble bâti (appartement ou maison unifamiliale) faisant partie du patrimoine privé du contribuable est donné en location, les loyers perçus au courant de l'année d'imposition sont imposés dans la catégorie des revenus nets provenant de la location de biens. Suite à la réforme, seule la

91 Toutes les propriétés immobilières bâties et non-bâties sises sur le territoire du Grand-Duché de Luxembourg sont évaluées fiscalement. Le service des évaluations immobilières procède à une classification des immeubles selon leur destination pour ensuite les évaluer séparément à leur valeur unitaire. Puisque cette évaluation est impossible pour les frontaliers, la valeur unitaire de l'habitation d'un frontalier est fixée à 2 500 euros.

moitié du montant des loyers sera soumise à l'imposition des personnes physiques. L'autre moitié sera exonérée d'impôt. Cette exemption est uniquement valable pour les immeubles qui seront loués à des organismes agréés telle que l'Agence immobilière sociale.

#### 5) Imposition de la plus-value immobilière au quart du taux pour les ventes réalisées durant une période de 18 mois

En matière d'impôts directs, le gain ou la perte dégagé par la vente d'un immeuble du patrimoine privé<sup>92</sup> est, en principe, imposable comme revenus net divers, soit comme bénéfice de spéculation (si l'intervalle entre l'acquisition et la vente ne dépasse pas 2 ans), soit comme plus-value. Ces revenus nets sont considérés comme des revenus extraordinaires et sont imposés au demi-taux global<sup>93</sup>.

La réforme réduit de moitié l'imposition des plus-values réalisées au cours de la période allant du 1<sup>er</sup> juillet 2016 au 31 décembre 2017 par un contribuable, personne physique. Le taux d'imposition dans ce cas, a été réduit au quart du taux global. Cette mesure est entrée en application par la publication de la loi du 29 juin 2016 au Mémorial A – N° 112 du 30 juin 2016.

### COÛT BUDGÉTAIRE

Le tableau suivant reprend le coût budgétaire des mesures liées au logement estimé par la BCL sur la base des données disponibles. Le détail du calcul de chaque coût est expliqué ci-après.

Tableau 29 :

#### Coût des mesures relatives au logement (en millions d'euros et en % du PIB)

	MESURES	M€	% DU PIB
1	Doublement du plafond de la déduction pour l'épargne-logement	26	0,045
2	Abolition de la valeur locative du domicile propre	16	0,03
3	Augmentation de la déductibilité des intérêts des prêts hypothécaires	26	0,045
4	Exonération de 50 % des loyers provenant de la location des immeubles à des organismes agréés	+	+
5	Imposition de la plus-value immobilière au quart du taux pour les ventes réalisées durant une période de 18 mois	+/-	+/-
	<b>Total</b>	<b>68</b>	<b>0,12</b>

Source : BCL

Seuls les coûts des mesures 1 à 3 ont pu être estimés, les deux autres mesures n'étant guère quantifiables car étant trop dépendantes du comportement des propriétaires d'immeubles et du type de bien immobilier mis en location ou en vente. La mesure 5 devrait générer des recettes supplémentaires pour autant qu'elle réussisse à convaincre les propriétaires de vendre des biens qui n'auraient pas été vendus en son absence ; *a contrario*, elle engendrera moins de recettes sur les biens qui de toute manière auraient été vendus.

La mesure 1 tient compte de l'augmentation du forfait pour les personnes dont l'âge ne dépasse pas 40 ans. Ne connaissant pas le nombre de contribuables inclus dans cette catégorie, l'analyse se base sur le pourcentage de la population comprise entre 25 et 40 ans dans le total de la tranche d'âge allant de 25 à 74 ans. Cette méthode surestime probablement le coût réel supplémentaire de cette

<sup>92</sup> Il convient de noter que le revenu réalisé lors de la vente de la résidence principale appartenant au contribuable est exempt de l'impôt sur le revenu, conformément à l'article 102bis L.I.R.

<sup>93</sup> Il s'agit du demi-taux moyen.



mesure. En ce qui concerne la deuxième mesure, il s'agit d'une estimation basée sur une valeur locative moyenne de 100 euros. Ce choix s'explique par le fait qu'il n'y a pas suffisamment de statistiques relatives aux valeurs unitaires et aux contribuables par commune. Cette valeur locative est celle qui est attribuée aux frontaliers et qui est fixe quel que soit leur bien. Finalement, pour ce qui est du coût de l'augmentation des plafonds, l'estimation se base simplement sur une augmentation du coût résultant de l'augmentation de 33 % de tous les forfaits.

## ANALYSE

S'il est compréhensible que le gouvernement cherche des solutions à la problématique du logement au Luxembourg, les mesures prévues auraient dû pourtant s'inscrire dans une réflexion globale de la fiscalité immobilière. Celle-ci est particulièrement complexe, car elle se caractérise par l'imbrication de différents impôts directs et indirects, implique deux niveaux de pouvoir (État central et communes) et doit faire face au conflit permanent entre les fonctions allocative, redistributive et incitative de l'impôt.

L'encadré suivant montre les différents impôts et aides en matière de logement.

### IMPOSITIONS MULTIPLES :

- 1) Impôt foncier : dont la base imposable est la valeur unitaire
- 2) Impôt sur le revenu :
  - base imposable dépend de l'utilisation du bien et du statut juridique du locataire. Pour la maison d'habitation il s'agit de la valeur locative. En vue de concrétiser le droit au logement, la maison d'habitation bénéficie d'un régime fiscal particulier.
  - imposition des plus-values
- 3) Impôt sur les transactions : frais de notaire (droit d'enregistrement 6 % et droit de transcription 1%) et TVA
- 4) Impôt sur le patrimoine : droits de succession

### AIDES MULTIPLES (LISTE NON EXHAUSTIVE) :

- 1) Remboursement de la TVA Logement ou application directe du taux super-réduit de 3 %. Le montant total de la faveur fiscale résultant de l'application du taux super-réduit de 3 % ne peut pas excéder 50 000 euros par logement créé et/ou rénové.
- 2) Crédit d'impôt sur les actes notariaux (Bëllegen Akt). Ce crédit d'impôt est limité à 20 000 euros par acquéreur.
- 3) Epargne-logement. Celle-ci ne peut être utilisée que pour la transformation ou la modernisation d'un logement et pour l'accès à la propriété immobilière.
- 4) Crédit hypothécaire (subvention et déductibilité des intérêts)
- 5) Les commissions et frais à payer dans le cadre de l'inscription de l'hypothèque du crédit logement sont entièrement déductibles en tant que frais d'obtention sous réserve de ne pas occuper le logement au moment du paiement des frais en question. Les frais de l'acte notarié ne sont pas déductibles.
- 6) Le paiement d'une prime unique au titre d'une assurance temporaire au décès à capital décroissant en vue de garantir le remboursement d'un prêt consenti pour l'acquisition, la construction, l'agrandissement, la transformation ou la remise en état, pour les besoins personnels d'habitation, d'une maison ou d'un appartement dans une maison en copropriété divise.

Dans ce contexte d'impositions et d'aides multiples, il est particulièrement difficile de mesurer l'imposition effective de l'immobilier tant au niveau individuel que macro-économique. Par ailleurs, l'implication de deux niveaux de pouvoir complexifie encore le problème.

Les objectifs poursuivis par les incitants fiscaux et les subsides sont les suivants :

- Encourager l'acquisition de la maison d'habitation
- Orienter une partie de l'épargne vers le financement du logement
- Encourager la vente de logements
- Encourager la rénovation de logement
- Soutenir l'activité dans le secteur de la construction

Une étude approfondie des objectifs mériterait d'être réalisée. Il conviendrait en effet de savoir si ceux-ci sont suffisamment précis, si les outils pour les atteindre sont efficaces et s'ils ne rendent pas le système trop complexe et peu transparent, s'il n'y a pas d'externalités négatives, etc. Il serait également intéressant de connaître les bénéficiaires de ces aides par classe de revenu et par groupe socio-professionnel. Pour réaliser une telle étude, des données plus détaillées devraient être disponibles.

Dans son avis sur le projet de budget 2016, la BCL avait également suggéré de réaliser une analyse approfondie de la fiscalité immobilière, incluant l'impôt foncier (et son éventuelle réforme), avant d'entreprendre de telles mesures.

Néanmoins, les mesures prévues amènent les commentaires suivants.

#### MESURE 1 CONCERNANT LE DOUBLEMENT DU PLAFOND DE LA DÉDUCTION POUR L'ÉPARGNE-LOGEMENT

Cette mesure favorise plus, en termes absolus, les contribuables qui se situent dans les dernières tranches d'imposition du barème, taxées à des taux marginaux plus élevés. On s'interroge par ailleurs sur l'efficacité réelle de l'épargne-logement comme aide à l'accès à la propriété. Elle semble en effet dans sa forme actuelle surtout constituer un moyen visant à payer moins d'impôt. Certains abus venant d'une utilisation détournée de l'épargne-logement devraient être limités avec l'introduction d'un nouvel alinéa en cette matière. Finalement, s'agissant de la limitation de la hausse du forfait en introduisant une différenciation en fonction de l'âge, il conviendra de voir quel en sera l'usage effectif par la population plus jeune.

#### MESURE 2 CONCERNANT L'ABOLITION DE LA VALEUR LOCATIVE DU DOMICILE PROPRE

La fixation de la valeur locative à 0 euro est une mesure quelque peu étonnante. Le point positif de cette mesure est qu'en cas de revalorisation des valeurs unitaires<sup>94</sup>, l'impact de cette dernière serait nul concernant l'impôt sur le revenu pour les habitations personnelles. En fixant cette valeur à 0 euro, l'élément fiscal générateur des frais d'obtention<sup>95</sup> est quant à lui toujours présent. Alors qu'en abolissant la valeur locative du domicile propre, les intérêts débiteurs pour habitation propre ne devraient plus être considérés comme des frais d'obtention et ne seraient en principe plus déductibles, à moins qu'ils ne soient considérés comme dépenses spéciales<sup>96</sup>. Cette proposition avait été avancée par l'Administration des contributions directes (ACD) afin de limiter un certain nombre d'abus liés au système actuel<sup>97</sup>.

94 Ce type de revalorisation pourrait se faire dans le cadre d'une réforme de l'impôt foncier qui n'a cependant pas encore été prévue comme nous y reviendrons dans le point relatif à l'impôt foncier.

95 Sont par définition considérées comme frais d'obtention, les dépenses faites directement en vue d'acquérir, d'assurer et de conserver les revenus. La valeur locative est considérée comme un revenu.

96 Les dépenses spéciales sont des charges déductibles dans les mesures où elles ne constituent pas des dépenses d'exploitation ni des frais d'obtention et ne sont pas en relation avec des revenus exemptés.

97 Administration des contributions directes [2013], Réflexions de l'Administration des contributions directes autour du prochain programme gouvernemental.



Par ailleurs, transformer les intérêts pour prêt hypothécaire en dépenses spéciales impliquerait une plus grande égalité de traitements entre les résidents et les non résidents<sup>98</sup> comme souhaité dans cette réforme fiscale. Au regard de la définition des dépenses spéciales, la faisabilité de cette proposition, à savoir l'abolition de la valeur locative et la reclassification des intérêts afférents de frais d'obtention en dépenses spéciales pourrait poser question. Selon l'ACD, la perte de recettes issues de ce changement pour les frontaliers serait minime.

### MESURE 3 CONCERNANT L'AUGMENTATION DE LA DÉDUCTIBILITÉ DES INTÉRÊTS DES PRÊTS HYPOTHÉCAIRES POUR L'HABITATION PERSONNELLE

L'augmentation de la déduction des intérêts ne paraît à ce stade guère justifiée compte tenu de la baisse au cours des dernières années des taux d'intérêt sur les crédits immobiliers. Cette mesure incite les ménages à s'endetter davantage, alors que cet endettement est déjà élevé, par rapport à leur revenu disponible<sup>99</sup>. Finalement, force est de constater que cette mesure va à l'encontre des recommandations faites par la BCL, la Commission européenne, l'OCDE<sup>100</sup>, le FMI<sup>101</sup> et le CERS<sup>102</sup>. Elle revient à augmenter la demande pour le logement, ce qui, en l'absence d'une hausse de l'offre, a tendance à se traduire en une hausse ultérieure des prix de l'immobilier. En outre, les mesures 2 et 3 favorisent plus, en termes absolus, les contribuables qui se situent dans les dernières tranches d'imposition du barème, taxées à des taux marginaux plus élevés. Elles favorisent également les ménages propriétaires par rapport aux ménages locataires.

Par ailleurs, les mesures 1 à 3 visent à soutenir la demande sur le marché immobilier. Dans le contexte d'un marché immobilier dynamique, une stimulation supplémentaire de la demande par des incitations fiscales ne semble ni nécessaire, ni appropriée. Ces mesures risquent de contribuer à alimenter davantage la hausse des prix immobiliers et, par ricochet, l'endettement des ménages. Contrairement à l'intention déclarée, elles ne vont donc nullement contribuer à rendre l'accès au logement plus abordable. Finalement, comme la BCL l'a mentionné dans son avis sur le projet de budget 2016, ce type de mesures va exacerber le problème d'allocation efficiente des ressources<sup>103</sup>.

Les mesures 4 et 5 sont relatives à l'offre de logements et paraissent de bien faible ampleur comparées aux mesures relatives à la demande.

### MESURE 4 CONCERNANT L'EXONÉRATION DE 50 % DES LOYERS PROVENANT DE LA LOCATION D'IMMEUBLES À DES ORGANISMES AGRÉÉS COMME L'AGENCE IMMOBILIÈRE SOCIALE (AIS)

Cette mesure vise à inciter les propriétaires à louer leur bien immobilier à des personnes disposant de revenus modestes. Davantage de logements à moindre coût devraient *a priori* ainsi devenir disponibles. Il reste à voir dans quelle mesure cet incitant va contrer les éventuelles réticences des propriétaires et dans quelle mesure des logements qui ne sont actuellement pas utilisés à ces fins seront mis sur le marché.

98 Il s'agit ici des non résidents assimilés fiscalement aux résidents et imposés par voie d'assiette.

99 BCL (2016) Revue de stabilité financière, pp. 21-23.

100 OCDE (2015), Études économiques Luxembourg : « Le traitement fiscal préférentiel aux investissements en logements devrait être revu à la baisse ».

101 FMI (2016), Article IV : « While some of the tax measures aim to increase housing supply, the envisaged tax relief for home buyers would aggravate existing imbalances given that demand for real estate structurally outstrips supply. »

102 Comité Européen de Risque Systémique (CERS), 2016, avertissement ESRB/2016/09.

103 De plus, « [l]a persistance de la croissance des prix immobiliers au Luxembourg résultant principalement d'une forte demande de logements associée à une forte rigidité de l'offre des biens résidentiels [et] de la progression de l'endettement des ménages par rapport à leurs revenus disponibles » a été évoqué par le Comité du Risque Systémique comme risque potentiel à la stabilité du système financier national. Voir « Rapport Annuel 2015 » du Comité du Risque Systémique.

## MESURE 5 CONCERNANT L'IMPOSITION DE LA PLUS-VALUE IMMOBILIÈRE AU QUART DU TAUX POUR LES VENTES RÉALISÉES DURANT UNE PÉRIODE DE 18 MOIS

Selon l'exposé des motifs, cette mesure vise à agrandir l'offre de logements. Or, la mesure va uniquement abaisser les taux d'imposition des plus-values pour les propriétaires de résidences secondaires. Il s'agit d'un avantage fiscal pour ces propriétaires mais qui ne va nullement contribuer à augmenter l'offre physique de logements. On pourra donc tout au plus observer une substitution de logements qui sont actuellement mis en location par des logements de résidence principale. La mesure est limitée dans le temps et, par conséquent, son effet devrait être temporaire. Cette mesure risque de simplement inciter les propriétaires à vendre des biens sur cette période alors qu'ils les auraient peut-être vendus de toute façon, ou plus tard. Pour l'État, les recettes pourraient augmenter (pour 2016 et 2017) par rapport à une situation sans incitant mais, considérées en cumul sur plusieurs années, les recettes risquent d'être moins importantes, puisque les biens qui ont été vendus pour profiter de cet avantage fiscal ne le seront pas une seconde fois lorsque la mesure ne sera plus en vigueur.

### 2.2.4.2.2.6 Mesures relatives aux véhicules

#### MESURES

##### 1) Introduction d'un abattement forfaitaire pour les véhicules 0 émissions

Le projet de loi introduit un nouvel abattement pour les véhicules particuliers à zéro émission. Il s'élève à 5 000 euros pour les voitures électriques ou fonctionnant à l'hydrogène et à 300 euros pour les e-vélos ou pédélecs.

##### 2) Modification du système d'imposition des voitures de fonction

L'avantage en nature forfaitaire imposable à des véhicules de fonction est réévalué et va dépendre à la fois de l'émission de CO<sub>2</sub> et du carburant du véhicule (essence ou diesel).

Tableau 30 :

**Avantage forfaitaire en nature imposable (en % de la valeur du véhicule neuf TVA comprise)**

CATÉGORIE D'ÉMISSIONS DE CO <sub>2</sub>	ACTUELLE	A PARTIR DU 01.01.2017		
	TOUTES CATÉGORIES CONFONDUES	ESSENCE	DIESEL (SEUL OU HYBRIDE)	VÉLO OU PÉDÉLEC
0 g/km	1,5	0,5	0,5	0,05
> 0-50 g/km	1,5	0,8	1	
> 50-110 g/km	1,5	1	1,2	
>110-150 g/km	1,5	1,3	1,5	
> 150 g/km	1,5	1,7	1,8	

Source : Ministère des Finances

#### COÛT BUDGÉTAIRE

Le coût budgétaire de ces mesures est difficilement quantifiable car il dépendra des choix du consommateur.

Tableau 31 :

**Coût des mesures relatives au logement (en millions d'euros et en % du PIB)**

MESURES		M€	% DU PIB
1	Abattement forfaitaire pour les véhicules particuliers 0 émissions CO <sub>2</sub>	0,09	0
2	Modification de l'avantage forfaitaire en nature	8,7	0,015
<b>Total</b>		<b>8,8</b>	<b>0,015</b>

Source : BCL

**MESURE 1 :**

A notre connaissance, il n'y a pas de statistiques disponibles sur les vélos vendus. En ce qui concerne les voitures électriques, elles représentaient, au 1<sup>er</sup> janvier 2016, 0,22 % des voitures particulières. Si on considère un nombre de 20 000 immatriculations de véhicules à moteur neufs par an, le coût budgétaire s'élèverait donc à approximativement 90 000 euros.

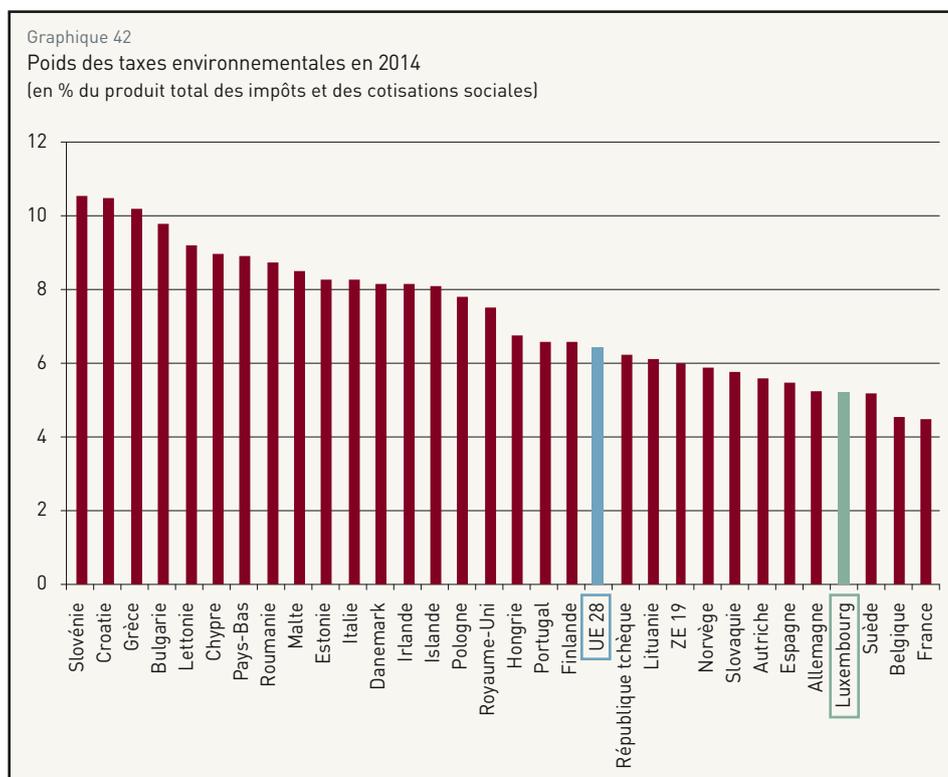
**MESURE 2 :**

Le prix moyen pour l'achat d'un véhicule neuf est de 29 000 euros<sup>104</sup>. Au 1<sup>er</sup> janvier 2016, 81 % des véhicules à usage mixte fonctionnaient au diesel. Selon Link2Fleet Luxembourg<sup>105</sup>, la moyenne nationale en termes d'émissions de CO<sub>2</sub> est de 128,64 g/km. La majorité des véhicules se situe donc dans la catégorie inchangée de 1,5 %. Le coût de cette mesure pour le stock actuel de véhicules à usage mixte (es-

sence et électrique) et sur la base du prix moyen s'élèverait donc à 8,7 millions d'euros. Le coût de cette mesure constitue un maximum dans la mesure où il se base sur le stock actuel de voitures.

**ANALYSE**

Ces mesures visent à inciter, lors d'un prochain achat/leasing, les utilisateurs à opter pour un choix de véhicule moins polluant. Le graphique suivant montre qu'en 2014 la part des taxes environnementales dans le produit total des impôts et des cotisations sociales a été de 5,2 % au Luxembourg. Cette part est relativement faible par rapport aux autres pays. Au Luxembourg, les taxes sur les



Sources : Eurostat, BCL

104 Source : Société nationale de circulation automobile.

105 <http://www.link2fleet.lu/reevaluation-de-lavantage-en-nature/>. Link2fleet est une société d'information à l'attention des professionnels du marché des flottes automobiles.

transports représentent 7 % des écotaxes contre 20 % dans l'UE. Le Luxembourg dispose donc de marge de manœuvre en la matière.

### 2.2.4.2.3 Autres mesures

#### 2.2.4.2.3.1 Imposition individuelle optionnelle

##### MESURE

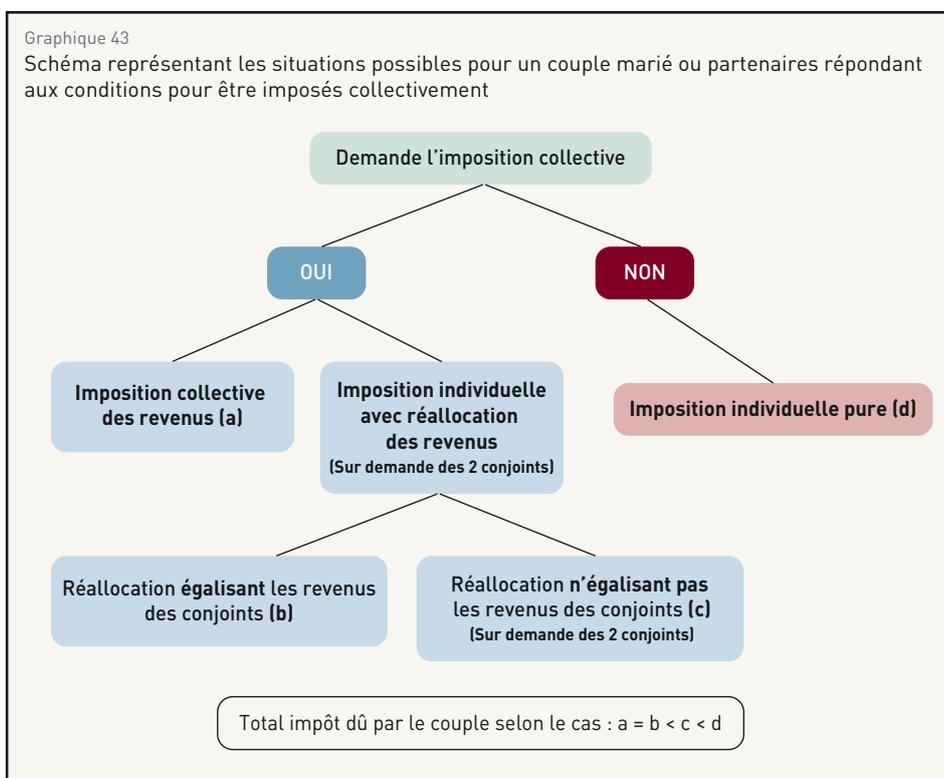
Le projet de loi prévoit de donner le choix aux contribuables de la classe d'impôt 2 d'être imposés soit collectivement soit individuellement avec réallocation de revenus. L'imposition individuelle pure des revenus (chacun des revenus imposés selon la classe 1) est déjà possible si les contribuables ne demandent pas ou ne répondent pas aux conditions pour l'imposition collective.

##### COÛT BUDGÉTAIRE

Cette mesure ne devrait pas avoir d'impact budgétaire. Dans le cas où les contribuables choisissent d'être imposés individuellement avec réallocation des revenus, celle-ci se fera automatiquement de manière à égaliser les revenus des conjoints qui seront imposés suivant le barème de la classe 1. La cote d'impôt due par un couple est inchangée puisqu'il s'agit toujours d'appliquer la méthode du splitting<sup>106</sup>. Si le couple choisit de réallouer les revenus de manière à ce que chaque conjoint ait un revenu différent, le total de l'impôt dû par le couple sera supérieur. Cependant, cette dernière situation devrait être rare, le comportement habituel du contribuable étant de minimiser l'impôt à payer. Par ailleurs, il faut que les deux contribuables émettent ce choix. Or le conjoint disposant du revenu le plus élevé ne devrait pas être enclin à payer plus d'impôt sauf en cas de réallocation « égalisante » des revenus.

##### ANALYSE

Le graphique ci-contre reprend les différentes options pour un couple marié ou pour les partenaires soumis à la classe 2. Si le couple ne demande pas l'imposition collective, chacun des revenus sera imposé selon le barème de la classe 1. Si le couple demande l'imposition collective alors il bénéficie d'un choix supplémentaire, à savoir celui d'être imposé individuellement avec une réallocation des revenus.



Source : BCL

<sup>106</sup> Pour plus de détails concernant le calcul de l'impôt dû en fonction de la classe d'impôt et la méthode de splitting voir l'avis sur le projet de budget 2016 de la BCL aux pages 89-97.

Le tableau suivant montre à l'aide d'un exemple chiffré les implications des différentes options en termes d'impôts payés. Il s'agit du cas d'un couple marié dont les deux conjoints ont des revenus, la somme de leur revenu imposable ajusté étant égale à 100 000 euros. Le premier conjoint a un revenu imposable ajusté de 75 000 euros et le deuxième a un revenu de 25 000 euros. Comme mentionné ci-avant, l'imposition collective ou l'imposition individuelle avec réallocation « égalisante » des revenus (dans ce cas chacun dispose d'un revenu imposable de 50 000 euros) engendrent un montant d'impôt total identique. Si par contre, le couple choisit de répartir les 100 000 euros de manière à ce que le revenu imposable du premier conjoint soit de 65 000 euros et celui du deuxième de 35 000 euros, alors le total d'impôts à payer est supérieur aux cas précédents. Finalement, si le couple ne demande pas l'imposition collective ou individuelle avec réallocation, la somme des impôts est alors supérieure à tous les autres cas de figure.

Tableau 32 :

**Exemple pour un couple marié des différentes options d'imposition**

	IMPÔT NOUVEAU BARÈME		
	1 <sup>ER</sup> CONJOINT	2 <sup>ÈME</sup> CONJOINT	TOTAL
Imposition collective			<b>19 486</b>
Imposition individuelle avec réallocation "égalisante" (50 % / 50 %)	9 743	9 743	<b>19 486</b>
Imposition individuelle avec réallocation "non égalisante" p.e. 65 % / 35 %	4 143	16 003	<b>20 146</b>
Imposition individuelle pure	1 718	20 176	<b>21 894</b>

Source : BCL

La mise en place de cette mesure aura comme seule conséquence de changer la manière d'imposer les couples. Avec l'imposition individuelle, les retenues seront opérées à la source chaque mois et le système d'avances trimestrielles, qui consiste à régulariser, lors de chaque trimestre, l'impôt dû pour l'année en cours lorsque la retenue à la source est insuffisante, sera supprimé. Les retenues mensuelles à la source seront plus appropriées à la situation des conjoints et le flux financier pour l'État sera dès lors plus régulier. Enfin, la responsabilité de chaque conjoint sera limitée au montant de l'impôt qui aurait été dû individuellement (selon la classe 1). Actuellement, les couples imposés collectivement sont redevables solidairement de la cote d'impôt due par le couple.

La mesure paraît positive puisqu'elle consiste à introduire plus de flexibilité fiscale pour les couples sans impacter significativement le budget de l'État. D'un point de vue administratif et pratique, on peut se demander s'il n'aurait pas été plus simple de rendre obligatoire cette imposition individuelle avec réallocation de revenus pour tous ceux qui demandent l'imposition collective, plutôt que de se retrouver avec deux systèmes parallèles. Cette question est pertinente même si le système d'avance permet d'adapter plus facilement en cours d'année et en fonction de l'évolution de la situation fiscale du contribuable le montant d'impôt dû.

#### 2.2.4.2.3.2 Imposition des non résidents

Le projet de loi relatif à la réforme fiscale comporte un volet concernant l'imposition des non résidents, visant à « assurer un traitement fiscal égal entre résidents et non résidents ». A partir de l'année d'imposition 2018, l'imposition individuelle sur option sera étendue aux non résidents et l'imposition des contribuables non résidents mariés sera adaptée.

Sous le régime actuel, les contribuables non résidents mariés sont imposés soit en classe 1a (régime de droit commun pour les conjoints mariés ne vivant pas séparément et dont l'un des deux réalise un revenu professionnel au Luxembourg), soit en classe 2. L'octroi de la classe 2 n'est possible que si la part des revenus professionnels du ménage provenant du Luxembourg s'élève à 50 % au minimum.

Contrairement aux résidents mariés, l'octroi de la classe 2 pour les non résidents n'entraîne pas automatiquement une imposition collective du ménage. Celle-ci n'est appliquée que si les deux époux réalisent des revenus professionnels au Luxembourg. Dans le cas d'un frontalier marié imposé en classe 2 et dont le conjoint ne perçoit pas de revenus au Luxembourg, deux cas de figure peuvent se présenter. Soit le frontalier peut être imposé en classe 2 sur ses seuls revenus luxembourgeois, sans avoir l'obligation de déclarer les revenus totaux du ménage. En contrepartie, il n'a pas la possibilité de faire valoir des déductions de la même manière qu'un résident. Soit le contribuable non résident demande à être assimilé fiscalement à un résident. Cette demande ne peut lui être accordée qu'à condition qu'il réalise au moins 90 % (50 % dans le cas d'un résident en Belgique) de ses revenus au Luxembourg<sup>107</sup> (article 157ter L.I.R.). Cette assimilation permet de prendre en compte, dans le calcul de son taux d'imposition, l'ensemble des déductions fiscales auxquelles les contribuables résidents ont droit (déduction de dépenses spéciales, abattements pour charges extraordinaires, frais, ...). En outre, le calcul du montant d'impôt dû par le contribuable se fait sur base d'un taux d'imposition prenant en compte l'intégralité des revenus du ménage et non plus seulement ceux du conjoint travaillant au Luxembourg. Afin de respecter les conventions bilatérales de non double imposition, les revenus étrangers sont toutefois exonérés et sont utilisés uniquement en vue de calculer le taux d'imposition applicable.

A partir de 2018, les contribuables mariés seront imposés en classe 1 sous le régime de droit commun, qui est moins avantageuse que la classe 1a. De plus, l'octroi de la classe 2 ne sera possible qu'à condition de pouvoir prétendre à l'assimilation fiscale à un résident, une assimilation dont les critères d'accès resteront inchangés. La classe 2 entraînera donc automatiquement l'imposition collective des deux époux: le calcul du montant d'impôt dû par les contribuables se fera sur base d'un taux d'imposition prenant en compte l'intégralité des revenus du ménage (tout en respectant les clauses de non double imposition prévues dans les conventions bilatérales avec ces pays).

Le gouvernement souhaite manifestement rectifier une situation « privilégiée » certains frontaliers mariés. C'est le cas pour les contribuables non résidents mariés dont le conjoint ne perçoit pas de revenu au Luxembourg. En ayant la possibilité d'être imposés individuellement en classe 2, ceux-ci bénéficient d'un potentiel avantage fiscal par rapport aux contribuables mariés résidents, pour lesquels l'octroi de la classe 2 rend l'imposition collective obligatoire. Avec la réforme, le traitement fiscal des non résidents concernés sera en ligne avec celui des résidents.

Les conséquences de cette réforme pour les frontaliers dépendront fortement des situations particulières des ménages non résidents. Étant donné que quelque 160 000 contribuables frontaliers seront touchés par cette mesure, les conséquences de celle-ci seront analysées plus en détail. Peuvent se présenter notamment les cas de figure suivants :

- 1) Le passage de la classe 1a à la classe 1 pour le régime de droit commun est moins avantageux pour ces contribuables. En effet, le montant d'impôts du calculé selon le barème de la classe 1 sera toujours égal ou supérieur au montant d'impôts du calculé selon le barème de la classe 1a. Seront concernés notamment les contribuables non résidents mariés dont les revenus professionnels générés au Luxembourg sont inférieurs à 50 % des revenus professionnels du ménage. Ces derniers ne peuvent prétendre à être imposés en classe 2 et passeront de leur actuelle classe 1a à la classe 1 avec la réforme.
- 2) Dans le cas de deux non résidents mariés percevant tous les deux un revenu imposable au Luxembourg, la réforme risque de leur être défavorable si le critère d'assimilation de l'article 157ter n'est pas rempli. Actuellement, ces ménages peuvent bénéficier d'une imposition collective en classe 2

<sup>107</sup> Ce seuil peut se calculer sur base des revenus mondiaux (luxembourgeois et étrangers) individuels de l'un des deux conjoints ou par rapport à leur situation collective.



pour autant que plus de 50 % de leurs revenus professionnels proviennent du Luxembourg et y soient imposés. Sous le nouveau système, afin de bénéficier d'une imposition en classe 2, le ménage devra remplir les conditions d'accès de l'article 157ter qui prévoit qu'au moins 90 % du revenu indigène et étranger de l'un des époux ou du ménage doit être imposable au Luxembourg. Si ce critère n'est pas rempli, en raison par exemple de revenus locatifs ou de revenus mobiliers perçus à l'étranger, les conjoints seront tous deux imposés individuellement en classe 1, entraînant probablement une hausse du montant total d'impôt à payer par le ménage. Si en revanche ce critère est rempli, leur situation reste inchangée avec une imposition collective en classe 2.

- 3) La réforme risque d'être défavorable pour certains ménages non résidents dont un seul des deux conjoints perçoit des revenus au Luxembourg. C'est le cas si le conjoint contribuable au Grand-Duché est actuellement imposé en classe 2 (il perçoit au Luxembourg plus de 50 % des revenus professionnels du ménage) sur ses seuls revenus individuels, sans avoir la possibilité de faire valoir des déductions supplémentaires (critère des 90 % de l'article 157ter non rempli). Avec la réforme, ce contribuable ne sera plus imposé en classe 2 car le critère de l'article 157ter ne sera pas rempli et se rangera donc en classe 1, toujours sans avoir la possibilité de faire valoir des déductions fiscales supérieures aux montants forfaitaires. Le passage de la classe 2 à la classe 1 lui sera presque toujours défavorable<sup>108</sup>.
- 4) Si le critère des 90 % de l'article 157ter est rempli, l'incidence fiscale pour les ménages non résidents dont un seul des conjoints perçoit des revenus professionnels au Luxembourg sera fortement tributaire de la situation personnelle du ménage. Avec la réforme, si ces contribuables veulent continuer à être imposés en classe 2, ils seront tenus d'être assimilés fiscalement à des contribuables résidents. La réforme est donc soit neutre pour ces contribuables (l'assimilation est favorable pour eux mais ils ont déjà la possibilité de la demander), soit défavorable (l'assimilation est imposée et la hausse de l'impôt engendrée par la déclaration des revenus totaux est supérieure à la baisse d'impôt liée à la possibilité de faire valoir des déductions fiscales supplémentaires).

Les exemples suivants présentent à titre purement indicatif quelques cas types dans le but de montrer l'incidence financière de la réforme pour un ménage de deux non résidents mariés, en fonction de leur situation personnelle. Ces exemples comparent la situation actuelle concernant le traitement des non résidents avec la situation après réforme, tout en tenant compte des autres mesures de la réforme (nouveau barème d'imposition, nouveaux plafonds pour certains abattements, ...). Les montants d'impôts renseignés sont calculés selon le barème progressif d'imposition, avec prise en compte de la contribution au fonds pour l'emploi.

- 1) Considérons un ménage de deux non résidents dont le premier conjoint (A) perçoit un revenu net<sup>109</sup> de € 50 000 provenant d'une activité professionnelle au Luxembourg et y est imposé. Le deuxième conjoint (B) perçoit un revenu net de € 30 000 à l'étranger. Le ménage fait face aux dépenses déductibles suivantes :
- Cotisations sociales luxembourgeoises de A : € 5 525.
  - Cotisations sociales payées à l'étranger par B : € 3 921.
  - Intérêts liés au prêt hypothécaire de la résidence principale du couple (à l'étranger) : € 4 000.
  - Primes d'assurance : € 1 344.
  - Cotisations à une caisse d'épargne-logement luxembourgeoise : € 2 688.

<sup>108</sup> L'effet peut être neutre si le contribuable se trouve dans la première tranche du barème de la classe 1, imposée à un taux de 0 %, auquel cas la cote d'impôt calculée selon le barème sera nulle avant et après la réforme.

<sup>109</sup> Le revenu net est égal au revenu moins les frais d'obtention. Ces frais sont constitués des dépenses faites en vue d'acquérir, d'assurer et de conserver le revenu.

- Cotisations à un contrat de prévoyance-vieillesse souscrit par A au Luxembourg : € 3 200.

Impôts avant la réforme : les revenus de A au Luxembourg représentant plus de 50 % des revenus professionnels du ménage, il a donc la possibilité d'être imposé en classe 2. Bien qu'il puisse également demander l'assimilation fiscale à un résident (plus de 90 % de ses revenus proviennent du Luxembourg), il est plus avantageux pour lui d'être imposé en classe 2 de manière individuelle.

L'impôt dû par A (avec contribution au fonds pour l'emploi) est de 2 408 euros.

Impôts après la réforme : l'imposition individuelle en classe 2 n'est plus possible pour A. Il peut soit être imposé en classe 1 (individuellement) soit en classe 2 en étant assimilé fiscalement à un résident et en déclarant les revenus de B. L'option la plus avantageuse pour lui est d'être imposé en classe 2 de manière collective tout en ayant la possibilité de déduire fiscalement certaines de ses dépenses. Dans ce cas, l'impôt dû par A s'élève à 2 988 euros, soit 580 euros de plus que sous le système actuel.

- 2) Même situation que dans l'exemple 1, mais les revenus nets perçus par B à l'étranger s'élèvent à € 15 000.

Impôts avant la réforme : si A choisit d'être imposé en classe 2 de manière individuelle, son impôt dû est toujours de 2 408 euros (les revenus de B n'interviennent pas dans le calcul de l'impôt).

Impôts après la réforme : en optant pour une imposition collective en classe 2, le taux moyen d'imposition applicable au revenu de A est plus faible que dans l'exemple 1, en raison de revenus totaux du ménage moins élevés. Il en résulte un montant d'impôt dû par A de 1 850 euros. Ce montant correspond également au montant qu'il pourrait payer sous le système actuel en demandant l'assimilation fiscale à un résident.

- 3) Considérons que le ménage est maintenant composé de A, de B et de deux enfants. Etant donné que certaines dépenses sont déductibles à concurrence d'un plafond pouvant être majoré de son propre montant pour chaque enfant pour lequel le contribuable obtient une modération pour enfant, les dépenses déductibles du ménage sont les suivantes :

- Cotisations sociales luxembourgeoises de A : € 5 525.
- Cotisations sociales payées à l'étranger par B : € 3 921.
- Intérêts liés au prêt hypothécaire de la résidence principale du couple : € 8 000.
- Primes d'assurance : € 2 688.
- Cotisations à une caisse d'épargne-logement luxembourgeoise : € 5 376.
- Cotisations à un contrat de prévoyance-vieillesse souscrit par A au Luxembourg : € 3 200.

Impôts avant la réforme : si A choisit d'être imposé en classe 2 de manière individuelle, son impôt dû est toujours de 2 408 euros.

Impôts après la réforme : En optant pour une imposition collective en classe 2, le taux moyen d'imposition applicable au revenu de A est plus faible que dans l'exemple 1, en raison de dépenses déductibles plus élevées. Il en résulte un montant d'impôt dû par A de 2 030 euros. Ce montant correspond également au montant qu'il pourrait payer sous le système actuel en demandant l'assimilation fiscale à un résident.

- 4) Même situation que dans l'exemple 1, mais A dispose en outre d'un revenu net de € 10 000 provenant d'une occupation salariée à l'étranger.

Impôts avant la réforme : si A choisit d'être imposé en classe 2 de manière individuelle (les revenus professionnels de A au Luxembourg représentent plus de 50 % des revenus professionnels du ménage), son impôt dû reste de 2 408 euros.

Impôts après la réforme : en raison de ses revenus salariés perçus à l'étranger, A ne peut plus être imposé en classe 2, que ce soit de manière individuelle ou collective. En effet, le critère d'accès à l'imposition collective de l'article 157ter, qui prévoit qu'au moins 90 % du revenu indigène et étranger du ménage ou de l'un des époux doit être imposable au Luxembourg, n'est plus rempli. A se retrouve donc en classe 1. De plus, toujours en raison du critère de l'article 157ter, il n'a pas non plus la possibilité de faire valoir ses dépenses déductibles. Le montant d'impôt dû par A s'élève à 7 240 euros, soit 4 832 euros de plus que sous le système actuel.

Il ressort des exemples ci-dessus que l'impact de la réforme sera fortement tributaire des conditions particulières des ménages non résidents. Ainsi, le montant des revenus totaux à prendre en compte pour le calcul du taux à appliquer aux revenus luxembourgeois peut influencer de manière non négligeable le montant d'impôts dû. Plus les revenus étrangers du conjoint à déclarer seront faibles, moins leur prise en compte sera défavorable pour le contribuable. De même, plus le montant des dépenses que le contribuable pourra déduire dans sa déclaration d'impôt est élevé, moins la cote d'impôt totale due dans le nouveau régime en cas d'imposition collective en classe 2 sera importante. Parmi les contribuables potentiellement les plus touchés se retrouvent ceux qui actuellement sont imposés en classe 2 de manière individuelle et qui se retrouveront automatiquement rangés en classe 1 par le nouveau système (le critère de l'article 157ter n'étant pas rempli).

Au final, la mesure permettant un traitement fiscal des non résidents plus en ligne avec celui des résidents, le nouveau régime pourra être perçu comme plus équitable, alors qu'il sera sans doute source de quelques frustrations dans la population des frontaliers. Il est difficile à ce stade de quantifier l'impact budgétaire de cette mesure, car celui-ci sera fonction des situations spécifiques des ménages non résidents. Néanmoins, le nouveau régime amènera vraisemblablement un gain budgétaire pour l'État.

#### 2.2.4.2.3.3 Retenue à la source libératoire

##### MESURE

La retenue à la source libératoire (RELIBI) passera de 10 % à 20 %. Toutefois, cette retenue s'appliquera seulement sur les intérêts perçus dépassant le montant annuel de 250 euros par personne et par agent payeur.

##### RECETTE BUDGÉTAIRE

En 2015, les recettes de la retenue à la source s'élevaient à 20 millions d'euros<sup>110</sup>. En tenant compte de la baisse des taux d'intérêt sur les dépôts à terme entre 2015 et 2016, cette mesure devrait rapporter au mieux 14 millions d'euros. Cette estimation ne tient cependant pas compte d'éventuels effets de comportement de la part des épargnants.

110 STATEC, notification d'octobre 2016.

## ANALYSE

L'augmentation de la retenue à la source risque de désavantager davantage les petits épargnants dont les revenus d'intérêt sont déjà particulièrement faibles dans ce contexte de taux bas. Cette hausse du RELIBI couplée aux mesures relatives à l'épargne prévoyance-vieillesse et logement devraient renforcer les distorsions en matière d'allocation de l'épargne.

### 2.2.4.2.4 Conclusions

Les mesures de la réforme fiscale ayant une influence directe sur l'impôt des personnes physiques, à savoir le nouveau tarif d'imposition, l'abolition de l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire et l'adaptation des crédits d'impôt, vont bien en direction des objectifs que le gouvernement s'est fixés, néanmoins ces mesures auraient pu être plus sélectives. Bien que les ménages les plus modestes et les classes moyennes verront leur pouvoir d'achat augmenter, conformément à l'objectif du gouvernement, il convient de souligner qu'un gain fiscal se fera ressentir aussi pour les ménages plus aisés, de sorte qu'une écrasante majorité des contribuables bénéficieront de cette réforme. En conséquence, la progressivité du système d'impôt des personnes physiques sera renforcée, mais l'impact sur sa redistributivité sera plus réduit.

En ce qui concerne les mesures relatives aux dépenses fiscales, la BCL aurait préféré qu'il y ait eu une étude préalable sur leur efficacité avant d'entreprendre une quelconque modification. Il est évident que l'analyse des dépenses fiscales comme celle des dépenses directes constitue un défi en termes de disponibilité de données, de contraintes analytiques ou encore de ressources. Néanmoins, ce type d'analyse est nécessaire si l'on désire assurer une bonne gouvernance des finances publiques. En outre, le manque d'informations concernant les bénéficiaires des dépenses fiscales ne permet pas d'émettre un avis quant aux effets de l'ensemble des mesures sur la progressivité et sur la redistributivité de l'impôt. En ce qui concerne le coût budgétaire des mesures, il y a lieu de constater que les estimations de la BCL sont bien différentes de celles du gouvernement (voir tableau 33).

Tableau 33 :

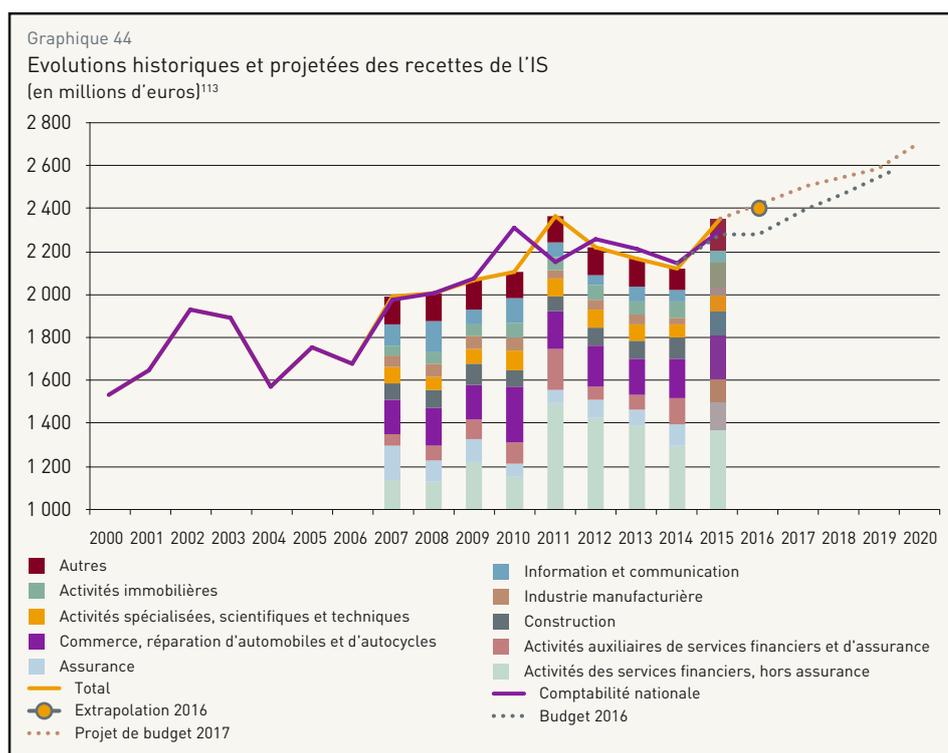
#### Comparaison des coûts budgétaires de la réforme tels que calculés par la BCL et le gouvernement

MESURES	ESTIMATIONS BCL	ESTIMATIONS GOUVERNEMENT (IMPACTS CUMULÉS)			
	2017	2017	2018	2019	2020
IRPP + Impôt de solidarité	-586	-305	-401	-401	-401
dont : adaptation du barème	-340	-170	-230	-230	-230
dont : adaptation des crédits d'impôts	-140	-105	-110	-110	-110
dont : mesures relatives au logement	-68	-11	-51	-51	-51
dont : mesures relatives au transport	-9	-1	-5	-5	-5
dont : autres mesures	-29	-18	-5	-5	-5
RELIBI	14	20	20	20	20
IEBT	-93	-110	-110	-110	-110
<b>Total</b>	<b>-666</b>	<b>-395</b>	<b>-491</b>	<b>-491</b>	<b>-491</b>
TOTAL DES MESURES (% DU PIB)	ESTIMATIONS BCL	ESTIMATIONS GOUVERNEMENT (IMPACTS CUMULÉS)			
<b>Total</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,7</b>

Sources : BCL, programmation pluriannuelle 2016-2020

Pour l'année 2017, alors que l'estimation du gouvernement s'élève à 395 millions d'euros, celle de la BCL est de 666 millions d'euros (voir tableau 33). Cet écart s'explique en partie par le fait que l'impact de la réforme tel que calculé par la BCL se base sur le principe des droits constatés (qui préside à

l'établissement de la comptabilité nationale selon les normes SEC), tandis que celui du gouvernement est présenté selon une approche en base « caisse » (voir partie 1.3.1). Ceci explique aussi dans le cas des estimations du gouvernement, l'évolution de l'impact budgétaire entre 2017 et 2018 qui est liée à des décalages dans la perception des recettes. Il est par ailleurs étonnant que le gouvernement ne présente pas des estimations du coût de cette réforme en base SEC, alors qu'il est tenu de produire ses comptes en cette base pour répondre aux exigences de la gouvernance européenne. A partir de 2018, l'impact budgétaire de la réforme sur le volet des personnes physiques se ferait donc pleinement sentir selon l'approche du gouvernement, qui évalue son coût à € 491 millions. L'impact cumulé serait ensuite étonnamment stable pour le reste de la période. Pourtant, au vu tant du dynamisme historique des postes budgétaires concernés que du scénario macro-économique du gouvernement pour cette période, il paraît très surprenant de considérer que l'impact par rapport à une situation à politique inchangée demeurerait stationnaire au fil du temps. Compte tenu de l'écart important entre les estimations de la BCL et celles du gouvernement, égal à € 175 millions en considérant l'estimation du gouvernement faite pour 2018, la BCL s'interroge sur le caractère réaliste des estimations du gouvernement. Cette interrogation est d'autant plus pertinente à la lumière de la fiche financière du projet de loi, qui ne renseigne pas de manière détaillée le coût prévu pour chacune des mesures. De telles informations auraient éventuellement permis de mieux comprendre les raisons présidant aux divergences d'estimations constatées au tableau 33. Au final, la BCL reste sceptique sur les estimations de coûts budgétaires présentées par le gouvernement qui paraissent bien optimistes.



Sources : STATEC, ministère des Finances, budget 2016, projet de budget 2017, calculs BCL

## 2.2.5 L'impôt sur le revenu des sociétés et analyse des mesures prévues dans le projet de loi relatif à la réforme fiscale<sup>111</sup>

### 2.2.5.1 Analyse du projet de budget

Le graphique suivant montre l'évolution historique des recettes de l'impôt sur le revenu des sociétés (IS)<sup>112</sup>, sa décomposition sectorielle au cours de la période 2007-2015, telle que disponible dans les documents parlementaires ainsi que les projections contenues d'une part dans le budget 2016 et d'autre part dans le projet de budget 2017.

Le graphique 44 indique que la crise économique a eu un impact très important sur les recettes de l'IS, impact qui s'est matérialisé par

111 Projet de Loi n°7020 portant mise en œuvre de la réforme fiscale 2017.

112 Pour les besoins de cet exercice, nous avons regroupé les recettes de plusieurs impôts. Les recettes de l'impôt des sociétés (IS) comprennent les recettes de l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC), les recettes de l'impôt commercial communal (ICC) et les recettes de la contribution au fonds pour l'emploi (l'impôt de solidarité - CS).

113 Le lecteur notera que l'axe vertical a été rétréci afin de mieux visualiser la décomposition sectorielle. Toutes les recettes non visibles sur le graphique proviennent du secteur des « Activités des services financiers, hors assurance et caisses de retraite ». Ce secteur regroupe les banques, les Soparfis, les sociétés de gestion de fonds ainsi que les autres activités de services financiers. Ce secteur compte en moyenne pour 60 % des recettes de l'impôt sur les sociétés.

un net recul de ces recettes au cours de la période 2012-2014<sup>114</sup>. Cette tendance baissière s'est néanmoins interrompue en 2015, année au cours de laquelle les recettes de l'IS ont rebondi pour atteindre € 2 295 millions, soit une hausse de 11 % par rapport à l'année précédente. Le montant encaissé a ainsi représenté 17 % des recettes fiscales totales perçues en 2015. Cette progression des recettes de l'IS a trouvé son origine dans la hausse des recettes en provenance des activités financières et d'assurance ainsi que des activités liées au commerce. En 2015, les impôts payés par les secteurs de la construction et des activités immobilières ont également enregistré une forte progression par rapport à 2014, atteignant ainsi leur niveau maximal observé sur la période 2007-2015. Ces évolutions favorables ont confirmé l'embellie conjoncturelle observée au cours de l'année 2015.

Selon les dernières informations dont dispose la BCL<sup>115</sup>, selon l'Administration des contributions directes (ACD) les recettes de l'IS relative à l'année 2016 s'élèveraient à € 2 422 millions, montant supérieur à concurrence de 144 millions par rapport à la recette figurant au budget 2016 (€ 2 278 millions). Sur la base des données mensuelles, la somme des recettes de l'impôt sur le revenu des collectivités (incluant l'impôt de solidarité) et de l'impôt commercial communal a atteint € 1 790 millions au 30 septembre 2016, ce qui constitue 79 % des recettes budgétisées pour 2016. Sauf surprise majeure, le montant total collecté au titre de l'année 2016 devrait donc atteindre le montant des recettes budgétisées mais serait par contre légèrement inférieur aux dernières estimations présentées par l'ACD. Il convient aussi de noter que, pour les neuf premiers mois de l'année 2016, 80 % des recettes relatives à l'impôt sur le revenu des collectivités sont imputables à des avances, part qui s'avère être quelque peu plus élevée par rapport aux années précédentes (prises dans leur entièreté).

Selon le projet de budget 2017, les recettes de l'IS devraient s'élever à € 2 500 millions. Par rapport à l'année 2016, cela représente une hausse de près de 10 % si on se base sur les recettes budgétisées de l'année 2016 mais de seulement 3 % si on prend en compte la dernière estimation fournie par l'ACD.

Selon la programmation pluriannuelle, la projection concernant l'année 2018 fait état d'une croissance des recettes au titre de l'IS de 1,2 %, recettes qui s'élèveraient dès lors à € 2 531 millions.

L'analyse de la plausibilité relative aux recettes pour les années 2017 et 2018 n'est pas chose aisée. Il convient en effet de prendre en compte deux éléments importants dont les effets impacteront directement les montants collectés au cours de ces deux années.

Le premier élément a trait à l'introduction, en 2017, de la réforme fiscale (voir le tableau ci-dessous) et qui influencera négativement les recettes fiscales au cours de ces années. En faisant abstraction du coût de la réforme tel que présenté par le gouvernement, les recettes de l'IS progresseraient à un rythme de l'ordre de 4,8 % en 2017 et de 3,7 % l'année suivante<sup>116</sup>. Quant à l'excédent brut d'exploitation (base imposable la plus proche du poste budgétaire), il afficherait selon la programmation pluriannuelle des taux de croissance de l'ordre de 8 % en 2017 et 9 % en 2018.

Sur la base de ces éléments, il semble que les projections de recettes pour les années 2017 et 2018, telles qu'elles ressortent de la programmation pluriannuelle, peuvent paraître prudentes à l'aune des taux de croissance projetés relatifs à l'excédent brut d'exploitation (EBE).

Dans cette analyse, un élément clé est l'impact de la réforme sur les finances publiques. A cet égard, on peut se demander si les estimations faites par le gouvernement de la perte fiscale résultant de la

114 Pour plus de détails concernant les effets de la crise, voir l'avis de la BCL sur le projet de budget 2016.

115 Voir le rapport présenté le 18 octobre 2016 par l'Administration des contributions directes (ACD) à la Commission des finances et du budget (COFIBU).

116 Dans ce cas, les recettes afférentes à l'année 2016 sont celles présentées par l'ACD à la COFIBU en date du 18 octobre.

mise en œuvre de la réforme sont suffisamment prudentes. Une comparaison entre les estimations réalisées par le gouvernement et celles de la BCL fait ressortir que la mise en œuvre de la réforme engendrerait une perte de recettes beaucoup plus importante selon l'estimation de la BCL (voir tableau suivant). Si une partie de cette différence peut résulter d'une divergence méthodologique<sup>117</sup>, le manque de détails concernant les estimations réalisées par le gouvernement ne permet pas une analyse plus approfondie des différences entre ces deux estimations<sup>118</sup>.

Tableau 34 :

**Estimation du coût de la réforme fiscale en matière d'impôt sur le revenu des collectivités (IRC), y compris l'impôt de solidarité**

MESURES (MILLIONS D'EUROS)	ESTIMATIONS BCL (IMPACTS NON CUMULÉS)		ESTIMATIONS GOUVERNEMENT (IMPACTS CUMULÉS)			
	2017	2018	2017	2018	2019	2020
IRC + Impôt de solidarité	-214	-115	-39	-102	-134	-134
TOTAL DES MESURES (% DU PIB)	ESTIMATIONS BCL (IMPACTS CUMULÉS)		ESTIMATIONS GOUVERNEMENT (IMPACTS CUMULÉS)			
	2017	2018	2017	2018	2019	2020
<b>Total</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>

Sources : Ministère des Finances, calculs BCL

Il convient de mentionner que les estimations réalisées tant par le gouvernement que par la BCL ne tiennent pas compte des effets de comportement des entreprises. L'incertitude liée, d'une part, à l'estimation de ces dernières et, d'autre part, aux effets dynamiques qui ne se concrétiseront qu'à moyen terme est non négligeable. Malgré des effets compensatoires et potentiellement positifs, il convient d'adopter une approche conservatrice en matière de prévisions relatives aux recettes de l'IS et ce d'autant plus que les risques pesant sur les recettes fiscales se sont accrus de manière substantielle (voir partie suivante relative aux « Facteurs de risque ») au cours des dernières années.

Selon le programme pluriannuel, la progression des recettes de l'IS se poursuivrait sur la période 2019-2020 pour atteindre un niveau de € 2 714 millions en 2020.

Si, selon la programmation pluriannuelle, la hausse des recettes enregistrée au cours de l'année 2019 peut paraître modérée (taux de croissance de 2 %), on assisterait par contre à une progression beaucoup plus marquée au cours de l'année 2020 (taux de croissance de l'ordre de 5 %). Même si un taux de 5 % ne semble pas irréaliste au regard des taux de croissance observés au cours des années antérieures, on peut toutefois s'interroger sur les éléments sous-jacents à une soudaine accélération des recettes en 2020. Au total, les recettes de l'IS progresseraient de 12 % au cours de la période 2016-2020, soit à une vitesse inférieure à celle de 29 % de l'excédent brut d'exploitation (EBE).

Au final, la dynamique affichée par la base imposable (EBE) devrait mener à une croissance plus forte de l'IS sur la période considérée de telle sorte que les taux de croissance de l'IS tels qu'ils ressortent de la programmation pluriannuelle paraissent réalistes.

Néanmoins, les estimations faites par le gouvernement sur les effets de la réforme fiscale semblent sous-évaluées sur la base des divergences importantes qui existent entre les estimations du gouvernement et celles de la BCL, ce qui constitue un facteur de risque important à la baisse.

117 Voir la section 1.3.1 relative aux différences entre la comptabilisation en base des droits constatés et en base caisse.

118 L'estimation de la perte de recettes de la contribution de solidarité réalisée par le gouvernement ne distingue pas la perte issue relative à l'impôt des personnes physiques de celle relative à l'impôt sur le revenu des collectivités. La BCL a attribué la perte de la contribution de solidarité liée à l'IRC sur la base du taux de la contribution de solidarité de 7 % et sur la base de la perte de recettes de l'IRC.

## FACTEURS DE RISQUE

Comparativement aux projections d'autres recettes fiscales, celles relatives à l'IS ne sont guère aisées à réaliser<sup>119</sup>. Dans le cadre actuel des projections, l'extrapolation (et aussi l'analyse) de ces recettes en fonction de l'EBE comme étant la base imposable la plus appropriée est la seule approche valable, même si elle est imparfaite. La possibilité de recourir aux arriérés d'impôts (dans la limite des soldes d'impôt disponibles) dans le but d'accélérer les rentrées fiscales en cas de besoin, est une source de difficulté supplémentaire. Dans ce contexte et comme déjà mentionné, une approche conservatrice est dès lors indiquée dans la projection des recettes de l'IS.

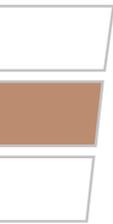
Le secteur bancaire compte pour environ 29 % des recettes de l'IS (moyenne sur la période 2011-2015). Cette concentration présente donc un risque dans le cas où des changements structurels dans ce secteur affecteraient le volume d'activité des banques sur la place financière ou encore leur rentabilité.

En matière de l'IS, le Luxembourg sera confronté à des défis majeurs au cours des prochaines années. Des adaptations du système fiscal deviendront nécessaires au vu des tendances internationales et européennes. Le 5 octobre 2015, l'initiative BEPS (*Base erosion and profit shifting*) de l'OCDE s'est concrétisée par la publication de 15 mesures qui devraient être examinées au niveau international. L'initiative vise une adaptation des règles fiscales applicables principalement aux entreprises multinationales. L'objectif de ces 15 mesures consiste à rapprocher la déclaration des bénéficiaires de la réalisation des activités économiques. Les mesures proposées visent, entre autres, la modification ou la suppression de régimes préférentiels considérés comme dommageables, de nouvelles règles concernant les actifs incorporels, une transparence accrue en matière de rescrits fiscaux, un réexamen des règles en matière de prix de transfert ou encore une déclaration pays par pays. Une fois mises en place, ces mesures devraient avoir un impact sur le planning fiscal des multinationales en particulier.

En 2015, la Commission européenne a présenté son plan d'action en matière de lutte contre l'évasion fiscale. Les propositions émises visent à renforcer la transparence fiscale et modifier la fiscalité des sociétés. Ainsi, en décembre 2015, une directive visant à étendre la directive relative à la coopération administrative aux informations concernant les décisions fiscales en matière transfrontière, y compris les accords préalables en matière de prix de transfert a été adoptée. En janvier 2016, la Commission a présenté d'autres mesures, dont notamment un projet de directive sur la lutte contre l'évasion fiscale (directive ATAD). En mai 2016, une directive complétant la directive sur la coopération administrative à l'échange de déclarations pays par pays a été adoptée.

Le 21 juin 2016, la Directive ATAD a été adoptée. Cette directive concrétise certaines recommandations BEPS et va même plus loin pour lutter contre certaines formes courantes de planification fiscale agressive. Elle propose cinq mesures anti-abus contraignantes que l'ensemble des États membres vont devoir mettre en œuvre au plus tard pour le 31 décembre 2018. Il s'agit de règles en matière de déductibilité d'intérêt, de taxation à la sortie, de sociétés étrangères contrôlées, d'anti-abus général et de dispositifs anti-hybrides. En juillet 2016, la Commission a proposé d'améliorer la Directive sur la coopération administrative en prévoyant un accès des autorités fiscales aux informations émanant de la lutte contre le blanchiment.

<sup>119</sup> Les difficultés de prévision s'expliquent principalement par i) la finalisation des estimations de l'excédent brut d'exploitation après un long processus caractérisé par des révisions importantes, lui-même occasionné par un accès difficile aux comptes des entreprises et le fait que l'EBE est souvent calculé de manière résiduelle, ii) le caractère cyclique des profits, iii) des différences méthodologiques entre le profit « économique » de la comptabilité nationale et le profit taxable (mais non observé) des entreprises et, iv) les différences de comptabilisation entre la collecte d'impôts (base « caisse ajustée ») et le fait générateur (base des droits constatés).



Finally, on 25 October 2016, the European Commission made new proposals concerning the taxation of companies. It proposes in particular a new version of the project of consolidated common base (ACCIS). The implementation of this project will be done in two stages. In the first stage, it will be necessary to establish a common base, in other words to determine at the European level the rules serving to define the taxable profits. Companies will continue to make a tax declaration in all the Member States where they are present and the profits realised in that country will be taxed according to the rate in force. In a second stage, it will be necessary to proceed to a consolidation of losses and profits of companies belonging to the same group in order to infer a common base for the group at the European level. This will then be distributed according to a formula determined between the Member States in which the group is present. Each country will then tax its share of profits at the rate it has chosen. The consolidated common base will be compulsory for groups whose worldwide turnover exceeds 750 million euros.

As a result of what precedes, certain activities in Luxembourg generating a relatively important part of the tax revenue of the IS<sup>120</sup>, in particular the so-called financial participation companies (SOPARFIs) and service companies, could be affected. To this end, an analysis of the risks of impact on economic growth and tax revenue of the IS is indispensable during the conception of budgetary programmes<sup>121</sup>. At this stage, it is nevertheless regrettable to note that these estimates are always default.

A decision by the European Commission relative to tax criteria could have a positive impact on tax revenue. Luxembourg has been obliged to demand the payment of taxes within the framework of tax criteria, which the Commission has judged illegal in the light of the rules of the EU. According to the Commission, they would have conferred selective tax advantages which it has considered to be assimilable to state aid. In this case, it is necessary not to lose sight of the fact that it is a *one-off* effect and which should not be taken into account in terms of budgetary margin in the medium and long term. Moreover, in the long term, its effect, beyond the loss of reputation, is negative, inasmuch as the decision of the Commission is validated: the questioning of certain transfer pricing practices, the legal uncertainty created by the decision of the Commission calling into question a formal agreement with the Administration of Direct Contributions and the international attention focused on the general question of tax criteria will weigh on activities and therefore on the tax revenue of the IS. Again, it is impossible to evaluate the risk for tax revenue because of a lack of estimates of the relative impact of tax criteria in particular.

#### 2.2.5.2 Les mesures de la réforme fiscale

The tax reform provides for modifications of taxes paid by companies (income tax on the revenue of collectivities, commercial tax, income tax on wealth). This section presents the main measures and their budgetary impact.

120 Sur la période 2010-2014, la part des Soparfis était de 20% en moyenne. Par ailleurs, cette part n'a cessé de progresser les dernières années.

121 A cet effet convient-il de rappeler l'expérience toute récente en matière de changement relatif à la TVA sur le commerce électronique ? Les conséquences de ce changement législatif sur les recettes fiscales étaient largement prévisibles et, pourtant, le pouvoir exécutif avait omis d'introduire en temps opportun des mesures compensatoires.

### 2.2.5.2.1 Présentation

#### 1) Abaissement du taux de l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC) à 18 %

Le taux de l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC) sera progressivement réduit et ce en deux étapes : de 21 % actuellement à 19 % en 2017 et de 19 % à 18 % en 2018.

#### 2) Abaissement supplémentaire du taux de l'IRC pour les « petites » sociétés et redéfinition du périmètre d'une « petite » société

L'IRC sera abaissé de 20 % actuellement à 15 % en 2017 pour des sociétés dont le revenu imposable annuel ne dépasse pas € 25 000. De plus, la définition d'une « petite » société sera également adaptée. Jusqu'en 2016, une société est considérée comme « petite » lorsque son revenu imposable est inférieur à € 15 000. A partir de 2017, ce seuil sera relevé à € 25 000.

#### 3) Augmentation de l'impôt sur la fortune (IF) minimum pour les sociétés de participations financières (SOPARFIs)

L'impôt sur la fortune minimum des sociétés de participation financière passera de € 3 210 à € 4 815.

#### 4) Limitation des pertes fiscales reportables

Les pertes réalisées à partir de l'année d'imposition 2017 seront reportables sur une période limitée à 17 ans.

#### 5) Amortissements différés

La réforme introduit la possibilité de différer dans le temps la déduction de l'amortissement linéaire.

#### 6) Immunisation de certaines plus-values

La plus-value portant sur d'éventuels biens immeubles (terrains ou bâtiments) appartenant à une entreprise cédée/transmise sera immunisée temporairement et sera imposée lors de la réalisation de la vente effective des biens.

#### 7) Déductions pour investissements agricoles

Les exploitants agricoles peuvent actuellement déduire 30 % de la première tranche d'investissements nouveaux qui ne dépasse pas € 150 000. Ce seuil sera relevé et atteindra € 250 000 à partir de l'année 2017.

#### 8) Augmentation de la bonification d'impôt pour investissement

Une augmentation de la bonification d'impôt pour investissement est prévue à partir de l'année 2017.

- La bonification d'impôt pour investissement complémentaire augmentera de 12 % à 13 % ;
- La bonification d'impôt pour investissement globale augmentera de 7 % à 8 %. Le taux de 2 % pour la tranche d'investissement dépassant € 150 000 reste inchangé ;
- En ce qui concerne les investissements en immobilisations agréées dans le but d'être admises à l'amortissement spécial, le taux de 8 % pour la 1<sup>ère</sup> tranche augmentera à 9 %. Le taux de 2 % pour la tranche d'investissement dépassant € 150 000 restera inchangé.

### 2.2.5.2.2 Estimation du coût budgétaire

Le tableau 35 présente l'analyse du coût budgétaire des mesures visant les entreprises. Au total, à moyen terme et sur la base des informations dont elle dispose, la BCL évalue le coût budgétaire de ces mesures à 0,5 % du PIB (pour l'année 2017 et 2018 en cumulé). Pour l'année 2017, le coût budgétaire s'élèverait ainsi à € 164 millions et un coût additionnel de € 115 millions serait observé en 2018. Le gouvernement quant à lui prévoit une baisse de recettes de € 4 millions en 2017 et de € 52 millions en 2018.

Tableau 35 :

**Coût (-) /gain(+) des mesures pour 2017 (en millions d'euros et en % du PIB)**

	MESURES	M€	% DU PIB
1	Abaissement du taux de l'IRC à 18 %	-201	-0,35
2	Abaissement supplémentaire du taux de l'IRC pour les « petites » sociétés et redéfinition du périmètre d'une « petite » société	-13	-0,02
3	Augmentation de l'impôt minimum pour les SOPARFIs	50	0,09
4	Limitation des pertes fiscales reportables	/	/
5	Introduction des amortissements différés	/	/
6	Immunités temporaires de certaines plus-values	-	-
7	Déductions pour investissements agricoles	-	-
8	Augmentation de la bonification pour investissement	-	-
	<b>Total</b>	<b>-164</b>	<b>-0,29</b>

Source : BCL

Le chiffrage du coût budgétaire effectué par la BCL se réfère uniquement à trois mesures, à savoir l'abaissement du taux d'imposition global pour les sociétés, l'abaissement supplémentaire du taux d'imposition global pour les petites sociétés et l'augmentation de l'impôt minimum pour les SOPARFIs. En ce qui concerne les autres mesures, la BCL n'a pas pu quantifier leur impact budgétaire compte tenu du manque d'information mise à sa disposition. Ces mesures devraient toutefois impacter négativement les recettes de l'État. Leur prise en compte pourrait donc creuser davantage l'écart observé entre les estimations de la BCL et celles du gouvernement.

Les estimations de la BCL sont statiques et effectuées dans une optique *ceteris paribus* qui ne tient pas compte de possibles effets de retour ainsi que de possibles effets dynamiques sur les recettes fiscales à travers leurs effets sur la croissance économique<sup>122</sup>. Ces effets dynamiques seraient *a priori* positifs pour les recettes fiscales, ce qui diminuerait le coût budgétaire des mesures calculé sur une base purement statique.

Il convient toutefois de noter que de tels effets sont hautement incertains. Cette incertitude concerne aussi bien les entreprises résidentes, et la manière dont elles utiliseront leurs ressources financières supplémentaires dues à l'abaissement de l'imposition, que les entreprises actuellement non résidentes mais qui pourraient être attirées par un régime fiscal plus attractif. A ce stade, on ne peut que spéculer sur l'ampleur et la vitesse avec laquelle ces effets pourraient se matérialiser. En outre, d'un point de vue budgétaire, une approche conservatrice est justifiée consistant à intégrer les coûts certains des mesures mais d'ignorer leurs revenus hypothétiques. Cette approche est également adoptée par la BCL lors de la confection de ses projections de finances publiques.

122 Il en est de même des estimations faites par le gouvernement.

## MESURE 1 CONCERNANT L'ABAISSEMENT DU TAUX DE L'IMPÔT SUR LE REVENU DES COLLECTIVITÉS (IRC) À 18 %

Les taux de l'ICC et de la contribution au fonds pour l'emploi (contribution de solidarité) ne seront pas adaptés. Il en résulte que les recettes de l'ICC ne seront pas affectées par cette mesure, alors que celles du fonds pour l'emploi le seront de manière négative. En effet, la contribution de solidarité est une contribution additionnelle à l'IRC qui donc dépend de la cote de cet impôt. Il s'en suit que l'abaissement du taux de l'IRC entraînera une diminution des recettes destinées au fonds pour l'emploi. Le coût budgétaire de la mesure est donc exclusivement supporté par l'administration centrale via l'IRC et la contribution de solidarité.

L'abaissement du taux global de 29,22 % en 2016 à 26,01 % en 2018 représente un recul relatif de 11 %, réduisant d'autant la charge fiscale globale des sociétés. Si on considère que les recettes totales de l'impôt sur les sociétés ont représenté 4,8 % du PIB en moyenne sur la période 2011-2015, le coût budgétaire global<sup>123</sup> de cette mesure pour l'administration centrale est donc évalué à approximativement 0,5 % du PIB.

La méthode de calcul de la BCL est basée sur une moyenne incluant plusieurs années afin d'éviter les problèmes d'estimation liés à la vitesse selon laquelle l'État procède à l'encaissement des recettes fiscales, c'est-à-dire de l'écart qui peut exister entre la collecte d'impôts (en base caisse) et son fait générateur. La prise en compte de ces effets est particulièrement importante pour les recettes provenant de l'impôt sur le revenu des collectivités (voir à cet effet le chapitre 1.3.1 et le graphique 21). De plus, un ratio rapportant les recettes fiscales au PIB a été utilisé afin d'éviter les problèmes résultant de l'évolution de la base imposable au cours du temps.

Dans le cas de la BCL, le coût budgétaire de la réforme fiscale deviendra constant à partir de 2018 (année à partir de laquelle tous les changements affectant les sociétés auront été mis œuvre) lorsqu'il est exprimé en pourcentage du PIB. Par contre, si ce coût budgétaire était exprimé en montants absolus (en millions d'euros), il évoluerait alors dans le temps. Il semble que le ministère des Finances n'ait pas tenu compte de cette évolution de la base imposable, puisque ses estimations du coût budgétaire, exprimées en montants absolus, sont constantes à partir de l'année 2019.

Les estimations effectuées par le ministère concernant le coût de la réforme nous paraissent être de faible ampleur. Toutefois, l'origine de ces différences est difficile à déceler, du fait que le ministère n'a publié ni les détails de sa méthode de calcul, ni les données sous-jacentes. Si le gouvernement avait basé ses estimations du coût budgétaire sur les projections de l'impôt sur les sociétés telles que prévues dans le budget 2016<sup>124</sup> en y appliquant la baisse relative du taux d'imposition de l'IRC<sup>125</sup>, la perte fiscale aurait été de € 174 millions en 2017 (0,1 % du PIB), € 271 millions en 2018 (0,44 % du PIB) et € 281 millions pour l'année 2019 (0,44 % du PIB) ; un tel chiffre du déchet fiscal serait nettement

123 En 2017, le taux de l'IRC (le taux global) sera abaissé à 19 % (27,08 %) ce qui occasionnera une perte fiscale de l'ordre de 0,35 % du PIB. L'abaissement supplémentaire du taux en 2018 à 18 % (26,01 %) entraînera un déchet fiscal additionnel de l'ordre de 0,19 % du PIB.

124 Il s'agit donc d'estimations qui n'intégraient pas encore l'impact de la réforme fiscale. Cette approche s'apparente à une analyse faite « à politique inchangée », devant toutefois être entourée des précautions d'usage, du fait que le scénario macroéconomique a évidemment évolué entre temps. Cet exemple ne fait que renforcer la nécessité de disposer d'une « Note à politique inchangée », note que le gouvernement comptait présenter mais qui n'a malheureusement jamais été publiée.

125 Le recul du taux de l'IRC de 29,22 % en 2016 à 27,08 % en 2017 correspond à un recul relatif de 7,3 % ; le recul du taux de l'IRC de 29,22 % en 2016 à 26,01 % en 2018 correspond à un recul relatif de 11 %.



supérieur aux estimations actuelles de € 39 millions en 2017, € 102 millions en 2018 et € 134 millions en 2019<sup>126</sup>.

#### MESURE 2 CONCERNANT L'ABAISSEMENT SUPPLÉMENTAIRE DU TAUX DE L'IRC POUR LES « PETITES » SOCIÉTÉS ET REDÉFINITION DU PÉRIMÈTRE D'UNE « PETITE » SOCIÉTÉ

L'effet conjugué consistant à abaisser le taux d'imposition pour les petites sociétés et à relever le plafond de revenu imposable, engendrera un coût budgétaire dont l'ampleur dépendra du nombre de sociétés dont le revenu imposable ne dépasse pas € 25 000. Étant donné le manque de statistiques relatives aux « petites sociétés », le nombre de sociétés estimé par la BCL est de l'ordre de 20 000. Cette estimation, basée sur les statistiques relatives aux entreprises actives en 2014<sup>127</sup>, concerne les entreprises dont le nombre de salariés est compris entre 0 à 4 et est corrigée afin de tenir compte du nombre d'entreprises individuelles<sup>128</sup>. En multipliant ce chiffre de 20 000 par la différence de l'avantage fiscal octroyé aux « petites sociétés » selon le régime actuel et celui prévu dans la réforme, on obtient un coût budgétaire relatif à cette mesure estimé à 13 millions d'euros.

#### MESURE 3 CONCERNANT L'AUGMENTATION DE L'IMPÔT SUR LA FORTUNE (IF) MINIMUM POUR LES SOCIÉTÉS DE PARTICIPATIONS FINANCIÈRES (SOPARFIS)

Contrairement aux deux mesures précédentes, la 3<sup>e</sup> mesure générera des recettes fiscales additionnelles. Le revenu budgétaire global de cette mesure pourrait se chiffrer à environ 0,1 % du PIB. Il est calculé de la manière suivante : l'augmentation de l'impôt minimum (4 815 - 3 210 = 1 605) multiplié par le nombre de SOPARFIs (+/- 33 000) fournit une estimation de l'impact égale à environ € 50 millions. Il convient toutefois de noter que l'estimation du revenu budgétaire additionnel constitue un plafond du fait que seules les SOPARFIs qui paient l'impôt minimum sont concernées.

#### MESURE 4 CONCERNANT LA LIMITATION DES PERTES FISCALES REPORTABLES

Sur la base du rapport du Conseil économique et social (CES), le report des pertes ayant trait aux exercices antérieurs est une pratique très répandue et est à l'origine d'un déchet fiscal important. Ainsi, selon ce rapport, un montant de € 99 milliards de pertes reportables a été déclaré pour l'année fiscale 2011, soit plus du double du PIB. La mesure est à considérer comme un élargissement de la base imposable et devrait *a priori* générer des recettes supplémentaires. Cependant, celles-ci ne surviendraient qu'à partir de l'année 2035. Si le report de pertes peut être économiquement justifié dans certains cas, on s'interroge toutefois sur l'impact réel en matière de recettes fiscales quant au fait de passer d'un système selon lequel les pertes sont reportables *ad vitam aeternam* à un système selon lequel le report des pertes sera limité à 17 ans. Une limite des pertes reportables déterminée en fonction d'un pourcentage de bénéfice, telle qu'initialement annoncée, aurait certainement eu un impact plus important en matière de recettes fiscales additionnelles.

#### MESURE 5 CONCERNANT LES AMORTISSEMENTS DIFFÉRÉS

Le choix d'une entreprise qui consistera à renoncer (partiellement) aux amortissements dont elle a droit au titre d'une année donnée, entraînera une augmentation de son bénéfice sur lequel l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC) et l'impôt commercial communal (ICC) seront basés. Cependant, l'intérêt de cette mesure pour le contribuable consistera à utiliser ce surplus de bénéfice imposable dans le

126 Ces montants incluent l'ensemble des mesures relatives à l'impôt sur le revenu des collectivités.

127 Dernières données disponibles du STATEC.

128 Il convient de rappeler que les entreprises individuelles sont soumises à l'impôt sur le revenu des personnes physiques et non à l'impôt sur le revenu des collectivités.

but de pouvoir reporter des pertes antérieures ou encore de bénéficier de la bonification d'impôt pour investissement. Au final l'entreprise ne paiera pas plus d'impôt en matière d'IRC. Si l'objectif de l'entreprise est de pouvoir bénéficier de la bonification d'impôt alors elle sera amenée à payer plus d'ICC car la bonification ne réduit pas l'impôt dû en matière d'ICC. D'un point de vue budgétaire et pour autant que les entreprises en fassent la demande, l'impact sur les recettes fiscales dépendra de l'intérêt à utiliser les amortissements différés. Lorsque l'entreprise utilisera son « stock » d'amortissements auquel elle avait initialement renoncé, celui-ci diminuera davantage le bénéfice imposable par rapport à ce qu'il aurait été en l'absence d'amortissements différés, ce qui pour cette année là entraîne une baisse des recettes fiscales. L'effet sur les recettes fiscales est incertain dans la mesure où il dépend de l'objectif sous-jacent à la demande de l'entreprise et de l'horizon temporelle considéré. Ainsi, si elle souhaite pouvoir reporter une perte qui arriverait à la limite temporelle des 17 ans, alors cette mesure entraînera une baisse des recettes car en l'absence des amortissements différés, elle n'aurait pu déduire (en tout ou en partie) cette perte.

#### MESURE 6 CONCERNANT L'IMMUNISATION DE CERTAINES PLUS-VALUES

Si cette mesure réduit temporairement la base imposable, cette dernière sera augmentée lorsque la vente du bien deviendra effective, ce qui entraînera alors une imposition de la plus-value éventuelle. Cette mesure se traduit donc en un décalage dans le temps de la perception des recettes.

#### MESURE 7 CONCERNANT LES DÉDUCTIONS POUR INVESTISSEMENTS AGRICOLES

Cette mesure entraîne une diminution supplémentaire de la base imposable par rapport au régime en vigueur<sup>129</sup>. Le coût budgétaire de cette mesure est difficilement estimable du fait de l'absence de données concernant le nombre d'investissements nouveaux dont le montant est compris entre € 150 000 et € 250 000.

#### MESURE 8 CONCERNANT L'AUGMENTATION DE LA BONIFICATION D'IMPÔT POUR INVESTISSEMENT

L'augmentation de la bonification d'investissement devrait entraîner une diminution des recettes fiscales. En effet, la cote d'impôt des entreprises ayant réalisé des investissements sera davantage réduite. Les estimations de ces coûts budgétaires sont difficilement réalisables en raison du manque de données. En effet, les dernières données disponibles reprises dans le tableau 36 sont antérieures à l'année 2009<sup>130</sup>. Dans ce contexte, il est regrettable que le rapport du CES<sup>131</sup> ait omis de fournir des données actualisées. Le tableau indique néanmoins que la bonification d'investissement exprimée en pourcentage des recettes fiscales totales et du PIB n'a fait que diminuer au cours du temps et ce en dépit d'une hausse du taux pour investissement complémentaire mise en œuvre en 2008. Plusieurs raisons potentielles peuvent expliquer ce résultat. Premièrement, les entreprises ont réalisé moins d'investissements éligibles. Deuxièmement, les entreprises ont effectué des investissements mais leur cote d'impôt était nulle<sup>132</sup> et elles ne peuvent donc pas bénéficier de la bonification. Ceci étant, il aurait été utile de disposer d'une analyse concernant l'efficacité de cet avantage fiscal.

129 La déduction pour investissement est définie à l'article 51 de la loi du 27 juin 2016 concernant le soutien au développement durable des zones rurales.

130 Réponse à la question parlementaire N°0487 du 2 mars 2010 de Messieurs les députés Bausch et Kox par Monsieur Frieden, Ministre des Finances.

131 CES (2015), Analyse des données fiscales au Luxembourg.

132 Cela peut être le cas si leur résultat d'exploitation est négatif ou si elles reportent des pertes des années antérieures.

Tableau 36 :

**Bonification d'impôt pour investissement (en millions d'euros, % des recettes fiscales totales, % du PIB)**

TAUX POUR INVESTISSEMENT COMPLÉMENTAIRE/GLOBAL	2004	2005	2006	2007	2008
	10 % / 6 %	10 % / 6 %	10 % / 6 %	10 % / 6 %	12 % / 6 %
Report des années antérieures	713	591	455	270	157
Report concernant l'année courante	108	160	121	59	35
<b>Total Bonification d'investissement déduit</b>	<b>809</b>	<b>741</b>	<b>568</b>	<b>324</b>	<b>189</b>
en % des recettes fiscales totales	11,1%	9,0%	6,5%	3,3%	1,9%
en % du PIB	2,9%	2,5%	1,7%	0,9%	0,5%

Sources : Ministère des Finances, BCL

2.2.5.2.3 Conclusion**CONSIDÉRATIONS GÉNÉRALES**

Selon l'exposé des motifs, l'objectif des mesures est d'augmenter la compétitivité des entreprises et de soutenir plus particulièrement les petites et jeunes entreprises.

L'ensemble des mesures permettra en effet de réduire la charge fiscale des entreprises, ce qui permettra d'améliorer leur compétitivité. Ainsi, la baisse du taux statutaire est un élément positif pour l'attractivité d'un pays. Toutefois, le projet de réforme ne propose pas de refonte globale du système. Il n'apporte pas plus de transparence quant à la charge fiscale effective des sociétés<sup>133</sup>, ce qui n'aide pas dans un contexte de concurrence internationale exacerbée. Dans ce contexte, il est, de plus, à craindre que la marge de manœuvre qui restera disponible pour une politique de stratégie de niches sera de plus en plus restreinte du fait de règles internationales contraignantes.

Il est d'ailleurs regrettable que les auteurs du rapport du CES n'aient pas procédé à une analyse des incitants fiscaux. Une telle analyse aurait permis de faire le bilan des mesures prises antérieurement, tout en posant les questions suivantes : les dépenses fiscales ont-elles atteint leurs objectifs ? Y a-t-il des externalités négatives ? Y a-t-il lieu de les modifier dans le but de les rendre plus efficaces ? Y a-t-il des alternatives plus efficaces ? En l'absence de cette analyse, le choix du gouvernement s'est réduit à conserver et même à augmenter le coût de certains avantages fiscaux dont l'efficacité n'est pas reconnue. En outre, aucun nouveau régime fiscal conforme à l'approche Nexus<sup>134</sup> de l'initiative BEPS concernant la propriété intellectuelle n'est à ce jour défini.

Le projet de loi ne contient aucune analyse prospective des adaptations du cadre fiscal. La BCL aurait apprécié que la logique sous-jacente aux mesures ait été clairement présentée et qu'une analyse transparente, documentée et de préférence quantifiée de leurs objectifs et des conséquences micro-économiques, macroéconomiques et budgétaires ait été faite. Cette réforme reste aussi muette sur les exigences européennes (directive ATAD, ACCIS) et internationales (transposition des règles BEPS). Il est seulement mentionné dans l'exposé des motifs que « le gouvernement s'est engagé par ailleurs à suivre de près l'évolution de la situation internationale et européenne, notamment par rapport à la transposition des règles BEPS de l'OCDE, pour envisager le cas échéant la possibilité d'ajustements complémentaires ». Il est certes rassurant de savoir que le gouvernement suit ces évolutions, mais il eut été utile de connaître la stratégie générale du gouvernement ainsi que les mesures spécifiques qu'il envisage d'adopter. Ces éléments auraient en effet été pertinents et auraient permis d'étayer l'objectif

133 L'introduction des amortissements différés va dans le sens inverse.

134 Cette approche vise à renforcer le lien entre la déduction des revenus issus de la propriété intellectuelle et les dépenses en recherche et développement effectivement engagées par la société pour générer ses revenus.

que le gouvernement s'est assigné dans le programme gouvernemental, à savoir « favoriser un climat de confiance par une stratégie fiscale prévisible et cohérente ».

## COÛT BUDGÉTAIRE

La réforme fiscale n'est pas budgétairement neutre au niveau de l'impôt des sociétés (ni, par ailleurs, au niveau global). Elle engendre une perte de recettes non négligeable à court terme et les effets à long terme, qui résulteront entre autres du comportement des sociétés, sont largement incertains.

Le tableau ci-dessous compare les estimations réalisées par la BCL avec celles faites par le gouvernement<sup>135</sup>. La BCL note avec regrets que la fiche financière du projet de loi ne contient pas plus de détails concernant le coût de chaque mesure considérée de manière individuelle. Ces explications auraient permis de mieux appréhender les divergences importantes dans les estimations telles qu'elles apparaissent ci-dessous.

Tableau 37 :

### Estimation du coût de la réforme fiscale en matière d'impôt sur le revenu des collectivités (y compris la contribution de solidarité) et sur la fortune

MESURES (MILLIONS D'EUROS)	ESTIMATIONS BCL (IMPACTS NON CUMULÉS)		ESTIMATIONS GOUVERNEMENT (IMPACTS CUMULÉS)			
	2017	2018	2017	2018	2019	2020
IRC + Impôt de solidarité	-214	-115	-39	-102	-134	-134
Impôt sur la fortune	50	0	35	50	50	50
<b>Total</b>	<b>-164</b>	<b>-115</b>	<b>-4</b>	<b>-52</b>	<b>-84</b>	<b>-84</b>
TOTAL DES MESURES (% DU PIB)	ESTIMATIONS BCL (IMPACTS CUMULÉS)		ESTIMATIONS GOUVERNEMENT (IMPACTS CUMULÉS)			
	2017	2018	2017	2018	2019	2020
<b>Total</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>

Sources : Ministère des Finances, calculs BCL

Comme on peut raisonnablement s'attendre, sur base du contexte international en mutation, à des adaptations supplémentaires au niveau national, la question de la stratégie globale du gouvernement en matière de politique fiscale et budgétaire se pose et cela surtout si ces ajustements devaient générer des rentrées moindres au titre de l'impôt des sociétés.

### 2.2.6 L'impôt foncier

À l'issue du semestre européen 2015, le Conseil de l'Union européenne avait adressé au Luxembourg la recommandation d'élargir l'assiette fiscale sur la taxation récurrente des biens immobiliers<sup>136</sup>. Cependant, dans son rapport de 2016 consacré au Luxembourg, la Commission européenne a fait état d'une

135 <http://www.reforme-fiscale.public.lu/fr/links/documents/implications-budgetaires-reforme/20-04-2016-final-version-implications-budgetaire.pdf>

136 Voir la « Recommandation du Conseil du 14 juillet 2015 concernant le programme national de réforme du Luxembourg pour 2015 et portant avis du Conseil sur le programme de stabilité du Luxembourg pour 2015 » publiée au Journal officiel de l'Union européenne, le 18 août 2015. Cette recommandation vise la taxation de l'immobilier résidentiel. Pourtant, une réflexion sur un élargissement de l'assiette fiscale sur la taxation de l'immobilier commercial pourrait aussi être menée.

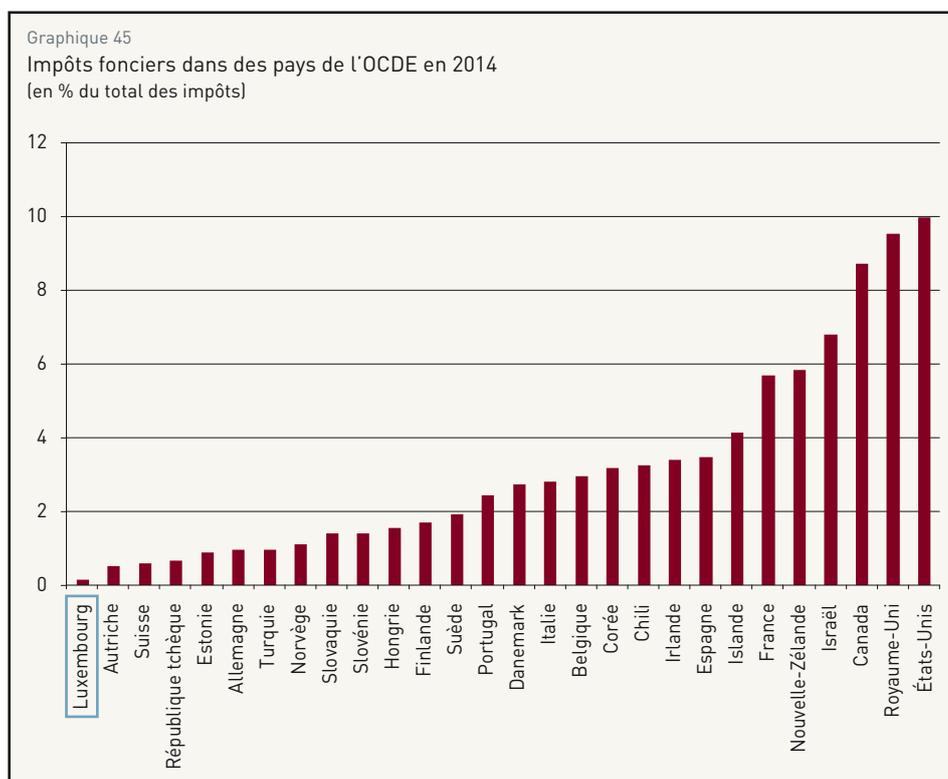
absence de progrès dans le suivi de cette recommandation<sup>137</sup>. C'est la raison pour laquelle l'élargissement de l'assiette fiscale a de nouveau été évoqué en juillet par le Conseil de l'Union européenne<sup>138</sup>.

La question du relèvement des impôts récurrents sur la propriété immobilière (impôts fonciers) à travers une réévaluation des valeurs unitaires des biens immobiliers faisait déjà partie des recommandations formulées tant par le FMI que par l'OCDE<sup>139</sup>. Elle figurait aussi dans un projet de loi de 2011 du précédent gouvernement et des pistes de réflexion en matière de détermination de la base imposable y étaient abordées<sup>140</sup>. Toutefois, le Conseil économique et social (CES) a considéré que l'objectif poursuivi par l'impôt foncier devrait être clarifié préalablement à toute réforme. Selon ce dernier, il s'agit d'établir si cet impôt constitue un outil au service de la politique d'aménagement du territoire ou s'il représente seulement une source de recettes communales<sup>141</sup>. Selon le CES, l'impôt foncier « pourrait être réformé vers un instrument d'orientation du logement avec des possibilités de différenciation de l'impôt suivant des critères environnementaux, énergétiques ou sociaux »<sup>142</sup>.

Les impôts fonciers se sont établis au Luxembourg à 35 millions d'euros en 2015, soit 0,18 % du total

des recettes fiscales ou 0,07 % du PIB. Le graphique 45 présente la part des impôts fonciers dans le total des impôts pour une série de pays membres de l'OCDE en 2014. Le niveau relatif de ces impôts est le plus faible au Luxembourg.

Le Conseil de l'Union européenne a évoqué l'élargissement de l'assiette fiscale afin de mieux assurer la prévisibilité des recettes fiscales dans le contexte d'une baisse potentielle des recettes issues de l'impôt sur les bénéfices des sociétés, d'une part, et d'un accroissement des dépenses fiscales, d'autre part. A ce titre, la réforme fiscale qui sera mise en œuvre en 2017 contient un ensemble de mesures visant, entre autres, un meilleur accès au logement<sup>143</sup>.



Source : OECD.Stat.

Note : les données de 2014 sont les données les plus récentes dont nous disposons pour une comparaison internationale.

137 Voir le document de travail des services de la Commission, Rapport 2016 pour le Luxembourg, du 26 février 2016.

138 Voir la « Recommandation du Conseil du 12 juillet 2016 concernant le programme national de réforme du Luxembourg pour 2016 et portant avis du Conseil sur le programme de stabilité du Luxembourg pour 2016 » publiée au Journal officiel de l'Union européenne, le 18 août 2016.

139 Voir le document « Études économiques de l'OCDE Luxembourg », Synthèse, de mars 2015. Consulter aussi le rapport du FMI « Luxembourg, Selected Issues » de juin 2015.

140 Voir le projet de loi n°6350 concernant le budget des recettes et des dépenses de l'État pour l'exercice 2012.

141 Voir l'avis du CES « Analyse des données fiscales au Luxembourg » du 27 novembre 2015.

142 Voir l'avis du CES « L'abolition projetée par le Gouvernement du taux de TVA super réduit pour le logement locatif » du 17 novembre 2014.

143 Pour plus de détails, voir la Section 2.2.4.2.1.1 du présent avis.

Cette partie de l'avis se propose d'examiner l'impact d'un possible élargissement de l'assiette fiscale de l'impôt foncier au Luxembourg.

## ANALYSE DES EFFETS D'UNE RÉÉVALUATION DE LA VALEUR UNITAIRE DES BIENS IMMOBILIERS

Les impôts fonciers sont supposés avoir un moindre effet sur l'activité économique que les impôts sur le revenu. Selon des travaux de l'OCDE, une augmentation des impôts sur le patrimoine et sur la consommation, compensée par une baisse des impôts sur le revenu, a une incidence positive sur le PIB par tête<sup>144</sup>.

L'impôt foncier étant un impôt communal, un élargissement de l'assiette, réalisé à travers la réévaluation de la valeur unitaire des biens immobiliers, conduirait *a priori*<sup>145</sup> à une augmentation des recettes communales. Les recettes supplémentaires issues de la revalorisation de l'impôt foncier pourraient être utilisées de différentes manières. D'une part, des mesures compensatrices pourraient être envisagées par le biais d'un moindre transfert de ressources financières de l'État central vers les communes. D'autre part, elles pourraient être utilisées pour compenser des moindres rentrées fiscales suite à un allègement de l'impôt commercial communal<sup>146</sup>. Enfin, de nouvelles missions pourraient éventuellement être confiées aux communes. Les modalités de répartition des recettes supplémentaires devraient faire l'objet d'un accord entre l'État et les communes.

Une étude de la Commission européenne<sup>147</sup> note que les impôts fonciers sont préférables aux taxes sur les transactions immobilières pour plusieurs raisons. Premièrement, les recettes issues de l'impôt foncier sont moins volatiles que celles occasionnées par les taxes sur les transactions immobilières, étant donné que les premières sont assises sur une base fiscale inélastique, tandis que les deuxièmes dépendent du volume de transactions qui fluctue au cours du cycle économique. Deuxièmement, une diminution des taxes sur les transactions immobilières augmenterait le volume de transactions, ce qui bénéficierait à la mobilité des travailleurs par le truchement d'une réduction des frais liés au changement de lieu de résidence. En revanche, l'abaissement des taxes sur les transactions immobilières, en affectant positivement le volume de transactions, pourrait favoriser la spéculation immobilière, raison pour laquelle cet abaissement pourrait s'appliquer uniquement sous certaines conditions, telles qu'une durée de détention ininterrompue minimale. Au vu de ces arguments, une augmentation des impôts fonciers pourrait permettre d'alléger les taxes sur les transactions immobilières<sup>148</sup>.

Selon des travaux de l'OCDE, les impôts fonciers pourraient stabiliser le prix des actifs au cours du cycle économique à travers les effets de capitalisation<sup>149</sup>. Cet argument part du principe que la valeur actuelle nette d'un bien immobilier équivaut à la valeur actualisée des flux de loyers imputés diminués des frais d'entretien et du montant des impôts. Par conséquent, une augmentation des prix immobiliers au-delà de leur valeur d'équilibre, engendrera un accroissement du montant de l'impôt foncier, réduisant la valeur actuelle nette du bien immobilier (par hypothèse, les loyers imputés et les frais d'entretien restent inchangés). Cette diminution de la valeur actuelle nette réduit la demande sur le marché

144 Arnold, J. (2008), « Do tax structures affect aggregate economic growth? Empirical evidence from a panel of OECD countries », OECD Economics Department Working Papers, No. 643.

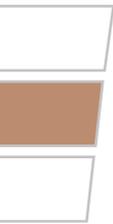
145 Si les communes n'adaptent pas leurs taux d'imposition pour contrer la hausse de la valeur unitaire.

146 Ce point est approfondi dans la section relative aux administrations locales.

147 Commission européenne (2012), « Taxation of housing », Quarterly report on the euro area, Vol. 11, Issue 4.

148 En 2015, le niveau des taxes sur les transactions immobilières au Luxembourg s'est élevé à 1,4 % des impôts totaux perçus et a donc été supérieur à la moyenne européenne (de 0,9 %).

149 Voir Blöchliger, H. (2015), « Reforming the tax on immovable property: Taking care of the unloved », OECD Economics Department Working Papers, No. 1205, OECD Publishing, Paris.



immobilier, ce qui encourage un retour des prix vers leur valeur d'équilibre. Le rôle stabilisateur de l'impôt foncier fonctionne également dans le cas inverse d'une baisse des prix immobiliers en dessous de leur valeur d'équilibre. Cette baisse de prix conduit mécaniquement à une diminution du montant de l'impôt foncier, augmentant la valeur actuelle nette du bien et favorisant le retour des prix immobiliers vers leur valeur d'équilibre. Cet effet stabilisateur de l'impôt foncier présuppose cependant que cet impôt est lié à l'évolution des prix sur le marché immobilier et non à une valeur unitaire fixe et désuète.

Des études empiriques de l'OCDE confirment que les impôts fonciers constituent une source de recettes stables pour l'administration publique. Les résultats laissent également penser qu'un relèvement de l'impôt foncier pourrait ralentir l'augmentation des prix de logements et atténuer la volatilité des prix immobiliers<sup>150</sup>. Ainsi et selon ces travaux, une augmentation des impôts fonciers en pourcentage du PIB de 0,5 % à 1 % permettrait de réduire la volatilité des prix immobiliers. Une comparaison internationale indique que les prix immobiliers fluctuent de façon plus marquée dans les pays affichant de faibles impôts fonciers et réévaluant peu fréquemment la valeur unitaire des biens immobiliers.

Par ailleurs, une réévaluation de la valeur unitaire des biens immobiliers peut aussi influencer les loyers. D'une part, l'augmentation de l'impôt foncier peut contribuer à une hausse des loyers à travers une diminution des revenus nets de la location et donc du nombre de logements mis en location. D'autre part, la hausse de l'impôt foncier peut inciter la mise en location de logements inoccupés auparavant, réduisant ainsi la pression sur les loyers. Enfin, si les propriétaires de logements mis en location disposent d'un plus grand pouvoir de négociation que les locataires, ils peuvent directement répercuter la hausse de l'impôt foncier sur le montant des loyers.

Au Luxembourg, l'augmentation de la population résidente et du revenu des ménages ont contribué à soutenir la demande pour des biens immobiliers, générant une pression à la hausse sur les prix immobiliers face à une offre moins dynamique<sup>151</sup>. Dans ce contexte, l'effet net d'une hausse de l'impôt foncier dépendra de l'ajustement de l'offre. Si un relèvement de l'impôt foncier conduit à une augmentation de l'offre de logements inoccupés auparavant, la mise à disposition de nouveaux logements permettrait une modération des prix et des loyers. En revanche, en l'absence d'un ajustement de l'offre, ce qui pourrait être le cas le plus probable, les prix et les loyers pourraient augmenter.

## CONCLUSION

Alors qu'à court terme et en l'absence d'un ajustement de l'offre, un relèvement de l'impôt foncier peut conduire à une hausse des prix immobiliers, un tel relèvement est susceptible de ralentir l'augmentation des prix de logements et atténuer la volatilité des prix immobiliers à moyen et long terme.

L'élargissement de l'assiette fiscale utilisée pour le calcul de l'impôt foncier se traduirait *a priori* par la collecte de recettes supplémentaires ayant l'avantage d'être stables et prévisibles. Les recettes issues de l'impôt foncier sont moins volatiles que celles occasionnées par les taxes sur les transactions immobilières. L'impôt foncier est supposé occasionner moins de distorsions que d'autres impôts, notamment ceux sur le travail. Toutefois, l'impôt foncier présente l'inconvénient d'être peu progressif par rapport à d'autres impôts. Une plus forte progressivité pourrait cependant être assurée via des exemptions accordées sur la base de critères sociaux ou par le biais d'un relèvement des taux communaux à partir de certains seuils en matière de valeur unitaire.

150 Voir Blöchliger, H., Egert, B., Alvarez, B. et Paciorek, A. (2015), « The stabilisation properties of immovable property taxation: Evidence from OECD countries », OECD Economics Department Working Papers, No. 1237, OECD Publishing, Paris. Consulter aussi OECD/Korea Institute of Public Finance (2016), « Fiscal Federalism 2016: Making Decentralisation Work », Chapter 3, OECD Publishing, Paris.

151 Selon les calculs de la BCL, entre 2011 et 2015, le nombre de logements a augmenté annuellement de 2 300 unités en moyenne (sur base de statistiques de bâtiments achevés), tandis que le nombre de ménages a augmenté en moyenne d'environ 5 800.

La BCL aurait apprécié que la réforme fiscale ou la réforme des finances communales aborde la problématique ayant trait à l'impôt foncier. Certes, une réforme de l'impôt foncier est un exercice complexe qui nécessite une préparation approfondie et de ce fait longue afin d'établir les modalités optimales d'élargissement de l'assiette fiscale ainsi que la prise en compte de tous les effets potentiels sur le marché immobilier et sur l'ensemble de la fiscalité.

Aujourd'hui, aucune information n'est disponible au sujet d'une quelconque réforme en cette matière. Néanmoins, deux facteurs permettraient de limiter en partie les effets d'une revalorisation de l'impôt foncier : d'une part, la suppression de l'impôt foncier A comme critère de répartition des recettes du Fond Communal de Dotation Financière (FCDF), telle qu'elle est prévue dans le projet de loi concernant la réforme des finances communales et, d'autre part, la fixation de la valeur locative à 0 % de la valeur unitaire dans le cadre de l'imposition par voie d'assiette telle qu'elle est prévue dans le projet de loi concernant la réforme fiscale.

### 2.2.7 Analyse générale de la réforme fiscale et effets macroéconomiques

#### ANALYSE GÉNÉRALE

Les adaptations du code fiscal contenues dans le projet de loi n°7020 portant mise en œuvre de la réforme fiscale de 2017 visent tant les ménages que les entreprises. Selon l'exposé des motifs, les principes sous-jacents à la réforme fiscale sont la durabilité, la sélectivité, l'équité et la compétitivité.

Concernant l'impôt des personnes physiques, les mesures proposées vont bien en direction des objectifs que le gouvernement s'est fixés, mais elles auraient pu être plus sélectives, précisément compte tenu de ces objectifs. Bien que les ménages les plus modestes et les classes moyennes verront leur pouvoir d'achat augmenter, conformément à l'objectif du gouvernement, il convient de souligner qu'un gain fiscal se fera ressentir aussi pour les ménages plus aisés, de sorte qu'une écrasante majorité des contribuables bénéficieront de cette réforme. En conséquence, la progressivité du système d'impôt des personnes physiques sera renforcée, mais l'impact sur sa redistributivité sera plus réduit.

En ce qui concerne les mesures relatives aux dépenses fiscales, il aurait été préférable de procéder à l'étude préalable sur leur efficacité avant d'entreprendre une quelconque modification, étude au demeurant nécessaire si l'on désire assurer une bonne gouvernance des finances publiques. En outre, le manque d'informations concernant les bénéficiaires des dépenses fiscales ne permet pas d'émettre un avis quant aux effets de l'ensemble des mesures sur la progressivité et sur la redistributivité de l'impôt.

Concernant l'impôt sur le revenu des collectivités, l'ensemble des mesures permettra de réduire la charge fiscale des entreprises, ce qui permettra d'améliorer la compétitivité de ces dernières. Si la baisse du taux statutaire est un élément positif pour l'attractivité du pays, les mesures relatives à la base imposable n'apportent pas plus de transparence quant à la charge fiscale effective des sociétés, ce qui n'aide pas dans un contexte de concurrence internationale exacerbée. En l'absence d'une analyse des incitants fiscaux, le choix du gouvernement s'est réduit à conserver et même à augmenter le coût de certains avantages fiscaux dont l'efficacité n'est pas documentée.

Le projet de réforme fiscale ne propose toutefois pas de refonte globale du système. Il est certes rassurant de savoir que le gouvernement suit les évolutions concernant les exigences européennes (directive ATAD, ACCIS) et internationales (transposition des règles BEPS). Néanmoins, il serait utile de connaître la stratégie générale du gouvernement ainsi que les mesures spécifiques qu'il envisage d'adopter. Ces éléments auraient en effet été pertinents et auraient permis d'étayer l'objectif que le gouvernement

s'est assigné dans le programme gouvernemental, à savoir « favoriser un climat de confiance par une stratégie fiscale prévisible et cohérente ».

Le gouvernement prévoit des initiatives dans le but de combattre la fraude fiscale<sup>152</sup>. Ces initiatives devraient, d'après le gouvernement, générer des recettes potentielles additionnelles de € 50 millions (0,1% du PIB)<sup>153</sup>. La BCL n'a pas intégré de recettes additionnelles provenant de ces initiatives, faute de pouvoir se baser sur des estimations fiables ; elle a privilégié une approche prudente et en ligne avec la méthode utilisée dans le cadre de l'Eurosystème relative à l'établissement des projections macro-économiques et de finances publiques. En rapport avec les mesures que le gouvernement cite pour justifier ces recettes supplémentaires, la suppression du secret bancaire pour résidents aurait aussi pu être envisagée, d'autant plus que cette mesure a récemment fait émergence dans le débat politique. Une décision en cette matière devrait pourtant être précédée d'une analyse approfondie, embrassant ses différentes facettes et cela dans une dimension non seulement de court, mais aussi de moyen et long terme.

La mise en œuvre de la réforme fiscale ne sera pas budgétairement neutre et engendrera une perte de recettes fiscales non négligeable, principalement au niveau de l'administration centrale, du moins à court terme. Le tableau 38 compare les estimations de la BCL ayant trait au coût budgétaire à celles du gouvernement. La méthodologie et les hypothèses sous-jacentes aux estimations sont présentées pour les personnes physiques dans la section 2.2.4.2 et pour les sociétés dans la section 2.2.5.2.

Tableau 38 :

**Comparaison des coûts budgétaires de la réforme, estimations de la BCL et du gouvernement (en millions d'euros et en % du PIB)**

MESURES (MILLIONS D'EUROS)	ESTIMATIONS BCL (IMPACTS NON CUMULÉS)		ESTIMATIONS GOUVERNEMENT (IMPACTS CUMULÉS)				DIFFÉRENCES BCL VS GOUVERNEMENT (% DU PIB, ANNÉE 2018)
	2017	2018	2017	2018	2019	2020	
Total mesures impôt sur le revenu des personnes physiques	-666		-395	-491	-491	-491	0,4
Total mesures impôt sur les sociétés	-164	-115	-4	-52	-84	-84	0,4
Lutte contre la fraude (Impôts directs+indirects)	0		25	40	50	50	0,1
<b>Total</b>	<b>-829</b>	<b>-115</b>	<b>-373</b>	<b>-503</b>	<b>-524</b>	<b>-524</b>	
TOTAL DES MESURES (% DU PIB)	ESTIMATIONS BCL (IMPACTS CUMULÉS)		ESTIMATIONS GOUVERNEMENT (IMPACTS CUMULÉS)				
	2017	2018	2017	2018	2019	2020	
<b>Total</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,9</b>

Sources : Ministère des Finances, calculs BCL

Il ressort du tableau 38 que les estimations relatives aux coûts budgétaires des mesures présentent d'importantes divergences.

152 Dans le cadre de la réforme du droit pénal fiscal sera créée une nouvelle infraction de « fraude fiscale aggravée » sanctionnée pénalement. La « fraude fiscale simple » sera dépenalisée et sanctionnée par une amende administrative. En ce qui concerne la dépenalisation par la réforme contemplée de la « fraude fiscale simple », l'objectif en est de permettre aux administrations de sanctionner les comportements répréhensibles des contribuables par des amendes administratives. Au-delà de ses objectifs immédiats en matière de lutte contre la fraude fiscale, cette novation s'inscrit aussi dans le plein respect des exigences internationales et européennes. Source : Ministère des Finances.

153 Selon le projet de loi « L'adaptation des mesures contre la fraude fiscale et des mesures anti-abus devrait engendrer des recettes supplémentaires de 25 millions d'euros pour l'année budgétaire 2017, de 40 millions d'euros pour l'année budgétaire 2018 et de 50 millions d'euros pour les années suivantes. »

Pour l'année 2017, l'estimation du déchet fiscal faite par le gouvernement s'élève à € 373 millions (0,7 % du PIB), alors que celle de la BCL se chiffre à € 829 millions (1,5 % du PIB), soit un écart d'environ € 450 millions. Cet écart peut s'expliquer en partie par le fait que l'impact de la réforme, tel que calculé par la BCL, se base sur le principe des droits constatés (qui préside à l'établissement de la comptabilité nationale selon les normes SEC), alors que l'estimation du gouvernement est présentée selon une approche en base « caisse » (voir partie 1.3.1).

Afin de faciliter la comparaison de ces deux estimations, un impact cumulé pour 2017 et 2018 de la réforme est présenté, en pourcentage du PIB (dernière ligne du tableau 38). La BCL fait donc ici l'hypothèse que l'impact observé en 2017 reste inchangé en 2018, lorsqu'il est exprimé en pourcentage du PIB (le coût en millions d'euros augmenterait donc), par rapport à une situation à politique inchangée. Il ressort ainsi du tableau 38 que l'impact cumulé de la réforme en 2018 s'élèverait à 1,7 % du PIB selon la BCL et à 0,8 % du PIB selon le gouvernement, soit une différence de 0,9 % du PIB. Cette différence est attribuable à la fois aux estimations relatives à l'impôt sur le revenu des personnes physiques (à hauteur de 0,4 % du PIB), à l'impôt sur le revenu des sociétés (0,4 % du PIB) et la lutte contre la fraude fiscale (0,1 % du PIB).

Compte tenu de cet écart important, la BCL s'interroge sur le caractère réaliste des estimations du gouvernement qui lui paraissent optimistes. Cette interrogation est d'autant plus pertinente à la lumière de la fiche financière du projet de loi, qui ne renseigne pas de manière détaillée le coût prévu pour chacune des mesures. De telles informations auraient éventuellement permis de mieux comprendre les raisons présidant à ces divergences d'estimations.

## EFFETS MACROÉCONOMIQUES

Pour étudier les effets macroéconomiques de la réforme fiscale, la BCL dispose de deux modèles, LU-MCM<sup>154</sup> et LOLA 3<sup>155</sup>. Ces modèles sont complémentaires aux simulations microéconomiques développées dans les parties antérieures de cet avis et qui permettent de définir précisément les changements de taxation et d'évaluer leurs effets sur les recettes fiscales. De plus, les deux modèles macroéconomiques permettent de prendre en compte les réactions des agents et les interactions entre consommation, investissement et PIB, ainsi que leurs effets de retour sur les finances publiques.

Le modèle LU-MCM est un modèle macro-économétrique utilisé pour analyser le court et moyen terme, tandis que LOLA 3 est un modèle d'équilibre général dynamique se concentrant sur les effets à plus long terme. Le modèle macro-économétrique, basé sur des mécanismes de correction d'erreurs, repose implicitement sur l'hypothèse selon laquelle les agents ont une vision rétrospective, adaptant leur comportement graduellement afin de revenir à l'équilibre. Le modèle d'équilibre général, par contre, se base sur l'hypothèse selon laquelle les agents ont une vision prospective, adoptant un comportement qui optimise leur bien-être présent et futur.

Les effets de la réforme tels que captés par le modèle LU-MCM seront d'abord présentés, puis ceux résultant de LOLA 3 seront décrits.

Les changements de taxation mis en œuvre dans les deux modèles sont calibrés de manière à obtenir *ex ante* des variations de recettes fiscales (en pourcentages du PIB) de 1,29 la première année et 1,48 la deuxième (afin d'intégrer la baisse supplémentaire en 2018 du taux d'imposition sur le revenu des

154 Guarda, Paolo (2005) "The Luxembourg bloc of the multi-country model," in G. Fagan & J. Morgan (eds.) *Econometric models of the euro-area central banks*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing.

155 Luca Marchiori et Olivier Pierrard (2015) "LOLA 3.0: Luxembourg OverLapping generation model for policy Analysis: Introduction of a financial sector in LOLA", BCL working paper n.100, November 2015.

collectivités). L'incidence des autres mesures relatives aux personnes physiques (0,24 % du PIB) n'a pas pu être simulée avec ces modèles macroéconomiques. Le choc correspond donc aux baisses obtenues aux points 2.2.5.2 (impôts sur les sociétés) et 2.2.4.2.1 (méthodes de micro-simulations relatives aux personnes physiques).

Le tableau suivant présente l'impact macroéconomique de la réforme fiscale entre 2017 et 2019 tel qu'estimé avec le modèle LU-MCM. La baisse de l'impôt a un effet plus important sur la consommation privée que pour l'investissement (formation brute de capital fixe). Ainsi, en 2017, le niveau de la consommation privée est de 0,49 % plus élevé que son niveau à politique inchangée, tandis que l'investissement n'augmente que de 0,37 %. La hausse de l'investissement est attribuable principalement à la baisse de l'impôt sur les collectivités, mais également à l'effet accélérateur (la hausse de la consommation privée augmente le PIB, ce qui incite les entrepreneurs à augmenter leurs investissements en capacité productive).

Tableau 39 :

**Impact macroéconomique de la réforme selon le modèle LU-MCM**

	2017	2018	2019
<b>Baisse ex ante des recettes d'impôts (en % du PIB dans le scénario à politique inchangée)</b>			
Revenu des impôts sur les personnes physiques	1,00	1,00	1,00
Revenus des impôts sur les sociétés	0,29	0,48	0,48
<b>Prix et coûts – écart en % par rapport au scénario à politique inchangée</b>			
Déflateur du PIB	-0,01	-0,04	-0,06
Salaire par employé	0,00	0,01	0,00
Productivité par employé	0,06	0,11	0,10
<b>Activité réelle (prix constants) – écart en % par rapport au scénario à politique inchangée</b>			
PIB	0,07	0,12	0,13
Consommation privée	0,49	0,95	1,22
Investissement (formation brute de capital fixe)	0,37	0,77	0,82
Exportations	0,00	0,00	0,00
Importations	0,08	0,17	0,20
<b>Impact sur les finances publiques (en % du PIB)</b>			
Recettes totales	-1,24	-1,46	-1,46
Dépenses totales	0,00	0,00	0,00
Solde	-1,24	-1,46	-1,46
<b>Impact sur le marché de l'emploi</b>			
Emploi total – écart en % par rapport au scénario de base	0,01	0,02	0,03
Chômage (en p.p.)	-0,00	-0,00	-0,01

Source : Résultats du modèle LU-MCM

La légère augmentation du PIB implique que la baisse *ex post* des recettes fiscales est de seulement 1,24 points de PIB en 2017 (au lieu de 1,29 *ex ante*) et de 1,46 en 2018 et 2019 (au lieu de 1,48 *ex ante*). En supposant que les dépenses publiques sont inchangées par rapport au PIB nominal, ces chiffres correspondent à l'impact de la réforme sur le solde public.

Le Luxembourg étant une petite économie très ouverte, l'augmentation de la consommation privée et de l'investissement se traduit par une hausse des importations, ce qui freine l'impact sur le PIB. Dans un premier temps, les exportations sont inchangées, ce qui conduit à une détérioration du solde extérieur et donc à une contribution à la croissance réelle négative des exportations nettes, qui compensent un peu plus de la moitié de la contribution additionnelle émanant de la demande domestique.

La réaction de l'emploi est lente par rapport à celle du PIB, ce qui conduit à une augmentation temporaire de la productivité par employé, générant une pression à la hausse sur les salaires. Cependant, sur la période de 3 années considérée ici, la rigidité d'ajustement de l'emploi et des salaires entraîne une chute du coût unitaire de l'emploi, atténuant la croissance du déflateur du PIB et des prix en général.

Le modèle LOLA 3 permet de prendre en compte l'impact dynamique de la réforme dans un cadre d'équilibre général.

Rappelons que la réforme consiste en une baisse combinée de l'impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP) et de l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC). Selon le modèle LOLA 3, la réforme entraînerait une dégradation du ratio solde budgétaire/PIB de 0,69 points de pourcentage (p.p.) après 5 ans (colonne (8) du tableau 40) et de 0,83 p.p. après 10 ans au lieu de 1,48 p.p. *ex ante* (colonne (3) du tableau 40). Cette différence s'expliquerait par les mécanismes d'équilibre général, à travers lesquels les baisses de l'IRPP et de l'IRC auraient des effets sur l'activité économique et, en conséquence, sur les recettes et les dépenses publiques. Ce sont ces dernières qui réduiraient le coût attendu de la réforme. Sur base d'une hausse de l'activité, la réforme entraînerait une réduction du ratio dépenses publiques/PIB de 0,78 p.p. (colonne (7) du tableau 40), atténuant la détérioration du solde budgétaire due aux moindres recettes fiscales. La réforme stimulerait l'activité économique, notamment l'offre de travail et l'investissement, permettant ainsi une économie de dépenses publiques (allocations chômage, préretraite et retraite)<sup>156</sup>. Notons que l'impact *ex post* sur les recettes fiscales est proche de l'impact *ex ante*. Le tableau 41 (colonne (1)) montre que la croissance annuelle du PIB augmenterait en moyenne de 0,43 p.p. pendant les cinq années qui suivent la mise en œuvre de la réforme. Les niveaux du PIB et de l'emploi s'établiraient à des niveaux plus élevés par rapport à un scénario à politique inchangée : en effet, le niveau du PIB serait, cinq ans après la mise en œuvre de la réforme, de 2,08 % plus élevé, tandis que le niveau de l'emploi serait, quant à lui, de 3,07 % plus élevé (voir cependant les mises en garde ci-dessous). Cependant, l'impact sur la croissance s'estomperait dans le temps (entre 6 et 10 ans après sa mise en œuvre, la réforme fiscale n'augmenterait plus la croissance annuelle du

Tableau 40 :

**Impact fiscal de la réforme selon le modèle LOLA 3**

	2018*			+ 5 ANS					+ 10 ANS				
	RÉSULTATS EXPRIMÉS EN VARIATION PAR RAPPORT AU SCÉNARIO À POLITIQUE INCHANGÉE ET EN POINTS DE POURCENTAGE												
	RECETTES FISCALES IRPP / PIB	RECETTES FISCALES IRC / PIB	SOLDE BUDGÉT. / PIB	RECETTES FISCALES IRPP / PIB	RECETTES FISCALES IRC / PIB	RECETTES FISCALES TOTALES / PIB	DÉPENSES PUBLIQUES TOTALES / PIB	SOLDE BUDGÉT. / PIB	RECETTES FISCALES IRPP / PIB	RECETTES FISCALES IRC / PIB	RECETTES FISCALES TOTALES / PIB	DÉPENSES PUBLIQUES TOTALES / PIB	SOLDE BUDGÉT. / PIB
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	
Réforme	-1,00	-0,48	-1,48	-0,98	-0,53	-1,48	-0,78	-0,71	-0,96	-0,52	-1,60	-0,77	-0,83
IRPP seul	-1,00	0,00	-1,00	-0,99	0,06	-1,06	-0,69	-0,37	-0,97	-0,01	-1,13	-0,69	-0,44
IRC seul	0,00	-0,48	-0,48	0,01	-0,53	-0,43	-0,13	-0,29	0,01	-0,53	-0,48	-0,12	-0,35

Sources : Résultats du modèle LOLA 3. Les résultats sont exprimés en différences (points de pourcentage) par rapport au scénario à politique inchangée. Par exemple, 'Recettes fiscales IRPP/PIB' montre le changement en points de pourcentage du ratio des recettes fiscales de l'IRPP / PIB par rapport au scénario à politique inchangée. IRPP= impôt sur le revenu des personnes physiques, IRC= impôt sur le revenu des collectivités. Réforme indique les effets d'une baisse conjointe de l'IRPP et de l'IRC, IRPP seul montre les effets d'une baisse de l'IRPP uniquement et IRC seul celle d'une baisse de l'IRC uniquement. (\*) L'impact sur les recettes fiscales prend en compte la baisse de l'IRC en 2017 et en 2018.

156 La baisse de l'IRPP va également réduire les dépenses d'allocations à travers une pression à la baisse sur le salaire brut. En effet, le calcul des allocations (chômage, préretraite et retraite) est basé sur le salaire brut, qui va être renégocié à la baisse (même si le salaire net des employés restera plus élevé qu'à politique inchangée).

PIB que de 0,03 p.p. en moyenne). Le niveau du PIB à la fin de cette période (10 ans après la mise en place de réforme) resterait environ 2 % supérieur à son niveau à politique inchangée.

Les tableaux 40 et 41 montrent aussi les effets individuels des mesures (les scénarios *IRPP seul* et *IRC seul*). Une baisse de l'IRPP uniquement réduirait le coût fiscal de la mesure de deux tiers (la dégradation du ratio solde budgétaire/PIB serait de 0,37 p.p. au lieu des 1,00 *ex ante*). Les effets d'équilibre général d'une baisse de l'IRC seraient moins élevés, en termes fiscaux (et en termes de croissance), puisque le coût de la mesure ne serait réduit que d'environ un tiers (la dégradation du solde budgétaire est de 0,29 p.p. du PIB au lieu des 0,48 *ex ante*).

Donc, dans LOLA 3, la réforme stimule l'économie et fait baisser les dépenses publiques, ce qui atténue l'impact initial sur le solde budgétaire. Les résultats obtenus amènent cependant les mises en garde suivantes. Premièrement, il n'y a pas d'investissement public dans le modèle et toute dépense publique est consommée (soit utilisée comme consommation publique soit reversée aux ménages sous forme d'allocations). En d'autres termes, de moindres revenus fiscaux ne se traduiront pas par moins d'investissements publics. Deuxièmement, comme la plupart des modèles d'équilibre général dynamique, le modèle LOLA 3 se base sur l'approche standard dite « néoclassique ». Dans ce cadre d'analyse, une taxe est source d'inefficacité (les taxes ne corrigent pas une imperfection de marché) et une réduction de taxe aura un effet bénéfique sur l'économie. De plus, comme dans ce modèle les agents ont une vision prospective, adoptant un comportement qui optimise leur bien-être présent et futur, la réduction de cette source d'inefficacité aura des effets particulièrement puissants sur un horizon de cinq ans, ce qui explique l'augmentation considérable du PIB et de l'emploi.

Tableau 41 :

**Impact macroéconomique de la réforme selon le modèle LOLA 3**

	+ 5 ANS			+ 10 ANS		
	RÉSULTATS EXPRIMÉS EN VARIATION PAR RAPPORT AU SCÉNARIO À POLITIQUE INCHANGÉE					
	CROISSANCE ANNUELLE DU PIB [P.P.]	PIB [%]	EMPLOI TOTAL [%]	CROISSANCE ANNUELLE DU PIB [P.P.]	PIB [%]	EMPLOI TOTAL [%]
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	
Réforme	0,43	2,08	3,07	0,03	2,23	3,14
IRPP seul	0,34	1,66	2,65	0,03	1,81	2,74
IRC seul	0,12	0,59	0,63	0,00	0,60	0,62

Sources : Résultats du modèle LOLA 3. Les résultats sont exprimés en différences par rapport au scénario à politique inchangée. Le symbole % indique un changement relatif, c'est-à-dire un changement en pourcentage alors que p.p. représente le changement en points de pourcentage. IRC= impôt sur le revenu des collectivités, IRPP= impôt sur le revenu des personnes physiques. Réforme indique les effets d'une baisse conjointe de l'IRPP et de l'IRC, IRPP seul montre les effets d'une baisse de l'IRPP uniquement et IRC seul celle d'une baisse de l'IRC uniquement.

En conclusion, selon les deux modèles la réforme s'autofinancerait partiellement puisque le coût (*ex post*) de la réforme serait moins élevé que lorsqu'il est estimé de manière statique (*ex ante*), c'est-à-dire sans prendre en compte les effets de retour. De plus, dans les deux modèles, la réforme stimulerait temporairement la croissance du PIB et de l'emploi, ce qui atténuerait l'impact sur le solde public.

### 3 LA PROGRAMMATION PLURIANNUELLE

Le projet de loi relatif à la programmation financière pluriannuelle pour la période 2016-2020 est présenté dans le volume 3 du projet de budget. Il s'agit d'une 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* et le Traité sur la stabilité, la coopération et la gouvernance comprenant le « 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 budgétaire à moyen terme (OMT) 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<sup>157</sup>.

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 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 2016-2020<sup>158</sup> 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 de 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'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. Les experts des organisations internationales s'accordent sur un ralentissement de la croissance tendancielle dans la zone euro et également au Luxembourg. Dans son avis de l'année précédente, la BCL avait présenté plusieurs facteurs susceptibles d'influer sur la croissance future du Luxembourg<sup>159</sup>. Or, bien qu'on puisse s'accorder sur une croissance tendancielle plus faible qu'avant la crise financière, l'étendue de cette correction reste incertaine.

157 Dans la loi du 12 juillet, le mécanisme de correction (MCE) est activé automatiquement sur la base d'une analyse des données faite de manière ex post. L'activation se fait lorsque l'écart entre le solde structurel et l'OMT est supérieur à 0,5 % du PIB sur un an ou à 0,25 % du PIB en moyenne sur deux années.

158 Dans ce contexte, le lecteur peut aussi utilement se référer à la section 1 de cet avis.

159 BCL (2016) Avis sur le projet de budget 2016, p. 154.

Le tableau 42 présente les projections macroéconomiques telles qu'elles ressortent des projets de loi de programmation financière pluriannuelle pour les trois années suivant l'année pour laquelle le projet de budget a été préparé. Ces projections sont généralement peu influencées par les aléas conjoncturels de même que par les révisions des données les plus récentes. De plus et comme il n'est guère possible de prévoir des chocs macroéconomiques, aussi bien en ce qui concerne leur ampleur que leur timing, ceci implique que ces projections se caractérisent par un profil assez lisse. Ces projections s'avèrent également être assez stables et variant donc peu d'un exercice à l'autre. Par contre, en cas de mesures décidées antérieurement et prenant effet lors de cette période, leur mise en œuvre influencera le scénario macroéconomique. La deuxième colonne de ce tableau présente les projections du projet de loi actuel couvrant les années 2018 à 2020 ; la troisième colonne présente les projections incluses dans la loi votée l'année dernière et qui couvrait les années 2017 à 2019. Enfin, la quatrième colonne présente les différences entre les deux jeux de projections. Dans les deux dernières colonnes, les données historiques de deux sous-périodes sont présentées, à savoir les sept années qui précédaient la crise financière et les six années qui ont fait suite à cette dernière.

Tableau 42 :

**Projections macroéconomiques à moyen terme (taux de variation annuels moyens)**

	PROJET DE LOI 2017 (2018-2020) (EN %)	LOI DE 2016 (2017-2019) (EN %)	DIFFÉRENCES (EN P.P.)	DONNÉES (2001-2007) (EN %)	DONNÉES (2010-2015) (EN %)
PIB en valeur	5,8	4,2	1,6	6,9	5,9
Déflateur du PIB	2,2	1,2	1,0	2,7	2,5
PIB en volume	3,6	3,0	0,6	4,0	3,4
PIB potentiel	3,2	2,5	0,7		
Ecart de production (en % de la production potentielle)	0,0	0,5 <sup>160</sup>	-0,5		

Sources : Budget 2016, projet de budget 2017, STATEC, calculs BCL

En ce qui concerne le PIB en valeur, la progression moyenne sur la période 2018-2020 serait de 5,8 %, soit un rythme identique à la croissance observée sur les six années ayant suivi la crise financière et approximativement 1 p.p. inférieur à la croissance moyenne observée sur la période précédant cette dernière. Cette projection serait toutefois de 1,6 p.p. supérieure aux estimations du gouvernement faites en automne 2015 et qui concernaient la période 2017-2019. Il s'agit donc d'une révision très importante, qui n'est pourtant nullement expliquée dans les documents budgétaires.

Des constats identiques peuvent être faits pour les projections du PIB en volume et pour le déflateur du PIB.

En ce qui concerne le PIB en volume, la croissance moyenne serait de 3,6 % sur les années 2018 à 2020, soit de 0,6 p.p. plus élevée qu'anticipée l'année dernière pour la période 2017-2019. Si l'ampleur de la révision à la hausse est assez surprenante, la projection du profil de croissance l'est encore davantage. De manière générale et à moins qu'il n'y ait des facteurs explicatifs précis, on pourrait s'attendre, pour cet horizon temporel, à un profil de croissance assez lisse, de même qu'à une projection assez similaire d'une année à l'autre. Or, selon les projections du gouvernement, la croissance du PIB en volume serait de 4,9 % en 2018, 3,5 % en 2019 et 2,3 % en 2020. On s'interroge tout d'abord sur les motifs qui ont poussé le gouvernement à afficher une croissance aussi élevée en 2018, de surcroît largement au-dessus de la croissance moyenne des dernières années. On s'interroge également sur les facteurs

<sup>160</sup> Ces estimations n'avaient pas été explicitement présentées dans le programme pluriannuel de l'année 2016. Elles ont été déduites sur la base de la formule du solde structurel et des projections des variables sous-jacentes.

sous-jacents à la projection d'un profil de croissance fortement baissier sur cette période. Si cette projection devait intégrer l'impact négatif issu de changements structurels anticipés de l'économie luxembourgeoise (voir aussi sous 1.1.4), alors il conviendrait d'indiquer ces hypothèses de manière plus explicite qu'elles ne le sont actuellement dans les documents budgétaires<sup>161</sup>. Finalement, quelle conclusion convient-il de tirer d'une croissance du PIB en volume de 2,3 % à la fin de l'horizon de projection, soit un taux nettement inférieur à ceux des années les plus proches ? S'il fallait en conclure qu'il s'agit du taux de croissance tendanciel vers lequel l'économie luxembourgeoise convergera à partir de l'année 2020<sup>162</sup>, alors le pays aborderait cette période de basse croissance avec un déficit au niveau de l'administration centrale non apuré malgré une croissance favorable antérieure. Une telle conclusion mènerait tout droit à l'interrogation du bien-fondé de l'orientation globale de la politique budgétaire au cours des prochaines années.

Les estimations de la croissance du PIB potentiel ont été revues à la hausse (+0,7 p.p.), mais dans une moindre mesure que celles relatives au PIB réel (+0,6 p.p.). L'écart de production (exprimé en pourcentage du PIB potentiel) se réduirait légèrement : il serait nul sur cette période (2018-2020), alors que cet écart était légèrement positif l'année passée pour la période 2017-2019.

Cette estimation de l'écart de production n'est d'ailleurs pas publiée dans le tableau des projections macroéconomiques, mais est contenue dans une annexe se situant dans les dernières pages du projet de loi. Ceci pourrait donner l'impression qu'elle ne découle pas directement du scénario macroéconomique, ce qui serait peu compréhensible et mériterait explication.

Les révisions des projections de croissance du PIB en volume et du PIB potentiel sont importantes, mais elles ne sont ni motivées, ni expliquées dans les documents budgétaires.

De plus, malgré un scénario de croissance plus favorable, l'écart de production n'a pas augmenté, mais au contraire a même été abaissé par rapport aux projections faites antérieurement. Ce résultat est, entre autres, la conséquence d'une révision à la hausse de la croissance potentielle (+0,7 p.p.) qui dépasse la révision de la croissance du PIB réel (+0,6 p.p.). Le fait d'aboutir à un écart de production nul a cependant la conséquence discutable de présenter une image plus avantageuse des soldes structurels (voir le point 3.2 ci-dessous).

Un écart de production nul pourrait suggérer que l'économie serait proche de son état d'équilibre au cours de ces années. Or, la projection relative à la croissance du PIB réel est supérieure à concurrence de 0,4 p.p. en moyenne par année à la projection de croissance du PIB potentiel. Aussi, pendant quasiment sept années consécutives allant de 2013 à 2019 la croissance observée et anticipée du PIB réel est très dynamique c'est-à-dire égale ou supérieure à la croissance du PIB potentiel. Si malgré cette période de croissance très favorable l'écart de production du PIB est équivalent à zéro sans être positif, comme on pourrait s'y attendre, ceci est le résultat de deux facteurs : d'une part, un point de départ fort bas, marqué par un écart de production très négatif attribuable aux répercussions de la crise financière ; d'autre part, une projection bien lente du PIB réel durant l'année 2020.

Certes, les projections à moyen terme tant de la croissance que du potentiel de croissance sont sujettes à une incertitude élevée. Cependant, compte tenu de la période de forte croissance du Luxembourg sur

161 En ce qui concerne les défis auxquels l'économie luxembourgeoise sera confrontée dans un avenir proche, dans son programme de stabilité d'avril 2016, le gouvernement avait observé que «... la prévision n'incorpore pas d'ajustements supplémentaires au-delà de ceux observés jusqu'ici. Ainsi, l'extension de l'échange d'information automatique à partir de 2017 n'est pas considérée comme ayant des incidences négatives sur l'activité du secteur [financier]. [...] En outre, la présente actualisation du PSC est construite à partir d'une hypothèse d'absence d'impact des discussions BEPS sur l'activité économique en tant que telle au Luxembourg, *a fortiori* sur les finances publiques ».

162 Le ralentissement important de la croissance à un niveau aussi bas semble peu cohérent avec l'accélération de l'inflation anticipée pour la même période.



la période actuelle et future, on pourrait s'attendre à un écart de production positif en fin de période. C'est d'ailleurs ce que les estimations de la BCL suggèrent déjà pour l'année 2017 (voir 1.2.2). Avec un écart de production positif, l'estimation de la composante cyclique du solde budgétaire serait positive, ce qui aurait comme conséquence que le solde apuré de la conjoncture (solde structurel) se situerait à un niveau inférieur au solde nominal. A son tour, ceci aurait comme conséquence que la différence entre le solde structurel et l'OMT serait réduite, ce qui dès lors impliquerait une « marge de manœuvre budgétaire » plus réduite.

### 3.2 LE VOLET FINANCES PUBLIQUES

La BCL analyse 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, 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 43 présente les projections pluriannuelles et les compare à celles de la BCL et de la Commission européenne.

Les mesures de consolidation mises en place en 2015 devraient, selon le gouvernement, engendrer une amélioration du solde budgétaire de l'ordre de 0,9 p.p. en 2015 et de l'ordre 1,2 p.p. d'ici 2020. *A contrario*, la réforme fiscale engendrerait, toujours selon le gouvernement, un déchet fiscal de l'ordre de 0,7 p.p. en 2017 et de 0,8 p.p. d'ici 2020<sup>163</sup>.

Au total, le solde des administrations publiques, sous l'influence notamment de ces deux éléments, dont les impacts se compensent en partie, se dégraderait sur l'horizon de projection et passerait dès lors d'un surplus de 1,6 % du PIB en 2015 à un surplus de 0,7 % en 2020. Le solde de l'administration centrale serait déficitaire sur toute la période pour atteindre 0,8 % du PIB en 2020. Selon le programme pluriannuel, le solde structurel, après avoir enregistré un très large surplus de l'ordre de 2,3 % du PIB en 2016, se détériorerait en grande partie sous l'influence de la mise en œuvre de la réforme fiscale et n'afficherait plus qu'un très léger surplus (de l'ordre de 0,2 % du PIB) en 2018 et 2019 avant de s'améliorer quelque peu à l'horizon de l'année 2020 (surplus de l'ordre de 0,7 % du PIB). Enfin, le ratio de dette publique serait en très légère progression passant de 23,2 % en 2016 à 23,7 % du PIB en 2020 sous l'effet des besoins de financement de l'administration centrale et des autres opérations financières prévues.

163 Les données mentionnées sont calculées en base caisse.

Tableau 43 :

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

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Programmation pluriannuelle 2016-2020</b>						
Solde des administrations publiques	1,6	1,2	0,3	0,3	0,4	0,7
Solde de l'administration centrale	-0,3	-0,8	-1,7	-1,5	-1,2	-0,8
Solde structurel des administrations publiques		2,3	0,8	0,2	0,2	0,9
Mesures de consolidation	0,9	1,2	1,0	1,2	1,2	1,2
Impact de la réforme (données en base caisse)			0,7	0,8	0,8	0,8
Dette consolidée des administrations publiques		23,2	23,6	23,8	23,8	23,7
<b>BCL - automne 2016</b>						
Solde des administrations publiques	1,6	1,5	-0,1	0,4	0,3	-
Solde de l'administration centrale	-0,3	-0,2	-1,5	-1,2	-1,2	-
Solde structurel des administrations publiques	1,7	1,6	-0,2	0,2	0,1	-
Dette consolidée des administrations publiques	22,1	23,2	23,6	23,8	23,8	-
<b>Commission européenne - automne 2016</b>						
Soldes des administrations publiques	1,6	1,3	0,0	0,1	-	-
Soldes structurels des administrations publiques	2,2	1,9	0,4	0,4	-	-
Dette consolidée des administrations publiques	22,1	23,2	23,3	23,5	-	-

Sources : *Projet de budget 2017, programmation pluriannuelle 2016-2020, Commission européenne, calculs BCL*

Plusieurs éléments peuvent être mis en exergue si on compare ces projections avec celles de la BCL. Tout d'abord, on observe que la projection de la BCL pour l'année 2016 (surplus de l'ordre de 1,5 % du PIB) est légèrement plus optimiste que celle incluse dans la programmation financière pluriannuelle (1,2 % du PIB). Deuxièmement et comme déjà mentionné ci-dessus (voir partie 2.2.7), l'impact négatif de la mise en œuvre de la réforme fiscale serait de plus grande ampleur selon les estimations réalisées par la BCL. Selon les estimations réalisées par le gouvernement, l'impact négatif de la réforme sur le solde budgétaire serait de 0,7 % du PIB en 2017 contre 1,5 % du PIB selon les estimations de la BCL. Il en découle que selon la BCL, le solde des administrations publiques dégagerait un léger déficit de l'ordre de 0,1 % en 2017, soit une baisse de 1,6 p.p. par rapport à l'année précédente alors qu'un excédent de l'ordre de 0,3 % du PIB serait dégagé selon la programmation financière pluriannuelle, soit une dégradation de seulement 0,9 p.p. par rapport à 2016. Pour les années 2018 et 2019, les deux jeux de projections afficheraient des surplus d'ampleur assez comparable (de l'ordre 0,3-0,4 % du PIB).

Le surplus dégagé pour 2016, selon la projection de la Commission serait quant à lui légèrement plus élevé que celui affiché par le gouvernement, par contre, la situation inverse prévaudrait pour les années 2017 et 2018. Le solde des administrations publiques serait ainsi à l'équilibre en 2017 selon la Commission alors qu'il afficherait un excédent de l'ordre de 0,3 % selon la programmation pluriannuelle. En 2018, un écart d'ampleur similaire subsisterait entre les deux jeux de projections (surplus de +0,1 % selon la Commission contre +0,3 % du PIB selon la programmation pluriannuelle).

Le ratio de dette publique par rapport au PIB prévu par le gouvernement sur l'horizon de projection serait semblable à celui affiché par la BCL (23,8 % du PIB en 2019) et légèrement plus élevé que celui projeté par la Commission (23,5 % du PIB en 2018).

Enfin, les soldes structurels projetés par les trois institutions sur l'horizon de projection seraient en phase avec l'OMT du gouvernement.

### 3.2.1 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:

« - atteindre d'ici la fin de la période de législature (en 2018) un solde structurel des finances publiques d'au moins +0,5 % du PIB ; »

et

« - maîtriser, voire réduire la dette publique de façon à la maintenir à tout moment en-dessous de 30 % du PIB. »

Si on compare ces deux objectifs avec ceux inscrits dans le projet de loi de programmation financière pluriannuelle 2016-2020, on observe que si l'objectif de dette publique n'a pas varié et consiste toujours à maintenir un ratio de dette publique sous la barre des 30 % du PIB, le premier objectif ayant trait à l'OMT est, par contre, défini de manière différente et consiste désormais à « assurer que d'ici la fin de la période législative, le solde structurel de l'administration publique atteigne l'objectif budgétaire à moyen terme ».

Cette différence dans la formulation du premier objectif n'est pas anodine et prend toute sa dimension si l'on prend en compte le fait que le niveau de l'OMT fixé actuellement à +0,5 % du PIB sera abaissé à -0,5 % du PIB à partir de l'année 2017. On peut donc en déduire que le gouvernement a modifié son objectif qui ne consiste plus à atteindre à la fin de la présente législature un solde structurel de +0,5 % du PIB mais bien un solde structurel égal à -0,5 % du PIB, soit une différence de 1 p.p..

Compte tenu de cette modification significative, sur la base des données présentées par le gouvernement, le programme budgétaire pluriannuel serait conforme aux deux objectifs définis dans la programmation pluriannuelle. En effet, les soldes structurels sur l'horizon de projection afficheraient des valeurs supérieures à l'OMT en vigueur (de +0,5 % du PIB en 2016 et de -0,5 % à partir de 2017). Quant aux ratios de dette, ils seraient inférieurs à 30 % du PIB sur tout l'horizon de projection.

Par contre, si le programme budgétaire pluriannuel était évalué par rapport aux objectifs nationaux tels que définis dans le programme gouvernemental de 2013, ces derniers ne seraient alors que partiellement remplis. En effet, le solde structurel dégagé en 2018 (0,2 % du PIB) serait inférieur par rapport à un OMT de +0,5 %<sup>164</sup>. Le fait d'abaisser l'OMT est d'autant plus regrettable qu'un surplus de 0,5 % ne suffisait déjà pas à assurer les équilibres budgétaires futurs<sup>165</sup>. L'abaissement de l'OMT ne contribuera donc certainement pas à renforcer la correction budgétaire de manière à atteindre l'équilibre au niveau de l'administration centrale, qui afficherait toujours un déficit de l'ordre de 0,8 % du PIB à l'horizon de 2020.

Le Luxembourg a su maintenir la meilleure appréciation (en l'occurrence un « 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 moindre. 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

<sup>164</sup> Dans ce cas présent, nous ne considérons pas le solde structurel dégagé en 2019 du fait que la présente législature se termine à la fin de l'année 2018.

<sup>165</sup> Voir le chapitre 5.2 relatif à la soutenabilité à long terme des finances publiques.

économique, fiscale et budgétaire responsable et permettant de maintenir durablement les grands équilibres de notre économie.

### 3.2.2 Les engagements européens

Les obligations du gouvernement liées au Pacte de stabilité et de croissance (PSC) européen 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 préventif<sup>166</sup> du PSC, actuellement applicable au Luxembourg, à savoir le maintien d'un solde structurel en phase avec l'OMT et le respect de la « norme des dépenses<sup>167</sup> ».

Au vu des informations contenues dans le programme pluriannuel, le gouvernement respecterait ses engagements au niveau européen. Le solde structurel serait en phase avec l'OMT<sup>168</sup>, si bien que la mise en place *ex ante* de mesures additionnelles afin de faire converger ce solde structurel vers l'OMT n'est pas requise.

Ce respect formel des obligations européennes par le Luxembourg amène néanmoins les réflexions suivantes.

Comme mentionné dans l'analyse concernant le respect des engagements nationaux (voir ci-dessus), le fait que les engagements européens du Luxembourg soient *a priori* respectés sur l'horizon de projection est uniquement dû à l'abaissement de l'OMT à partir de 2017, ce dernier passant d'un surplus de +0,5 % du PIB à un déficit de -0,5 % du PIB.

De même, si jusqu'à présent le Luxembourg a respecté ses engagements relatifs au volet préventif du PSC, il le doit à une particularité introduite dans le volet préventif lors de la mise en œuvre du *Six-Pack*. Selon ces dispositions, lorsque le solde structurel constaté pour l'année antérieure (année T-1) est supérieur à l'OMT, les obligations de l'État membre découlant du respect du volet préventif pour l'année T se limitent à maintenir un solde structurel en phase avec l'OMT. Cela entraîne à l'évidence qu'aucun ajustement vers l'OMT n'est exigé, mais cela entraîne également que le respect de la norme des dépenses, qui constitue le second pilier du volet préventif, n'est pas exigé non plus par la Commission européenne. Le Luxembourg se trouve précisément dans ce cas de figure.

Or, des déviations significatives dans la croissance des dépenses par rapport à cette norme des dépenses ont été constatées de manière récurrente : le taux de croissance des dépenses a en effet souvent été supérieur au taux de référence, défini comme étant la moyenne des taux de croissance potentielle de l'économie sur une période de 10 ans.

Ces taux de croissance des dépenses supérieurs à la valeur de référence sont aussi mis en évidence dans la note sur le projet de budget 2017 que le gouvernement a envoyée, le 15 octobre 2016, à la

166 Le PSC se compose du volet préventif et du volet correctif (qui inclut les États actuellement en procédure de déficit excessif). Le Luxembourg se trouve dans le volet préventif du PSC.

167 Depuis l'entrée en vigueur en décembre 2011 du Pacte de stabilité et de croissance réformé (*Six-Pack*), la conformité de la trajectoire d'ajustement empruntée par les États membres vers leur 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 États 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.

168 L'OMT est fixé à +0,5 % jusqu'en 2016 et à -0,5 % pour la période 2017-2020.



Commission européenne<sup>169</sup>. En effet, selon cette note, le taux de croissance des dépenses (calculé selon la législation européenne) pour l'année 2017 serait de 5,4 % alors que le taux de croissance maximal autorisé serait de 3 %<sup>170</sup>. Si ces déviations observées sur le volet des dépenses n'ont jusqu'à présent donné lieu à aucune mention ni *a fortiori* sanction, la croissance soutenue et prolongée des dépenses constitue une vulnérabilité pour la soutenabilité des finances publiques. L'adoption d'une norme des dépenses pourrait à ce titre constituer un outil utile pour freiner la dynamique des dépenses publiques luxembourgeoises<sup>171</sup>.

#### Le solde structurel : un concept insaisissable

Le concept de solde structurel est un élément clé de la gouvernance en matière de finances publiques tant au niveau européen que national. La BCL avait d'ailleurs consacré une partie importante de son avis sur le projet de budget 2016 à ce sujet<sup>172</sup> où elle avait mis en lumière, d'une part, les moments clé dans la montée en puissance de ce concept et, d'autre part, les différentes méthodes prévalant aux calculs des soldes structurels. Les chiffres présentés mettaient en évidence les différences dans le chiffrage des soldes structurels, dont l'origine provenait non seulement de méthodes différentes utilisées mais également de la grande volatilité de des soldes structurels à travers le temps.

Le tableau 44 reprend les soldes nominaux et structurels du Luxembourg ainsi que les composantes cycliques calculés depuis le mois d'avril 2016 par différentes institutions tant pour les données observées que projetées.

On note que les différences dans les soldes structurels apparaissent non seulement dans des données historiques mais également dans les données projetées. Le tableau révèle également que le Luxembourg serait, à une exception près, en phase avec son OMT (égal à un surplus de 0,5 % pour les années 2014-2016 et à un déficit de -0,5 % pour les années 2017-2020) sur tout l'horizon de projection et ce quelle que soit la méthodologie utilisée.

169 Voir Règlement (UE) 473/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 établissant des dispositions communes pour le suivi et l'évaluation des projets de plans budgétaires et pour la correction des déficits excessifs dans les États membres de la zone euro.

170 Le surplus de dépenses par rapport à la limite autorisée serait égal à 0,9 % du PIB et donc supérieur au seuil autorisé fixé à 0,5 % du PIB par an (ou 0,25 % du PIB sur deux années). Cela engendrerait donc une déviation significative en vertu de la législation européenne.

171 Voir partie 3.3.4 « Introduction de règles nationales en matière de finances publiques »

172 Voir BCL (2015) Avis sur le projet de budget 2016, pp. 162-173.

Tableau 44 :

**Soldes structurels, soldes effectifs et composantes cycliques selon différentes origines (en % du PIB)**

		1. SOLDES STRUCTURELS (% DU PIB)					
		OMT = + 0,5		OMT = - 0,5			
		2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gouvernement/Pr. Stab. - Méth. Com Lux	Avr-16	2,3	1,9	0,6	0,0	0,0	0,6
BCL- méthode désagrégée	Juin-16	1,3	1,1	-0,5	-0,1		
BCL- méthode agrégée - Méth. HP	Juin-16	1,1	0,8	-0,7	-0,4		
Gouvernement/Pr. Budget- Méth. Com LuX	Oct-16	2,5	2,3	0,8	0,2	0,2	0,9
Statec /présentation COFIBU- Méth. Modux	Oct-16	1,6	1,2	-0,3			
CNPF- évaluation des finances publiques- Méth. HP	Nov-16	2,0	1,7	0,2	-0,4	-0,4	0,3
Commission européenne	Nov-16	2,2	1,9	0,4	0,4		
BCL- méthode désagrégée	Déc-16	1,7	1,6	-0,2	0,2	0,1	
BCL- méthode agrégée - Méth. HP	Déc-16	1,5	1,4	-0,2	0,0	-0,1	
		2. SOLDES EFFECTIFS (% DU PIB)					
		2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gouvernement/Pr. Stab. - Méth. Com Lux	Avr-16	1,3	0,8	0,0	0,1	0,2	0,4
BCL- méthode désagrégée	Juin-16	1,2	0,9	-0,3	0,1		
BCL- méthode agrégée - Méth. HP	Juin-16	1,2	0,9	-0,3	0,1		
Gouvernement/Pr. Budget- Méth. Com LuX	Oct-16	1,6	1,2	0,3	0,3	0,4	0,7
Statec /présentation COFIBU- Méth. Modux	Oct-16	1,6	1,2	0,3			
CNPF- évaluation des finances publiques- Méth. HP	Nov-16	1,6	1,2	0,3	0,3	0,4	0,7
Commission européenne	Nov-16	1,6	1,3	0,0	0,1		
BCL- méthode désagrégée	Déc-16	1,6	1,5	-0,1	0,4	0,3	
BCL- méthode agrégée - Méth. HP	Déc-16	1,6	1,5	-0,1	0,4	0,3	
		3. = 2.-1. COMPOSANTES CYCLIQUES (% DU PIB)					
		2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gouvernement/Pr. Stab. - Méth. Com Lux	Avr-16	-1,0	-1,1	-0,6	0,1	0,2	-0,2
BCL- méthode désagrégée	Juin-16	-0,1	-0,2	0,2	0,2		
BCL- méthode agrégée - Méth. HP	Juin-16	0,1	0,1	0,4	0,5		
Gouvernement/Pr. Budget- Méth. Com LuX	Oct-16	-0,9	-1,1	-0,5	0,1	0,2	-0,2
Statec /présentation COFIBU- Méth. Modux	Oct-16	0,0	0,0	0,6			
CNPF- évaluation des finances publiques- Méth. HP	Nov-16	-0,4	-0,5	0,1	0,7	0,8	0,4
Commission européenne	Nov-16	-0,6	-0,6	-0,4	-0,3		
BCL- méthode désagrégée	Déc-16	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,2	
BCL- méthode agrégée - Méth. HP	Déc-16	0,1	0,1	0,1	0,4	0,4	

Sources : Programme pluriannuel 2016-2020, projet de budget 2017, Commission européenne, PSC 2016, CNPF – évaluation de novembre 2016, BCL, calculs BCL

La partie 1 du tableau reprend les soldes structurels pour le Luxembourg calculés selon différents organismes. Pour les besoins de l'analyse et dans le but de mettre en exergue toute la complexité inhérente à ce concept, la BCL a utilisé les deux méthodes dont elle dispose : une méthode désagrégée<sup>173</sup>, mise au point dans le cadre des projections de finances publiques du SEBC et une méthode agrégée (méthode où la composante cyclique est calculée au moyen du filtre Hodrick-Prescott). La différence

173 Voir avis de la BCL sur le projet de budget 2016 pp. 169-174. Dans la méthode agrégée, la composante cyclique du solde budgétaire est calculée à partir de l'écart de production (écart entre le PIB réel et le PIB potentiel). Dans la méthode désagrégée, la composante cyclique est évaluée à partir des bases macroéconomiques censées assurer un lien plus étroit avec les agrégats budgétaires.



dans l'estimation de la composante cyclique entre ces deux méthodes permet ainsi d'appréhender les effets de composition<sup>174</sup>.

Les écarts observés entre les différents soldes structurels estimés sont considérables. Selon les estimations de la BCL, le surplus structurel des administrations publiques en 2016 (projections de décembre 2016) se situerait dans une fourchette comprise entre 1,4 % et 1,6 % du PIB (selon la méthode utilisée) avant de se dégrader en 2017 à concurrence de respectivement 1,6 % et 1,8 % du PIB (selon la méthode de la BCL considérée). L'année 2018 verrait le solde structurel repartir à la hausse avant de se dégrader à nouveau en 2019 pour finalement atteindre un déficit de -0,1 % selon la méthode agrégée et un solde structurel en léger surplus (+0,1 % du PIB) selon l'approche désagrégée.

Les excédents structurels affichés dans la programmation pluriannuelle pour l'année 2016 et 2017 (surplus de respectivement 2,3 % et 0,8 %) seraient plus élevés que ceux calculés non seulement par la BCL (surplus de 1,6 % en 2016 et déficit de -0,2 % en 2017 (méthode désagrégée)), mais également par la Commission européenne dans ses prévisions d'automne 2016 (surplus de respectivement 1,9 % et 0,4 %)<sup>175</sup>.

Si l'on analyse par contre les soldes affichés pour 2018, le surplus identifié par la Commission serait plus élevé (surplus de 0,4 % du PIB) que dans la programmation pluriannuelle (+ 0,2 %) ainsi que dans les projections de la BCL (+0,1 % selon la méthode désagrégée).

L'écart important 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, pour un solde effectif similaire en 2015 (surplus de 1,6 % du PIB), le solde structurel varie entre un surplus de 1,5 % du PIB selon l'estimation de la BCL et de 2,5 % selon celle du gouvernement.

Ces divergences dans les soldes structurels s'expliquent donc par l'utilisation de méthodologies distinctes concernant l'estimation de la composante cyclique (partie 3 du tableau).

A ce titre, il est intéressant de relever que selon la méthode COM-LUX, utilisée dans la programmation financière pluriannuelle, la composante cyclique serait négative à concurrence de -0,5 % du PIB en 2017 alors qu'elle serait par contre positive à concurrence de +0,6 % selon la méthode Modux utilisée par le STATEC (soit un écart de 1,1 p.p. entre ces deux estimations). Selon les estimations de la BCL, la composante cyclique en 2017 serait positive avec 0,1 %.

Le débat entre méthodologies différentes n'est pas clos, chaque méthode présentant en effet des avantages et des inconvénients. De même, en matière de surveillance européenne des finances publiques, ce sont les chiffres de la Commission basés sur une approche agrégée qui font foi et qui sont utilisés pour apprécier si un pays a rempli ou non ses obligations européennes. Cette méthode sert également de base aux recommandations de politique économique telles que formulées par la Commission européenne à l'égard de chaque pays membre.

Néanmoins, à l'aune des chiffres présentés ci-dessus, il apparaît que les conclusions formulées par la BCL dans son précédent avis restent plus que jamais d'actualité. Au vu de la volatilité et de la difficulté à appréhender les soldes structurels dans toute leur dimension, il est donc impératif que le gouvernement se dote d'une marge de manœuvre suffisante lorsque les objectifs budgétaires sont définis en

<sup>174</sup> Les effets de composition proviennent du fait que les élasticités budgétaires diffèrent en fonction des bases macroéconomiques, qui de plus peuvent se trouver dans des positions cycliques différentes. Les effets de composition résultent de la différence entre la composante cyclique calculée avec la méthode agrégée et celle obtenue en utilisant la méthode désagrégée.

<sup>175</sup> Si on se base sur l'écart de production publié par le STATEC dans sa dernière note de conjoncture (novembre 2016), le solde structurel inclus dans la programmation pluriannuelle ainsi recalculé serait déficitaire à concurrence de -0,4 % du PIB en 2017.

termes structurels, comme c'est le cas non seulement dans la gouvernance européenne mais également au niveau national.

### 3.3 LES MESURES FISCALES DANS UN CONTEXTE DE MOYEN TERME ET LE RÔLE DES RÈGLES BUDGÉTAIRES

Cette partie a pour but, dans un premier temps, d'appréhender l'impact de la réforme fiscale, mise en œuvre à partir de 2017, sur les projections de finances publiques (en termes nominaux et structurels) au niveau des administrations publiques et de ses sous-secteurs ainsi que sur l'évolution du ratio de dette publique par rapport au PIB.

Dans un deuxième temps, seront analysés les indicateurs ayant permis la baisse de l'OMT du Luxembourg ainsi que les conséquences qui en résultent. Nous reviendrons également sur l'utilisation de la marge de manœuvre budgétaire théorique dont disposait le gouvernement à la fin de l'année 2015.

Enfin, face au constat que les règles européennes en matière de finances publiques paraissent parfaites pour le Luxembourg, nous évoquerons quelques pistes de réflexion visant à renforcer les règles budgétaires nationales.

#### 3.3.1 Impact de la réforme fiscale sur les finances publiques luxembourgeoises

Sur base des projections de la BCL de décembre 2016, le tableau 45 présente l'impact des mesures fiscales, incluses dans la réforme de 2017, sur les principaux soldes de finances publiques.

Le coût budgétaire de ces mesures pour l'ensemble des administrations publiques serait de 1,5 % du PIB en 2017 et de 1,7 % du PIB en 2018 (en cumulé).

Le coût budgétaire de ces mesures devra être supporté par l'administration centrale ainsi que par les administrations locales. En effet, le coût de l'allègement de la fiscalité pour les personnes physiques aura également un impact sur ces dernières du fait que l'équivalent de 18 % des recettes en provenance de l'impôt sur les traitements et salaires est transféré aux communes via le Fonds Communal de Dotation Financière (FCDF)<sup>176</sup>.

Tableau 45 :

**Impact des mesures fiscales sur les finances publiques sur les années 2017 et 2018 (en % du PIB), sur la base des projections de la BCL de décembre 2016**

	BCL - SCÉNARIO À POLITIQUE INCHANGÉE		COÛT BUDGÉTAIRE - ESTIMATIONS DE LA BCL			BCL - SCÉNARIO INCORPORANT LA RÉFORME FISCALE		PROGRAMME PLURIANNUEL
	2017	2018	2017	2018	IMPACT TOTAL 2017 - 2018	2017	2018	2018
Solde nominal								
Administration centrale	-0,2	0,3	1,3	0,2	1,5	-1,5	-1,2	-1,5
Administrations locales	0,3	0,4	0,2	-	0,2	0,1	0,2	0,3
Administrations publiques	1,5	2,1	1,5	0,2	1,7	-0,1	0,4	0,3
Solde structurel - administrations publiques	1,4	1,9				-0,2	0,2	0,2
Dette publique	21,9	20,7	-	-	-	23,6	23,8	23,8

Sources : calculs BCL, programmation financière pluriannuelle

Remarque : Les estimations incluses dans ce tableau sont réalisées selon la méthodologie des droits acquis du SEC 2010 et ignorent donc les effets de décalage dans la perception des recettes fiscales qui se manifestent dans la méthodologie « en base caisse ».

176 A partir de 2017, le Fonds Communal de Dotation Financière (FCDF) deviendra le Fonds de Dotation Globale des Communes (FDG).



Selon les calculs de la BCL, l'impact de la réforme sur les soldes nominaux serait le suivant. La mise en œuvre de la réforme fiscale, telle que présentée par le gouvernement, détériorerait le solde de l'administration centrale d'environ 1,3 % du PIB en 2017, solde qui atteindrait ainsi un déficit de 1,5 % du PIB. A partir d'un surplus équivalent à 0,3 % du PIB, le solde des administrations locales convergerait quant à lui, vers un léger surplus de l'ordre de 0,1 % du PIB. Au niveau des administrations publiques, la mise en place de la réforme transformerait le surplus équivalent à 1,5 % du PIB en déficit de l'ordre de 0,1 % du PIB.

La baisse du taux de l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC) de 19 % à 18 % en 2018 aurait un impact additionnel négatif de l'ordre de 0,2 % du PIB sur le solde de l'administration centrale et par conséquent sur celui des administrations publiques.

La mise en place de la réforme fiscale aurait donc un impact négatif total de l'ordre de 1,7 % du PIB. Selon les projections de la BCL, le solde dégagé en 2018 au niveau de l'administration centrale afficherait ainsi un déficit de l'ordre de 1,2 % du PIB tandis que les administrations publiques, du fait des surplus dégagés au niveau de la sécurité sociale, afficherait un léger excédent de l'ordre de 0,4 % du PIB.

A l'aune de ce qui précède, il va sans dire que l'objectif implicite du gouvernement visant à apurer le déficit de l'administration centrale à l'horizon de 2018<sup>177</sup> deviendrait très difficile, voire impossible à réaliser, alors que cet objectif aurait pu se matérialiser dans l'hypothèse d'une réforme fiscale budgétairement neutre ou du moins générant un déchet fiscal de moindre ampleur. De plus, en cas d'un retournement conjoncturel, l'impact négatif sur les soldes nominaux et la dette publique serait encore plus important<sup>178</sup>.

L'impact de la réforme sur les soldes structurels serait également non négligeable. D'après ses estimations, la BCL prévoit un surplus structurel à politique inchangée (donc en l'absence de réforme fiscale) de l'ordre de 1,4 % du PIB en 2017, soit un niveau se situant bien au-dessus tant de l'ancien OMT (+0,5 % du PIB) que du nouvel OMT fixé à concurrence de -0,5 % pour la période 2017-2020<sup>179</sup>. La mise en place de la réforme fiscale impacterait négativement le solde structurel à concurrence de 1,6 % du PIB, solde qui afficherait dès lors un déficit égal à 0,2 % du PIB en 2017, soit un niveau légèrement supérieur au nouvel OMT<sup>180</sup>. Alors que le solde structurel ainsi dégagé permettrait au Luxembourg de respecter ses obligations européennes incluses dans le volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance (PSC), la situation inverse prévaudrait dans l'hypothèse du maintien de l'OMT à son niveau antérieur, soit +0,5 % du PIB. On peut donc en conclure que l'adoption d'une réforme fiscale d'une telle

177 Bien que l'apurement du déficit au niveau de l'administration centrale ne figure pas dans les objectifs officiels que s'est donné le gouvernement lors de la présentation de son programme gouvernemental, on peut considérer que la réduction du déficit au niveau de l'administration centrale fasse partie intégrante de ses priorités. Ainsi le Premier Ministre dans son discours sur l'état de la nation du 5 mai 2015 déclarait à propos de la baisse du déficit au niveau de l'administration centrale : « C'est une bonne nouvelle, qui, toutefois, ne doit pas nous faire oublier que l'année passée, le déficit de l'administration centrale restait supérieur à 502 millions d'euros. Or ce montant est de 120 millions d'euros inférieur au déficit escompté, ce qui montre que nous nous rapprochons de notre objectif de réduction du déficit ».

178 Contrairement aux soldes nominaux, une détérioration de la conjoncture n'aurait par contre pas d'impact négatif sur le solde structurel, l'impact conjoncturel négatif étant absorbé au niveau de la composante cyclique du solde budgétaire.

179 Selon le Programme de stabilité du Luxembourg publié en avril 2016, il est mentionné à la page 15 du document « En vertu de ces obligations émanant du Traité budgétaire, le gouvernement décide de fixer l'OMT à un déficit de 0,5 % du PIB pour la période 2017-2019 ». L'article 1 de la loi de programmation pluriannuelle 2016-2020 fait par contre mention d'une période plus longue en ce qui concerne la mise en œuvre du nouvel OMT : « pour la période 2017 à 2020, l'objectif à moyen terme est fixé à -0,5 % du PIB ».

180 Dans le cas où le solde structurel ne serait plus supérieur à l'OMT, il s'ensuivrait que la règle des dépenses devrait alors être vérifiée afin de confirmer si le Luxembourg a rempli ses obligations incluses dans le volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance. D'après le « projet de plan budgétaire du Grand-Duché de Luxembourg 2016-2017 » que le gouvernement a envoyé à la Commission européenne le 15 octobre 2016, le taux de croissance des dépenses en 2017, tel que calculé selon la méthodologie appliquée dans le volet préventif du pacte de stabilité serait supérieur au taux de croissance autorisé (voir page 5 du document).

amplitude ainsi que le respect continu de l'OMT n'a été possible qu'avec un changement significatif de la valeur précise de l'OMT.

Dans ce scénario, le ratio de dette publique, qui affichait une légère baisse depuis le pic observé en 2013 repartirait à la hausse, le gouvernement étant en effet contraint de recourir à l'emprunt afin de financer les mesures fiscales mises en place. Alors que le ratio de dette publique en 2018 passerait à 20,7 % du PIB selon un scénario à politique inchangée<sup>181</sup>, il s'élèverait à 23,8 % du PIB dans un scénario qui intègre l'impact de la réforme fiscale.

### 3.3.2 L'OMT minimal et l'OMT

Cette partie décrit brièvement la méthodologie présidant au calcul de l'OMT minimal tel qu'effectué par la Commission européenne et analyse l'impact de la décision prise par le gouvernement d'abaisser l'OMT pour la période 2017-2019<sup>182</sup>.

#### 3.3.2.1 L'objectif à moyen terme (OMT)

L'OMT est un des concepts clé du cadre de gouvernance en matière de finances publiques, tant au niveau européen que national. La poursuite de cet objectif constitue, à ce titre, la pierre angulaire, tant du volet préventif du PSC, que de la loi luxembourgeoise du 12 juillet 2014, qui transpose les dispositions du Pacte budgétaire (inclus dans le Traité sur la Stabilité la Coopération et la Gouvernance (TSCG)) dans la législation nationale.

La mise en exergue de l'OMT s'est faite au travers de la première réforme du Pacte de stabilité et de croissance en 2005 et s'est confirmée lors de l'entrée en vigueur du Six-Pack<sup>183</sup> en 2011. C'est en effet suite aux conclusions du Conseil européen de mars 2005<sup>184</sup>, qui engendra la première refonte du PSC, que furent spécifiés la notion d'objectif à moyen terme, à respecter en termes structurels et

181 Dans ce scénario, nous faisons l'hypothèse que l'émission d'un emprunt de 1,5 milliard est réalisée en 2016 et ce malgré des besoins de financement moindres à partir de 2017. Nous faisons également l'hypothèse que tous les emprunts arrivant à échéance en 2017 et 2018 seront refinancés intégralement.

182 Voir note de bas de page 179.

183 Le Six-Pack se compose du Règlement (UE) n° 1173/2011 du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2011 sur la mise en œuvre efficace de la surveillance budgétaire dans la zone euro, du Règlement (UE) n° 1174/2011 du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2011 établissant des mesures d'exécution en vue de remédier aux déséquilibres macroéconomiques excessifs dans la zone euro, du Règlement (UE) n° 1175/2011 du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2011 modifiant le règlement (CE) n° 1466/97 du conseil relatif au renforcement de la surveillance des positions budgétaires ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques, du Règlement (UE) n° 1176/2011 du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2011 sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques, du Règlement (UE) n° 1177/2011 du Conseil du 8 novembre 2011 modifiant le règlement (CE) n° 1467/97 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs et de la directive 2011/85/UE du conseil du 8 novembre 2011 sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des États membres. Depuis l'entrée en vigueur en décembre 2011 du Pacte de stabilité et de croissance réformé (Six-Pack), la conformité de la trajectoire d'ajustement empruntée par les États 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 États 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. Outre la rigidité du PSC, l'entrée dans l'Union européenne en 2004 de dix nouveaux États membres dont les stades de développement étaient différents de ceux observés dans les États membres de l'UE en 2004 ainsi que le non respect des règles du PSC notamment par la France et l'Allemagne furent des éléments qui contribuèrent également à la réforme du PSC de 2005.

184 Voir [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/fr/ec/84331.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/fr/ec/84331.pdf)



non plus en termes nominaux<sup>185</sup>, ainsi que la manière dont les États membres se doivent de converger vers leur OMT respectif. Au travers de cette réforme de la gouvernance des finances publiques, l'OMT visait à tenir compte des positions cycliques propres à chacun des États, ainsi que des risques pesant sur la soutenabilité des finances publiques à long terme émanant des changements démographiques prévisibles<sup>186</sup>.

### 3.3.2.2 Fixation de l'OMT

L'OMT représente un solde budgétaire exprimé en termes structurels et constitue le point d'encrage en matière de gouvernance des finances publiques. Si tous les États membres se doivent de définir le niveau de leur OMT respectif<sup>187</sup>, c'est principalement pour les États membres se trouvant dans le volet préventif du PSC<sup>188</sup> que ce concept d'OMT prend toute sa signification.

Selon le règlement européen 1466/97, l'OMT se doit d'être fixé à un niveau permettant de répondre aux trois objectifs suivant :

- a) procurer une marge de sécurité par rapport à la limite de 3 % du PIB fixée pour le déficit public,
- b) assurer la soutenabilité à long terme des finances publiques ou du moins permettre une progression rapide vers cette dernière,
- c) dégager une marge de manœuvre budgétaire suffisante de manière à assurer les besoins en investissements publics.

Selon la législation en vigueur, les États membres sont tenus de fixer le niveau de leur OMT respectif tous les trois ans lors de la transmission de leur Programme de stabilité ou de convergence à la Commission européenne. C'est ainsi que, dans le cas du Luxembourg, le nouvel OMT communiqué par le gouvernement lors de la présentation du programme de stabilité de 2016 s'appliquera pour la période 2017-2019. Des révisions plus fréquentes de l'OMT sont possibles dans le cas où la mise en œuvre de réformes structurelles, ayant un impact majeur sur la soutenabilité des finances publiques, pourrait justifier ces révisions. Ces dernières doivent cependant être dûment approuvées par la Commission européenne. La mise en œuvre de réformes des systèmes de pensions ayant un impact significatif sur la soutenabilité à long terme pourrait ainsi être le préambule à une révision de l'OMT.

La liberté accordée aux États membres quant à la fixation du niveau de leur OMT respectif n'est que toute relative. En effet, les États sont tenus de respecter les dispositions incluses, d'une part, dans le PSC et, d'autre part, dans le Pacte budgétaire<sup>189</sup>. Selon la législation en vigueur, la Commission européenne détermine pour chaque pays un seuil inférieur pour l'OMT, « l'OMT minimal » dont le niveau diffère en fonction de la situation économique et budgétaire propre à chacun des États.

En fonction des calculs réalisés par la Commission, les États sont alors libres de s'aligner sur ces OMT minima ou de se doter d'un OMT plus ambitieux s'ils jugent que l'OMT minimal, tel que calculé par la Commission, est basé sur des hypothèses macroéconomiques trop optimistes, qui ne garantissent pas la soutenabilité à long terme des finances publiques.

185 L'OMT défini en terme nominal était égal à zéro.

186 La fixation de l'OMT minimal et donc de l'OMT retenu par les autorités incorpore les projections à long terme ayant trait aux dépenses de vieillissement (pensions, dépendance, soins de santé, chômage et éducation). Les dernières projections disponibles sont incluses dans le rapport sur le vieillissement de 2015 (2015 Ageing report).

187 La Grèce est le seul État membre de l'UE pour lequel un OMT n'est pas défini.

188 Les pays versés dans le volet correctif du PSC se doivent d'abord de corriger leur déficit excessif avant d'intégrer le volet préventif du PSC et se voir ainsi assigner l'objectif de devoir converger vers leur OMT respectif.

189 Cette contrainte ne s'applique que pour les États signataires du TSCG qui sont liés par les dispositions du Pacte budgétaire, soit les pays de la zone euro plus la Bulgarie, le Danemark et la Roumanie.

### 3.3.2.3 Calcul de l'OMT minimal par la Commission européenne et fixation de l'OMT par le gouvernement

Le calcul de l'OMT minimal et la fixation de l'OMT qui en découle se font sur la base des dispositions incluses, d'une part, dans le PSC et, d'autre part, dans le Pacte budgétaire.

#### 3.3.2.3.1 Dispositions incluses dans le Pacte de stabilité et de croissance (PSC)

Selon les dispositions du PSC, les Etats membres ne peuvent fixer un OMT dont le niveau serait inférieur à l'OMT minimal. La mise à jour de l'OMT minimal est réalisée de manière trisannuelle par la Commission européenne en prenant en compte plusieurs facteurs. Selon les dispositions européennes applicables à tous les pays de l'UE, l'OMT minimal est ainsi calculé selon les principes suivants :

A. Une limite inférieure de -1 % du PIB pour les pays membres de la zone euro ou participant au mécanisme de change II<sup>190</sup> (OMT-ZE/MCE).

B. Une limite inférieure minimale assurant une marge de sécurité par rapport à la limite de 3 % du PIB en matière de déficit public. Cette marge est déterminée par la prise en compte de la volatilité de l'activité économique de chaque pays, au vu de la sensibilité des finances publiques par rapport à l'activité (OMT-MB)<sup>191</sup>.

C. Une limite minimale assurant la soutenabilité à long terme des finances publiques, de sorte que la dette publique soit soutenable, tout en tenant dûment compte des coûts liés au vieillissement de la population (OMT-ILD).

En pratique, il s'agit d'un seuil qui résulte de la somme des trois facteurs suivants :

- (i) le solde budgétaire nécessaire pour stabiliser la dette publique à un niveau de 60 % du PIB,
- (ii) l'ajustement nécessaire pour préfinancer l'augmentation des dépenses budgétaires liés au vieillissement de la population (pensions, soins de longue durée, santé, éducation et chômage)<sup>192</sup>,
- (iii) un effort supplémentaire pour les pays dont la dette publique dépasse 60 % du PIB.

Finalement, la valeur la plus élevée parmi les trois seuils, à savoir OMT-ZE/MCE, OMT-MB et OMT-ILD, fournit la valeur de l'OMT minimal que chaque Etat membre est tenu de respecter lors de la fixation de son propre OMT. L'OMT minimal peut donc être considéré comme étant une valeur « plancher ». La Commission ne recommande pas aux Etats membres de choisir un OMT national qui serait égal à l'OMT minimal, chaque Etat membre étant libre de se fixer des objectifs plus ambitieux s'il le juge nécessaire.

Exprimé en termes mathématiques, l'OMT minimal (OMT-min) est déterminé comme suit:

$$\text{OMT-min} = \text{Max} (\text{OMT-ZE/MCE}, \text{OMT-MB}, \text{OMT-ILD})$$

190 A l'heure actuelle, le Danemark est le seul pays qui participe au mécanisme de change II (MCE).

191 L'OMT-MB est calculé selon la formule suivante :  $\text{OMT-MB} = -3 - E \cdot \text{ROG}$  où E est égale à la semi-élasticité budgétaire et ROG représente la mesure de la volatilité de l'activité économique.

192 En pratique, il s'agit des coûts économiques et budgétaires liés au vieillissement tels qu'ils apparaissent dans le rapport relatif au vieillissement (Ageing report).

### 3.3.2.3.2 Dispositions incluses dans le Pacte budgétaire

Les dispositions incluses dans le Pacte budgétaire<sup>193</sup> rajoutent une contrainte supplémentaire en ce qui concerne la fixation de l'OMT par les États membres.

Selon ces dispositions, les signataires du Pacte budgétaire ne peuvent fixer un OMT inférieur à -0,5 % du PIB à moins que la dette publique ne soit inférieure à 60 % du PIB et que les risques ayant trait à la soutenabilité des finances publiques ne soient faibles. Dans ce cas, la limite inférieure de l'OMT est alors de -1 % du PIB<sup>194</sup>.

### 3.3.2.3.3 Résultats pour le Luxembourg

Le but de cette partie consiste à présenter les résultats ayant prévalu au calcul de l'OMT minimal du Luxembourg qui sera d'application pour la période 2017-2019.

La BCL regrette que l'ensemble des données ayant conduit à la fixation de l'OMT du Luxembourg ne soient pas publiques et soient revêtues du sceau de confidentialité. La BCL espère que les autorités en cause prendront à l'avenir les mesures pour assurer l'accès à ces données.

La BCL présente néanmoins les données accessibles ayant conduit au calcul de l'OMT minimal du Luxembourg pour la période 2017-2019. Les données confidentielles sont insérées dans les tableaux qui suivent avec un « X ».

Tableau 46 :

#### Fixation de l'OMT du Luxembourg pour la période 2017-2019

	ÉVALUATION DE LA COMMISSION EUROPÉENNE (2016)
<b>PSC</b>	
OMT-ZE	-1,0
OMT-MB	-1,5
i)	-2,7 <sup>195</sup>
ii)	X
ii)	0,0
OMT-ILD = (i+ii+iii)	X
OMT-min	-1,0
<b>Pacte budgétaire</b>	-0,5
<b>OMT retenu</b>	-0,5

193 D'un point de vue juridique, il ressort de l'article 14, paragraphe 2, du TSCG que le traité est applicable, de manière générale, à compter de la date de son entrée en vigueur dans les parties contractantes dont la monnaie est l'euro qui l'ont ratifié. Concernant le Titre III régissant le Pacte budgétaire, l'article 3, paragraphe 2, dispose que les règles énoncées au paragraphe 1 de cet article (y compris la définition de l'OMT de - 0,5 %) prennent effet dans le droit national des parties contractantes au plus tard un an après l'entrée en vigueur du TSCG (entrée en vigueur : 1<sup>er</sup> janvier 2013; donc au plus tard le 1<sup>er</sup> janvier 2014). Le Luxembourg a ratifié cette obligation en ayant adopté une loi de ratification le 29 mars 2013 (publiée au Mémorial A le 4 avril 2013). La transposition de l'obligation dérivant de l'article 3 du TSCG a eu lieu avec l'adoption de la loi du 12 juillet 2014 relative à la coordination et à la gouvernance des finances publiques. Il ressort donc de ce qui précède que les règles incluses dans le TSCG (Pacte budgétaire) n'étaient pas contraignantes lors du round précédent ayant trait à la fixation de l'OMT, soit en 2012.

194 Il faut noter que si le PSC et le pacte budgétaire se différencient quant à la limite inférieure de l'OMT, ils ne se différencient pas en ce qui concerne la limite supérieure de l'OMT.

195 Valeur calculée par la BCL.

Selon les dispositions européennes applicables à tous les pays de l'UE, l'OMT minimal est calculé selon les principes suivants :

- a) Une limite inférieure de **-1 % du PIB** pour les pays membres de la zone euro dont le Luxembourg fait partie (OMT-ZE).
- b) Une valeur garantissant une marge de sécurité par rapport au seuil de 3 % du PIB en matière de déficit : cette valeur se calcule à l'aide d'une mesure de l'écart de production et de l'élasticité de la production au solde budgétaire. Pour le Luxembourg, cette composante est égale à un déficit de **-1,5 % du PIB** (OMT-MB)<sup>196</sup>.
- c) Une valeur garantissant la soutenabilité des finances publiques ou une convergence rapide vers celle-ci. Cette valeur correspond à la somme des trois composantes suivantes:
  - (i) la première composante calcule le solde de financement nominal nécessaire à la stabilisation du taux d'endettement à long terme (en 2060) à 60 % du PIB. Le calcul se base sur la croissance nominale moyenne pour la période s'étalant de 2015 à 2060, telle qu'estimée dans le rapport sur le vieillissement de l'année 2015. La donnée à insérer dans le tableau n'est cependant pas publique. Toutefois selon les estimations de la BCL qui se basent sur le rapport sur le vieillissement de 2015, le calcul pour le Luxembourg donne un déficit de financement de 2,7 % du PIB. Ce chiffre est obtenu en multipliant le taux d'endettement (60 % du PIB) par la croissance nominale du PIB telle que projetée sur la période 2013-2060 (4,5 %)<sup>197</sup>;
  - (ii) la deuxième composante définit l'effort budgétaire à fournir pour préfinancer un tiers des coûts budgétaires attendus du vieillissement. Il représente un tiers de la valeur présente nette de l'augmentation du coût du vieillissement sur un horizon s'étalant à l'infini. Le chiffre devant être inséré dans le tableau demeure confidentiel, ce qui conduit à l'insertion de « X » dans le tableau ci-dessus<sup>198</sup>.
  - (iii) la dernière composante représente l'effort budgétaire complémentaire à fournir par les pays dont le taux d'endettement dépasse 60 % du PIB. Cet effort est linéaire et part de 0,2 % du PIB si le taux d'endettement est de 60 %. Pour le Luxembourg, cet effort est égal à zéro du fait que le ratio de dette par rapport au PIB est inférieur à 60 %<sup>199</sup>.

A la vue de ce qui précède, la BCL n'est donc pas en mesure de dégager la somme des trois éléments (i), (ii), (iii) permettant de dériver la composante « OMT-ILD ».

196 Voir la page 125 du « Vade Mecum on the Stability and Growth Pact ».

197 Voir le rapport sur le vieillissement de 2015 (2015 Ageing report).

198 Dans un but purement illustratif, une approximation des coûts additionnels liés au vieillissement peut être dérivée à partir de la composante « vieillissement » inhérente à l'indicateur S2 utilisé par la Commission européenne. A la page 72 (tableau 4.5) du rapport publié par la Commission européenne (« 2015 Fiscal Sustainability Report »), la valeur correspondante de la composante « vieillissement » est égale à 4,8 % du PIB. Un tiers de cette valeur serait donc égale à 1,6 (0,33\*4,8). L'indicateur d'écart de viabilité à long terme (S2) montre l'effort d'ajustement immédiat et permanent requis pour satisfaire une contrainte budgétaire intertemporelle, notamment les coûts du vieillissement démographique. Il se compose de deux éléments : i) la position budgétaire initiale, qui donne l'écart au solde primaire stabilisant la dette et ii) l'ajustement supplémentaire qui devrait être réalisé en raison des coûts du vieillissement démographique. La principale hypothèse utilisée dans le calcul de cet indicateur est celle selon laquelle, sur un horizon infini, la croissance du taux d'endettement est limitée par l'écart de taux d'intérêt (c'est-à-dire la différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux de croissance réel), ce qui ne signifie pas nécessairement que le taux d'endettement tombera sous le seuil de 60 % fixé par le traité de l'UE. Pour l'indicateur S2, les seuils suivants ont été utilisés : i) S2 inférieur à 2 = risque faible; ii) S2 compris entre 2 et 6 = risque moyen et iii) S2 supérieur à 6 = risque élevé.

199 L'effort budgétaire complémentaire à fournir par les pays dont le taux d'endettement dépasse 60 % du PIB est déterminé par la formule suivante :  $0.024 * \text{ratio de dette publique} - 1,24$ .

Selon les dispositions incluses dans le PSC, le niveau de l'OMT minimal pour le Luxembourg équivaut à un déficit égal à -1,0 % du PIB<sup>200</sup>.

En ce qui concerne les dispositions applicables au Pacte budgétaire, la Commission européenne considère que les risques pesant sur la soutenabilité à long terme des finances publiques au Luxembourg ne sont pas faibles<sup>201</sup>. Cela entraîne donc une limite inférieure de l'OMT égale à -0,5 % du PIB. Puisque cette limite de -0,5 % est supérieure à la limite de -1,0 % [résultant des dispositions du PSC], cela a pour conséquence que le gouvernement ne peut définir un OMT dont le niveau serait inférieur à -0,5 % du PIB.

C'est précisément ce niveau de -0,5 % du PIB qui fut retenu par le gouvernement lors de la transmission de son programme de stabilité présenté en avril 2016, niveau qui correspondra donc à l'OMT du Luxembourg pour la période 2017-2019<sup>202</sup>. Ceci revient à diminuer de 1 p.p. du PIB la nouvelle valeur de l'OMT par rapport au niveau prévalant sur la période 2013-2016 (OMT fixé à +0,5 % du PIB). Il convient enfin de préciser que le gouvernement n'était nullement dans l'obligation d'adapter à la baisse l'OMT et qu'il aurait tout aussi bien pu, pour raisons de prudence, maintenir le niveau de ce dernier inchangé.

### 3.3.2.4 Commentaires sur le niveau de l'OMT minimal tel que calculé par la Commission européenne

Le tableau 47 présente une vue synthétique des calculs de l'OMT minimal pour le Luxembourg tels qu'ils résultent de la législation européenne. La deuxième colonne du tableau présente les résultats des calculs de l'année 2016 tels que décrits dans la section précédente. La troisième colonne reprend les résultats de l'évaluation précédente (2012).

Tableau 47 :

#### Fixation de l'OMT du Luxembourg pour les périodes 2013-2016 (évaluation de 2012) et 2017-2019 (évaluation de 2016)

	ÉVALUATION DE 2012	ÉVALUATION DE 2016
<b>PSC</b>		
OMT-ZE	-1,0	-1,0
OMT-MB	-1,7	-1,5
i) <sup>203</sup>	-2,3	-2,7
ii) <sup>204</sup>	X	X
ii)	0,0	0,0
OMT-ILD = (i+ii+iii)	X	X
OMT-min	+0,5	-1,0
<b>Pacte budgétaire</b>	Non applicable	-0,5
<b>OMT retenu</b>	+0,5	-0,5

200 Voir la page 15 du programme de stabilité du Luxembourg de 2016.

201 Voir la page 132 du rapport « 2015 Fiscal Sustainability Report ». [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/eeip/pdf/ip018\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip018_en.pdf). Voir également la note de bas de page 208.

202 Pour l'année 2016, l'OMT de +0,5% du PIB sera d'application.

203 Valeur calculée par la BCL.

204 Comme dans le tableau précédent et dans un but purement illustratif, une approximation des coûts additionnels liés au vieillissement peut être dérivée à partir de la composante « vieillissement » inhérente à l'indicateur S2 utilisé par la Commission européenne. A la page 205 du rapport « 2015 Fiscal Sustainability Report », la valeur correspondante de la composante « vieillissement » (indicateur S2) est égale à 4,8% du PIB en 2015 contre une valeur de 8,5 % en 2012. Sur base des données précitées, on obtiendrait donc des valeurs purement théoriques liées à l'élément (ii) de la composante OMT-ILD de respectivement 1,6 (0,33\*4,8) dans l'évaluation de 2016 et de 2,8 (0,33\*8,5) dans l'évaluation de 2012. La différence entre ces valeurs calculées peut donner une idée du rôle qu'a pu avoir la prise en compte de la baisse de l'estimation des coûts du vieillissement à long terme (rapport sur le vieillissement de 2012 et de 2015) dans le calcul de l'OMT minimal pour le Luxembourg.

Comme mis en exergue dans la section précédente, la BCL est d'avis qu'il aurait été utile que l'ensemble des données ayant conduit à la fixation de l'OMT du Luxembourg soient publiques et non revêtues du sceau de confidentialité, et ceci tant pour les données ayant présidé aux calculs de l'OMT minimal du Luxembourg pour la période 2017-2019 que pour la période 2013-2016.

Le tableau ci-dessus, tout en étant incomplet, permet néanmoins de dégager les remarques suivantes.

On constate que l'OMT minimal du Luxembourg passera d'un surplus équivalent à + 0,5 % du PIB (période 2013-2016) à un déficit égal à -1,0 % du PIB (période 2017-2019), soit une différence de 1,5 % du PIB<sup>205</sup>.

Lors du tour précédent concernant la fixation du niveau de l'OMT minimal (évaluation de 2012), l'élément déterminant avait trait à la composante liée aux obligations implicites liées au vieillissement et à la dette (MTO-ILD), ce qui avait pour conséquence de devoir dégager un surplus budgétaire (+0,5 %) défini en termes structurels.

Dans l'actualisation de 2016, c'est par contre la composante liée à l'appartenance du Luxembourg à la zone euro (MTO-ZE) qui apparaît comme étant l'élément clé dans la fixation de l'OMT minimal.

Ce changement fondamental est imputable à la révision à la baisse des coûts liés au vieillissement à l'horizon 2060, tel qu'il ressort du dernier rapport sur le vieillissement (2015 Ageing report)<sup>206</sup>. Selon ce rapport, les dépenses liées au vieillissement s'élèveraient à 25,7 % du PIB durant la seule année 2060 alors qu'elles étaient estimées à 29,8 % du PIB dans le rapport de 2012, soit une baisse de 4,1 % du PIB. Les coûts du vieillissement incluent les dépenses liées aux pensions, aux soins de santé, aux soins à long terme, aux dépenses de chômage et d'éducation. Ce sont surtout les estimations relatives aux coûts des pensions qui ont été ajustées à la baisse, ce qui a conduit à la baisse substantielle de l'OMT minimal. Ces différences de quelques pourcents à un horizon aussi lointain peuvent paraître secondaires. Cependant, cumulées sur toute la période allant de ce jour jusqu'à cette date, ces différences se chiffrent à des parts du PIB très importantes (voir la partie 5.5.2 sur la soutenabilité à long terme qui explicite ce phénomène).

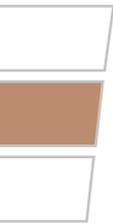
Selon le rapport 2015, les coûts liés aux seules dépenses de pension à l'horizon 2060 pour le Luxembourg seraient de l'ordre de 13,4 % du PIB alors que ces estimations s'élevaient encore à 18,6 % du PIB dans les projections de 2012 (2012 Ageing report), soit une baisse de plus de 5 points de pourcentage à l'horizon 2060.

La baisse des dépenses liées aux pensions trouve sa source dans des projections démographiques révisées à la hausse de manière significative et qui verraient ainsi la population du Luxembourg avoisiner 1,1 million d'habitants à l'horizon 2060 alors que les projections de 2012 tablaient quant à elles sur une population de « seulement » 730 000 habitants. Cette hausse de la population affecte positivement la croissance (potentielle) de l'économie et de ce fait réduit mécaniquement le coût des dépenses de pensions exprimé en pourcentages du PIB.

Ces nouvelles projections démographiques posent les problèmes suivants. La hausse projetée de la démographie durant la période 2015 à 2060 (soit sur une période couvrant 45 années), signifierait qu'au cours de cette période la population du Luxembourg doublerait presque et augmenterait de plus de 500 000 habitants alors qu'elle a déjà augmenté de près de 200 000 habitants au cours de la période

205 Le gouvernement n'a toutefois pas pu retenir le niveau de -1 % mais de -0,5 % du fait des dispositions incluses dans le TSCG (Pacte budgétaire).

206 Voir la note de bas de page 204.



1990-2016. L'analyse des impacts occasionnés par ces changements démographiques en termes d'organisation du territoire, de besoins en infrastructures, de création d'emplois, de pression sur les prix immobiliers poussent à l'interrogation de la capacité du Luxembourg à faire face à une pression migratoire d'une telle ampleur au cours des quatre prochaines décennies.

Abstraction faite de leur caractère vraisemblable, ces hypothèses démographiques ont permis de présenter un scénario moins inquiétant du coût des pensions et ont de ce fait permis l'abaissement substantiel de l'OMT minimal (et *in fine* de l'OMT retenu par le gouvernement). Ces interrogations avaient d'ailleurs déjà été formulées dans l'avis de la BCL sur le projet de budget 2016<sup>207</sup> et seront à nouveau abordées dans le chapitre relatif à la soutenabilité à long terme des finances publiques (voir 5.5.2).

La prise en compte de projections démographiques plus conservatrices selon lesquelles la population du Luxembourg pourrait avoisiner 750 000 habitants à l'horizon 2060, soit une projection démographique proche du scénario inclus dans le rapport sur le vieillissement de 2012, impliquerait *de facto* la fixation de l'OMT minimal et donc aussi de l'OMT, à un niveau plus élevé<sup>208</sup>.

### 3.3.2.5 Commentaires sur l'OMT tel que fixé par le gouvernement pour la période 2017-2019

Le calcul et la fixation de l'OMT minimal par la Commission européenne se font dans un cadre triennal. Toutefois, il appartient au gouvernement de fixer le niveau de son OMT : il peut le faire de manière annuelle<sup>209</sup> et à la condition de respecter les contraintes européennes, c'est-à-dire que l'OMT choisi doit être supérieur ou au moins égal à l'OMT minimal.

Le choix d'un niveau plus bas du nouvel OMT et la réforme fiscale ne sont, *stricto sensu*, pas directement liés. A la lecture du tableau 43, la projection du gouvernement relative au solde structurel des administrations publiques fait ressortir un surplus de 0,2 % du PIB pour les années 2018 et 2019. Ce surplus serait inférieur, d'une part, aux surplus structurels tels que présentés dans la programmation pluriannuelle en octobre 2015 et, d'autre part, à l'OMT en vigueur actuellement (surplus de 0,5 % du PIB). Ces surplus sont par contre supérieurs au niveau du nouvel OMT qui sera d'application au cours de la période 2017-2020. Du fait que la principale modification dans la politique budgétaire a consisté en la mise en œuvre de la « réforme fiscale », on peut dès lors conclure que ces adaptations fiscales dans leur forme actuelle n'auraient pas été possibles si la Commission européenne n'avait pas ajusté l'OMT minimal à la baisse, une variation qui a, à son tour, permis au gouvernement d'abaisser son OMT. Il en découle que l'ampleur du coût budgétaire de la réforme fiscale aurait dû être réduite, soit en ayant recours à une réforme davantage neutre au plan budgétaire, soit par le truchement de recettes compensatoires, soit au travers de réductions de certaines dépenses.

Compte tenu du contexte d'incertitude à court, moyen et long terme, au niveau tant national qu'euro-péen, il convient de s'interroger s'il n'eût pas mieux valu pour le gouvernement de s'inscrire dans une approche plus prudente en se fixant un OMT plus ambitieux. La fixation d'un OMT à un niveau plus élevé aurait aussi permis d'envoyer un signal positif aux acteurs économiques, indiquant à ces derniers que la gestion des finances publiques luxembourgeoises ne dévierait pas de la voie tracée jusqu'à présent et ce malgré des hypothèses démographiques à long terme apparemment plus favorables.

207 Voir la page 209 de l'avis de la BCL sur le projet de budget 2016.

208 Selon des estimations faites par la BCL et la prise en compte des données liées à la composante « vieillissement » de l'indicateur S2 (pour 2012) tel que publiée dans le rapport de 2015 sur la soutenabilité de la Commission européenne (page 255), l'OMT minimal ainsi calculé serait égal à +0,1 % du PIB.

209 Le gouvernement confirme le niveau de l'OMT chaque année lors de la présentation de son programme de stabilité et de convergence.

Il convient également de noter que l'OMT actuel<sup>210</sup> n'a pas constitué une contrainte majeure pour la conduite de la politique budgétaire luxembourgeoise, puisqu'il n'a pas empêché les gouvernements successifs de bénéficier d'une certaine flexibilité lorsque les besoins l'imposaient. Le niveau actuel de l'OMT a, en effet, permis à l'administration centrale de continuer à afficher des déficits récurrents, sans que cela n'ait donné lieu à sanction quelconque.

L'abaissement de l'OMT en territoire négatif allègera de manière sensible la pression sur le gouvernement afin d'apurer les déficits de l'administration centrale. Le fait de fixer un OMT équivalent à un solde structurel négatif (-0,5 % du PIB) permettra aux finances publiques luxembourgeoises d'être « structurellement en déficit ». Si l'on se met dans l'hypothèse d'un écart de production proche de zéro (ce qui est une hypothèse normale sur le long terme), le solde nominal des administrations publiques pourrait continuellement afficher des déficits sans que cela ne fasse l'objet de quelconques sanctions de la part des autorités européennes. Cet argument prend toute sa dimension en regard de la situation particulière des finances publiques luxembourgeoises caractérisée par des surplus structurels de la Sécurité sociale. Dans l'hypothèse d'un solde de la Sécurité sociale affichant un excédent égal à 1,5 % du PIB, couplé à des comptes équilibrés au niveau des administrations locales, l'abaissement de l'OMT à -0,5 % du PIB signifie que le solde de l'administration centrale pourrait enregistrer des déficits de l'ordre de 2 % du PIB sans que le gouvernement ne soit formellement dans l'obligation d'adopter des mesures correctrices. Dans ce scénario, la dette publique augmenterait de manière mécanique chaque année afin de financer les déficits récurrents de l'administration centrale.

Dans son programme gouvernemental, le gouvernement s'est certes fixé comme objectif de maintenir une dette publique inférieure à 30 % du PIB. Il ne s'agit toutefois que d'un engagement politique, qui ne repose pas sur un texte de loi et encore moins sur des dispositions inscrites dans la Constitution<sup>211</sup>.

Cette volonté visant à respecter une règle budgétaire politique peut être remise en cause lorsque cette règle devient contraignante<sup>212</sup>, comme peut le laisser présager l'abaissement de l'OMT.

Dans ce même contexte, la BCL relève que le gouvernement n'a toujours pas mis en œuvre la norme des dépenses au niveau de l'administration centrale, telle que prévue dans la loi du 12 juillet 2014, loi pourtant votée au début de la présente législature.

L'introduction de règles budgétaires multiples doit s'accompagner de leur cohérence interne. Dans le cas du Luxembourg, la mise en place d'objectifs budgétaires permettant d'aligner des déficits structurels récurrents de -0,5 % et -2,0 % du PIB respectivement au niveau des administrations publiques et de l'administration centrale, peut à terme remettre en cause un objectif national de maintenir un ratio de dette publique inférieur à 30 % du PIB.

210 L'OMT actuel est en vigueur depuis 2013.

211 L'Allemagne s'est dotée d'un « frein à la dette publique (*Schuldenbremse*) » qui interdit à l'État fédéral tout déficit structurel supérieur à 0,35 % du PIB à partir de 2016 tandis que les entités fédérées devront présenter des soldes structurels en équilibre (sauf circonstances exceptionnelles) à partir de 2020.

212 Dans la situation actuelle, le cas hypothétique est celui où le ratio de dette publique est proche du seuil informel fixé par le gouvernement (30 % du PIB).

### 3.3.3 La marge de manœuvre budgétaire théorique du gouvernement

Selon la législation européenne relative au volet préventif du PSC, un pays respecte les contraintes budgétaires si, *ex post*, le solde structurel des administrations publiques est inférieur à l'OMT<sup>213</sup>.

La marge de manœuvre budgétaire, qui peut se définir comme étant la différence entre le solde structurel et l'OMT, est calculée sur une base *ex ante*. Le calcul de la marge de manœuvre ne se fait donc pas à partir de données observées ou estimées, mais sur la base de projections de finances publiques. Le fait que le calcul de la marge de manœuvre budgétaire soit basé sur des projections engendre nécessairement une incertitude associée à ce type de calcul et il convient donc de prendre ces estimations avec une certaine prudence.

Cette marge de manœuvre peut être positive ou négative. Dans le cas où cette dernière s'avère être négative, le gouvernement aurait l'obligation de mettre en œuvre des mesures de consolidation au niveau des soldes nominaux de manière à afficher des soldes structurels en ligne avec les limites autorisées. *A contrario*, une marge de manœuvre positive pourrait permettre au gouvernement de mener une politique budgétaire plus expansionniste, si tel était son souhait. Il pourrait tout aussi bien considérer qu'un écart positif entre le solde structurel projeté et l'OMT est nécessaire afin de se prémunir contre les incertitudes inhérentes aux calculs du solde structurel<sup>214</sup>.

Dans son avis sur le projet de budget 2016, la BCL avait ainsi estimé que la marge de manœuvre théorique dont disposait le gouvernement pour l'année 2017 était de l'ordre de 0,5 % du PIB<sup>215</sup>, soit environ 300 millions d'euros. Ce résultat ressortait des projections de la BCL de décembre 2015 concernant en particulier l'année 2017. La BCL s'était cependant bien gardée de commenter la manière dont cette marge de manœuvre théorique pouvait être utilisée. En effet, l'utilisation de cette marge de manœuvre budgétaire est dans une large mesure un choix politique entre différentes options telles que l'augmentation des investissements publics générateurs de la croissance future, le remboursement des emprunts qui arriveront à échéance dans les prochaines années ou encore des allègements fiscaux via une réforme fiscale.

La BCL n'était pas seule à aborder le concept de marge de manœuvre « théorique ». Ainsi le FMI, lors de sa visite effectuée au Luxembourg au début de l'année 2016<sup>216</sup>, soit avant l'annonce des mesures faite par le gouvernement, avait quantifié la marge de manœuvre maximale théorique pouvant le cas échéant servir à financer une réforme fiscale à environ 0,5 % du PIB.

Le tableau 48 présente différentes estimations des soldes structurels effectuées depuis la fin de l'année 2015 et ceci à des dates différentes.

213 Dans ce contexte, on fait abstraction des autres règles européennes.

214 Voir partie sur les soldes structurels inclus dans les précédents avis de la BCL (avis sur les projets de budget 2015 et 2016).

215 Marge de manœuvre définie comme étant la différence entre le solde structurel et l'OMT.

216 FMI (2016) « Luxembourg - Staff Report for the 2016 Article IV Consultation », p. 20.

Tableau 48 :

**Soldes structurels pour les administrations publiques dégagés soit « à politique inchangée », soit avec la prise en compte de la réforme fiscale de 2017 (entre parenthèses pour 2017: marge de manœuvre théorique sur la base d'un OMT fixé à +0,5 % du PIB)**

		2015	2016	2017	2018
<b>Avant l'annonce des mesures / à politique inchangée</b>					
1	Programme pluriannuel du gouvernement - décembre 2015	0,7	0,6	0,3 (-0,2)	0,5
2	Projections BCL - décembre 2015	0,6	0,8	1,0 (0,5)	
3	Prévisions d'hiver 2016 de la Commission européenne	0,8	0,9	0,4 (-0,1)	
4	Projections BCL de juin 2016	1,3	1,1	1,1 (0,6)	1,5
5	Projections BCL de décembre 2016	1,7	1,6	1,4 (0,9)	1,9
6 pm	Projections BCL de décembre 2016 - Solde de l'administration centrale (en nominal)	-0,3	-0,2	-0,2	0,3
<b>Après l'annonce des mesures</b>					
7	Projections BCL de juin 2016	1,3	1,1	-0,5	-0,1
8	Programme pluriannuel du gouvernement - décembre 2016		2,3	0,8	0,2
9	Prévisions d'automne 2016 de la Commission européenne	2,2	1,9	0,4	0,4
10	Projections BCL de décembre 2016	1,7	1,6	-0,2	0,2

Sources : *Calculs BCL, programmation financière pluriannuelle, Commission européenne*

Si on prend comme point de référence l'OMT fixé à +0,5 % du PIB, le tableau ci-dessus permet de constater que la marge de manœuvre théorique pour 2017 n'a que légèrement varié entre, d'une part, les projections de la BCL de décembre 2015 et, d'autre part, celles réalisées en décembre 2016 (à politique inchangée). En effet, la marge de manœuvre estimée d'abord à environ 0,5-0,6 % du PIB (lignes 2 et 4 du tableau) s'est établie à 0,9 % du PIB (ligne 5 du tableau)<sup>217</sup> dans les projections de décembre 2016. Par contre, sur la base des projections du programme pluriannuel de 2015 (couvrant la période 2015-2019) et de la Commission européenne (les deux projections étant réalisées à politique inchangée), la marge de manœuvre théorique était inexistante, conséquence d'un solde structurel pour 2017 se situant en-dessous de l'OMT (lignes 1 et 3 du tableau).

Les lignes 7 et 10 du tableau indiquent que, selon les estimations de la BCL, la mise en œuvre de la réforme aura un impact<sup>218</sup> supérieur à la marge de manœuvre théorique calculée par la BCL. Il en résulte que l'introduction de la réforme fiscale, impliquerait un solde structurel de -0,5 % en 2017, selon les projections de juin 2016, et de -0,2 % du PIB, selon celles de décembre 2016. Ce solde largement inférieur à l'actuel OMT, mais en ligne avec le nouvel OMT fixé à -0,5 %, tend à confirmer l'hypothèse selon laquelle la mise en place de la réforme fiscale n'a été rendue possible que par l'abaissement de l'OMT à partir de 2017. Ceci conduira inéluctablement à une détérioration des soldes de l'administration centrale qui serait contraire à la volonté initiale du gouvernement consistant à apurer les déficits récurrents de l'administration centrale à la fin de la présente législature et mènerait à une augmentation de la dette publique.

### 3.3.4 Introduction de règles nationales en matière de finances publiques

A la lecture de ce qui précède, la conclusion se dégage que les normes fixées dans le cadre de la gouvernance européenne en matière de finances publiques ne prennent pas bien en compte les spécificités propres au Luxembourg afin d'assurer la soutenabilité à terme des finances publiques. Malgré ces déficits récurrents de l'administration centrale, on constate néanmoins que les engagements

<sup>217</sup> La nouvelle estimation à la hausse provient entre autres de la nouvelle estimation du surplus généré au niveau des administrations publiques en 2015.

<sup>218</sup> Selon les estimations de la BCL, l'impact de la réforme fiscale est estimé à 1,5 % du PIB en 2017.



du Luxembourg en matière de finances publiques seraient respectés tant au niveau européen (volet préventif du PSC) qu'au niveau national (loi du 12 juillet 2014)<sup>219</sup>, ces derniers étant à l'heure actuelle calqués sur les précédents. Puisqu'une réforme d'envergure de la législation européenne n'est pas à l'ordre du jour, il est légitime de s'interroger sur la manière d'adapter, le cas échéant, les engagements nationaux.

La loi du 12 juillet 2014 fait mention d'une règle des dépenses au niveau de l'administration centrale qui, malheureusement, n'est à ce jour ni définie, ni *a fortiori* mise en place. Dans son avis sur le projet de budget 2016, la BCL avait proposé des pistes de réflexion sur la manière de mettre en œuvre cette règle<sup>220</sup>. Alors que la mise en œuvre de cette règle n'entraînerait aucune modification de la législation actuelle, la législation devrait être adaptée si le gouvernement renonçait à sa mise en œuvre ou se décidait pour l'introduction de pistes alternatives.

Quelques pistes de réflexion sont développées en cette matière dans les lignes qui suivent. La littérature à ce sujet étant abondante, on se limitera dans le cas présent à énumérer les règles les plus répandues.

Le gouvernement pourrait fixer un OMT « national », dont la méthodologie serait basée sur celle adoptée dans le cadre européen, mais qui incorporerait des hypothèses plus ambitieuses. Certains pays ont d'ailleurs adopté un OMT national plus ambitieux que leur OMT européen<sup>221</sup> et le Luxembourg ne ferait donc pas figure d'exception. Ainsi, la prise en compte de projections démographiques plus conservatrices que celles incorporées dans le cadre de l'OMT européen rendrait l'OMT national plus contraignant. Selon des estimations de la BCL, la prise en compte des projections démographiques proches de celles incluses dans le rapport sur le vieillissement de 2012 ferait passer l'accroissement des dépenses de pension à l'horizon 2060 de 4,1 % du PIB à 10,5 % du PIB. Cet accroissement de dépenses aurait un impact automatique à la hausse sur l'OMT (via la composante OMT-ILD, voir partie 3.3.2.3 pour plus de détails).

Le gouvernement pourrait également choisir de se doter d'un objectif défini en termes de solde structurel à atteindre au niveau de l'administration centrale, soit un OMT national pour l'administration centrale. Cela aurait pour conséquence d'éviter des dérapages au niveau de ce sous-secteur et de limiter la progression de la dette publique. Afin de donner une cohérence interne à des objectifs budgétaires multiples, le choix numérique de l'objectif ne peut pas être arbitraire. Ainsi, un solde structurel à l'équilibre au niveau de l'administration centrale permettrait une réduction graduelle du niveau de la dette publique (en pourcentage du PIB).

De manière alternative, le gouvernement pourrait opter un ratio de dette publique à ne pas dépasser à inscrire dans une « loi du 12 juillet 2014 révisée ». Cet objectif devrait être défini sur base de la dette publique « brute » ; le concept de dette publique « nette », donc déduction faite des actifs financiers détenus par l'État, présente en effet plusieurs inconvénients qui rendent son implémentation difficile<sup>222</sup>. Cette limite légalement contraignante serait nettement plus crédible que l'engagement politique du gouvernement actuel en cette matière. Elle ferait l'objet d'une surveillance par le Conseil national des finances publiques (CNFP) et pourrait déboucher sur le déclenchement de mesures correctrices en cas de dépassement<sup>223</sup> de la limite autorisée.

219 Voir parties 3.2.1 et 3.2.2

220 Voir avis de la BCL sur le projet de budget 2016, pp. 184-196.

221 La Lettonie dispose d'un OMT national (fixé à -0,5 % du PIB) plus ambitieux que son OMT européen (fixé à -1 % du PIB).

222 OCDE (2015) "Prudent debt targets and fiscal frameworks" (OECD economic policy paper).

223 En Slovaquie, le « Fiscal Responsibility Act » oblige le gouvernement à prendre des mesures de correction dès que le ratio de dette publique dépasse un certain seuil, fixé dans une fourchette s'étalant de 50 % à 53 % du PIB jusque la fin de l'année 2017 et progressivement abaissé pour atteindre la fourchette comprise entre 40 et 43 % du PIB en 2027.

## 4 LES PROJECTIONS DE FINANCES PUBLIQUES DE LA BCL DE DÉCEMBRE 2016

Cette partie de l'avis présente les chiffres concernant les soldes des administrations publiques ainsi que la dette publique pour la période s'étalant de 2016 à 2019, tels qu'ils résultent des exercices de projections biannuels de la BCL. Il convient de répéter que la BCL a intégré les mesures relatives à la réforme fiscale qui seront introduites à partir de 2017. La BCL a procédé à ses propres estimations quant à l'impact de ces différentes mesures sur la base et dans les limites des données dont elle dispose.

### Situation budgétaire : revue de l'année 2015

Le solde des administrations publiques luxembourgeoises, publié début octobre 2016 dans le cadre de la transmission de la notification concernant les déficits excessifs<sup>224</sup>, a révélé un excédent pour l'année 2015 de 1,6 % du PIB, en légère hausse par rapport au solde qui prévalait en 2014, hausse qui s'explique par une baisse du ratio des dépenses de plus grande ampleur que la diminution du ratio des recettes totales.

Cet excédent est plus favorable que celui prévu dans la transmission de la notification concernant les déficits excessifs publiée en avril 2016 et qui tablait encore sur un excédent de 1,2 % du PIB pour 2015. Cette amélioration du solde entre avril 2016 et octobre 2016 est attribuable à une augmentation des recettes (en nominal) d'une ampleur similaire à la diminution observée sur le volet des dépenses. Si la hausse des recettes peut être attribuée à la dynamique observée dans le chef des impôts directs à charge des entreprises et des recettes de TVA, la baisse des dépenses provient quant à elle de dépenses moindres qu'anticipé au niveau des transferts sociaux et de la rémunération des salariés.

La dette publique atteignait 22,1 % du PIB à la fin de l'année 2015, soit une baisse de 0,6 % du PIB par rapport à 2014 et de 1,4 % du PIB par rapport au pic enregistré en 2013.

### 4.1 LES RECETTES

Par rapport au pic de 44,6 % du PIB enregistré en 2012, le ratio des recettes totales des administrations publiques a baissé de 0,9 p.p. pour atteindre 43,7 % du PIB à la fin de 2015 (voir tableau 49). Cette évolution a résulté essentiellement de la baisse du ratio ayant trait aux impôts indirects, qui est passé de 12,9 % du PIB en 2012 à 12,2 % du PIB en 2015. Cette baisse est encore plus prononcée par rapport à l'année 2014, à la fin de laquelle le ratio atteignait 13,3 % du PIB. On peut également relever une baisse du ratio des cotisations sociales de 0,5 % du PIB entre 2012 et 2015, partiellement compensée par la hausse du ratio des impôts directs (+0,3 %), ratio qui a atteint 14,6 % du PIB en 2015. Les évolutions de ces différents ratios peuvent s'expliquer par plusieurs facteurs.

<sup>224</sup> Le Règlement du Conseil (EU) 479/2009 amendé par le Règlement du Conseil (EU) 679/2010 et par le Règlement de la Commission 220/2014 oblige les États membres à rapporter leurs données liées à la Procédure de déficit excessif (PDE) à Eurostat deux fois par an – soit à la fin du mois de mars et à la fin du mois de septembre.

Tableau 49 :

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

	DONNÉES OFFICIELLES OCTOBRE 2016					PROJECTIONS BCL DÉCEMBRE 2016			
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Impôts directs	14,0	14,3	14,2	13,8	14,6	14,5	13,0	13,0	13,2
dont à charge des ménages	8,4	8,5	8,9	8,9	9,3	9,2	8,1	8,3	8,4
dont à charge des sociétés	5,6	5,8	5,4	4,9	5,2	5,3	4,9	4,7	4,7
Impôts indirects	12,4	12,9	12,9	13,3	12,2	11,9	11,4	11,2	10,8
Cotisations sociales	12,2	12,7	12,5	12,1	12,2	12,0	12,0	12,0	12,0
Autres recettes	4,6	4,8	4,8	4,6	4,8	4,6	4,6	4,6	4,7
<b>Recettes totales</b>	<b>43,2</b>	<b>44,6</b>	<b>44,4</b>	<b>43,8</b>	<b>43,7</b>	<b>43,0</b>	<b>41,0</b>	<b>40,8</b>	<b>40,6</b>
<b>Croissance nominale des recettes totales [%]</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>1,6</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>

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

Premièrement, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2015, les recettes de TVA liées au commerce électronique reposent sur le principe de la taxation selon le lieu de résidence du consommateur et non plus selon le lieu d'établissement des sociétés de commerce électronique. Ce changement de législation, qui inclut une période transitoire de 2015 à 2018<sup>225</sup>, a eu comme conséquence une diminution des recettes de TVA en 2015. Deuxièmement, cette perte de recettes a été en partie compensée par des mesures mises en place par le gouvernement dans le cadre du budget pour l'année 2015, à savoir le « Paquet pour l'avenir », l'introduction de l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire de 0,5 % et la hausse de tous les taux de TVA (à l'exception du taux super-réduit) de 2 p.p. Troisièmement, la croissance de certaines bases imposables (consommation privée, rémunération des salariés, etc.) a été de plus faible ampleur que celle du PIB nominal (effet de découplage).

Troisièmement, la croissance de certaines bases imposables (consommation privée, rémunération des salariés, etc.) a été de plus faible ampleur que celle du PIB nominal (effet de découplage).

Selon les estimations de la BCL, le ratio des recettes totales par rapport au PIB devrait fléchir à nouveau à concurrence de 0,7 p.p. pour atteindre 43,0 % du PIB en 2016. Ce déclin trouverait son origine dans la baisse des ratios concernant la fiscalité directe à charge des ménages (-0,1 % du PIB), les impôts indirects (-0,3 % du PIB), les cotisations sociales (-0,2 % du PIB) et les autres recettes (-0,2 % du PIB). Ces évolutions trouvent leur origine principalement en des effets de découplage importants : la croissance de certaines bases imposables (consommation privée et rémunération des salariés) serait à nouveau de plus faible ampleur que celle du PIB nominal. Cet effet de découplage négatif serait à l'origine de la baisse du ratio des recettes totales à concurrence d'environ 0,5 % du PIB en 2016. En ce qui concerne les impôts indirects, la baisse du ratio serait due à la stagnation, voire à la baisse projetée des recettes de certains impôts (TVA et taxe d'abonnement). Celle-ci ne serait que partiellement compensée par la hausse des taux de TVA, qui, sur base du principe des droits constatés propres au SEC2010, continuerait de jouer un rôle positif dans la hausse des recettes de TVA (+0,2 p.p.) en 2016.

En 2017, le ratio des recettes totales devrait continuer son déclin en passant de 43,0 % à 41,0 % du PIB, soit une diminution de 2,0 p.p. Cette baisse substantielle serait principalement attribuable à la réforme fiscale introduite à partir de 2017 et qui touchera la fiscalité des ménages et celle des entreprises. La BCL a procédé à ses propres estimations, sur base des informations disponibles, de l'impact

<sup>225</sup> 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. A partir de 2019, toutes ces recettes seront perdues.

budgétaire de la réforme. Cet impact, évalué à environ 1,5 % du PIB, devrait principalement toucher les personnes physiques, les mesures les concernant s'élevant à environ 1,2 % du PIB, contre 0,3 % du PIB pour celles relatives aux entreprises. Cette perte de recettes se verrait renforcée par une nouvelle déperdition des recettes de TVA liée au commerce électronique, venant diminuer le ratio des recettes d'impôts indirects (à concurrence d'environ -0,3 % du PIB). A partir de 2017, le Luxembourg ne pourra en effet garder que 15 % des recettes provenant du commerce électronique, contre 30 % en 2015 et 2016.

En 2018, le ratio des recettes totales enregistrerait une très légère baisse de l'ordre de 0,2 p.p. à 40,8 % du PIB. La légère augmentation des impôts directs à charge des ménages (+0,2 % du PIB) serait compensée par une diminution de même ampleur du ratio des impôts directs à charge des sociétés en vertu de l'impact additionnel négatif de la réforme fiscale en 2018 (baisse additionnelle du taux d'imposition sur le revenu des collectivités).

Enfin, en 2019, la légère baisse du ratio des recettes totales (-0,2 % du PIB) serait principalement imputable à la baisse du ratio des impôts indirects. En effet, le Luxembourg perdra le reliquat de recettes de TVA liées au commerce électronique, ce qui affectera négativement le ratio à concurrence de 0,3 % du PIB.

Au total, le ratio des recettes afficherait une baisse de l'ordre de 3,1 % du PIB sur tout l'horizon de projection, sous l'effet de la réforme fiscale, de la perte additionnelle des recettes de TVA liées au commerce électronique en 2017 et en 2019 ainsi que d'effets de découplage négatifs dans le chef de certaines catégories de recettes.

## 4.2 LES DÉPENSES

En 2015, le ratio des dépenses totales des administrations publiques par rapport au PIB a continué à afficher une baisse, entamée depuis le pic observé en 2012 (44,3 % du PIB), pour atteindre 42,1 % du PIB, soit une diminution de 2,2 p.p. (voir tableau 50). Par rapport à 2014, la baisse est toutefois plus modérée (-0,2 p.p.) et peut s'expliquer par les éléments suivants. D'abord, la diminution de 0,4 p.p. du ratio des transferts sociaux, qui sont passés de 22,0 % du PIB en 2014 à 21,6 % du PIB en 2015, a été compensée par une augmentation des investissements publics (+0,4 p.p.). Ensuite, le ratio des autres dépenses s'affichait en très légère baisse (-0,1 p.p.) pour atteindre 2,7 % du PIB. Ces développements ont trouvé leur origine principalement dans l'absence d'indexation des pensions et salaires, dans le ralentissement des dépenses liées au chômage, ainsi que dans la mise en œuvre des mesures du « Paquet pour l'avenir » sur le volet des dépenses. Le ratio des dépenses d'investissement, qui a affiché une hausse sensible de 0,4 % du PIB en 2015 (compte tenu d'une croissance nominale des dépenses d'investissement de 13,0 %), devrait, selon nos projections, se maintenir à un niveau semblable en 2016 avant de baisser très légèrement ensuite pour atteindre 3,9 % du PIB en 2019. La hausse des dépenses d'investissement trouve son origine dans la mise en œuvre de projets d'envergure, tels que la construction du tramway dans la Ville de Luxembourg mais également dans l'achat de l'aéronef militaire dont le coût, en vertu des règles du SEC, est imputé sur l'année 2019.

Tableau 50 :

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

	DONNÉES OFFICIELLES OCTOBRE 2016					PROJECTIONS BCL DÉCEMBRE 2016			
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Transferts sociaux	21,4	22,4	22,5	22,0	21,6	21,2	21,1	20,8	20,6
Investissements publics	4,2	4,0	3,5	3,6	4,0	4,0	3,9	3,8	3,9
Dépenses de consommation <sup>1)</sup>	12,5	13,0	12,7	12,4	12,4	12,1	12,0	11,9	11,8
Subsides <sup>2)</sup>	1,2	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2
Autres dépenses	3,4	3,5	3,3	2,8	2,7	2,8	2,8	2,8	2,7
<b>Dépenses totales</b>	<b>42,7</b>	<b>44,3</b>	<b>43,4</b>	<b>42,3</b>	<b>42,1</b>	<b>41,5</b>	<b>41,1</b>	<b>40,4</b>	<b>40,3</b>
<b>Croissance nominale des dépenses totales</b>	<b>3,1</b>	<b>6,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>5,4</b>	<b>4,7</b>	<b>5,7</b>

Note: <sup>1)</sup> Rémunération des salariés et consommation intermédiaire. <sup>2)</sup> A l'exclusion des transferts en capital

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

En 2016, le ratio des dépenses totales devrait décliner de 0,6 p.p. pour s'établir à 41,5 % du PIB. Cette diminution serait essentiellement attribuable aux baisses relatives des transferts sociaux (-0,4 p.p.) et des dépenses de consommation (-0,3 p.p.) qui s'expliqueraient par les facteurs suivants. Premièrement, un effet de base négatif devrait être observé, résultant de l'impact non récurrent de la prime de 0,9 % payée en 2015 en vertu de l'accord salarial dans la fonction publique. Deuxièmement, les mesures de consolidation incluses dans le « Paquet pour l'avenir » devraient contribuer à réduire les transferts sociaux à hauteur de 0,3 % du PIB. Troisièmement, l'environnement de faible inflation devrait continuer à exercer une pression à la baisse sur les dépenses dont celles ayant trait à la consommation intermédiaire. Enfin le paiement de la prochaine tranche indiciaire qui impactera la rémunération des fonctionnaires et employés, ainsi que les dépenses de pension ne devrait avoir lieu, selon nos projections, qu'au tournant des années 2016-2017.

En 2017 et 2018, de nouvelles baisses du ratio de dépenses (-0,4 p.p. en 2017 et -0,7 p.p. en 2018) devraient être observées, attribuables aux dépenses de consommation et aux transferts sociaux. Cette dynamique trouverait son origine dans les mesures du « Paquet pour l'avenir » qui continueront à avoir des effets en 2017 et 2018 (impact additionnel de 0,14 % du PIB en 2017 et de 0,1 % du PIB en 2018). Après les fortes hausses enregistrées au cours des dernières années, les dépenses d'investissement afficheraient des taux de croissance en léger repli, ce qui se traduirait par une baisse du ratio par rapport au PIB.

En 2019, la légère baisse affichée dans les ratios ayant trait aux transferts sociaux (-0,2 p.p.) et aux dépenses de consommation (-0,1 p.p.) serait compensée par la hausse du ratio des dépenses d'investissement dont l'origine proviendrait de l'achat de l'avion militaire A400M et dont le coût total sera imputé à l'année 2019 en raison des règles du SEC.

Au total, le ratio des dépenses publiques devrait afficher une baisse de 1,8 % du PIB sur l'horizon de projection, principalement en raison d'un environnement de faible inflation en 2016, de l'effet de base négatif de la prime de 0,9 % payée dans la fonction publique en 2015 et des mesures de consolidation incluses dans le « Paquet pour l'avenir ». Ce déclin est à saluer compte tenu de l'incertitude qui pèse sur les recettes futures et des coûts liés au vieillissement de la population.

#### 4.3 LES CAPACITÉS OU BESOINS DE FINANCEMENT

Pour les administrations publiques, l'année 2015 s'est caractérisée par un excédent de 1,6 % du PIB. La légère hausse par rapport à 2014 (excédent de 1,5 % du PIB, voir tableau 51) est due à un déclin plus rapide du ratio des dépenses que de celui des recettes.

Tableau 51 :

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

	SOLDES EFFECTIFS (CAPACITÉ (+) OU BESOIN (-) DE FINANCEMENT)								
	DONNÉES OFFICIELLES OCTOBRE 2016					PROJECTIONS BCL DÉC. 2016			
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Ensemble des administrations publiques</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>
dont Etat central	-1,6	-2,0	-1,0	-0,3	-0,3	-0,2	-1,5	-1,2	-1,2
dont communes	0,3	0,5	0,4	0,3	0,4	0,3	0,1	0,2	0,2
dont sécurité sociale	1,8	1,9	1,6	1,4	1,5	1,4	1,3	1,4	1,3
<b>Projet de budget 2017</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>1,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>
	SOLDES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES APURÉS DES ÉVOLUTIONS CYCLIQUES								
Estimation de décembre 2016 de la BCL <sup>1)</sup>	0,6	0,8	1,6	1,8	1,6	1,6	-0,2	0,2	0,1
Estimation projet de budget pluriannuel d'octobre 2016						2,3	0,8	0,2	0,2

<sup>1)</sup> Ces soldes apurés sont calculés au moyen d'une méthode désagrégée fondée sur le filtre d'Hodrick-Prescott

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

Pour 2016, la BCL projette un surplus de 1,5 % du PIB. Cette légère dégradation du surplus (de 0,1 p.p.) serait attribuable à de moindres surplus au niveau des administrations locales et de la sécurité sociale (-0,1 p.p. pour atteindre respectivement 0,3 % et 1,4 % du PIB). Le déficit au niveau de l'administration centrale serait quant à lui légèrement inférieur par rapport à celui observé en 2015.

En 2017, le solde budgétaire des administrations publiques afficherait un déficit de -0,1 % du PIB, conséquence d'une baisse du ratio des recettes sensiblement plus importante que celle du ratio des dépenses. Cette dégradation s'expliquerait principalement par la mise en œuvre à partir de 2017 des mesures de réforme fiscale qui, selon nos estimations, auraient un impact budgétaire de 1,5 % du PIB. Il convient également de noter deux éléments additionnels mais qui tendront à se neutraliser : d'un côté, la poursuite de la mise en place des mesures prévues par le « Paquet pour l'avenir », qui aurait un impact positif additionnel sur le solde de 0,2 % du PIB en 2017 ; d'un autre côté, une nouvelle perte de recettes de TVA liées au commerce électronique (« VAT package ») de 0,3 % du PIB. En conséquence, le déficit de l'administration centrale se détériorerait de 1,3 p.p. pour s'établir à 1,5 % du PIB. Les excédents dégagés au niveau de la sécurité sociale et des administrations locales baisseraient légèrement pour s'établir à respectivement 1,3 % et 0,1 % du PIB. La dégradation du solde des administrations locales en 2017 découlerait, entre autres, de la réforme fiscale à travers une réduction des transferts effectués par l'administration centrale via le Fonds communal de dotation financière<sup>226</sup> vers les communes. Pour 2018, une amélioration du solde des administrations publiques devrait être observée, provenant d'un dynamisme des recettes totales plus important que celui des dépenses, pour afficher un surplus de l'ordre de 0,4 % du PIB. L'amélioration serait principalement imputable à l'administration centrale, dont le déficit déclinerait pour s'établir à 1,2 % du PIB, en raison d'une croissance des recettes plus importante que celle affichée au niveau des dépenses (réduction des dépenses engendré par le « Paquet pour l'avenir »). L'excédent de la sécurité sociale serait de 1,4 % du PIB et les administrations locales afficheraient un léger surplus de l'ordre de 0,2 % du PIB.

En 2019, le solde des administrations publiques afficherait un surplus quasi similaire à celui enregistré l'année précédente (surplus de l'ordre de 0,3 % du PIB). Il convient également de noter que le Luxembourg perdra en 2019 le reliquat de recettes de TVA liées au commerce électronique, ce qui affectera négativement le ratio à concurrence de 0,3 % du PIB. Les soldes dégagés au niveau des sous-secteurs seraient quasiment inchangés par rapport à ceux affichés en 2018.

<sup>226</sup> A partir de 2017, le Fonds Communal de Dotation Financière (FCDF) deviendra le Fonds de Dotation Globale des Communes (FDG).



A l'aune de ces chiffres, le solde des administrations publiques devrait se dégrader fortement sur l'horizon de projection, en particulier sous l'effet du déficit de l'administration centrale qui passerait à 1,2 % à la fin de l'horizon de projection, après un pic à -1,5 % en 2017. Il faut remonter à l'année de crise 2012 (déficit de -2,0 % du PIB) pour trouver un déficit plus important au niveau de l'administration centrale.

Selon les estimations de la BCL, le surplus des administrations publiques apuré des évolutions cycliques (donc le surplus en termes structurels) serait de l'ordre de 1,6 % du PIB en 2016 ; ce surplus se transformerait en un déficit (-0,2 % du PIB) en 2017 sous l'effet de la mise en œuvre de la réforme fiscale. En 2018 et 2019, les soldes structurels afficheraient à nouveau de légers surplus de l'ordre de respectivement +0,2 % et +0,1 % du PIB. Selon nos projections, le gouvernement serait donc en phase avec l'objectif à moyen terme (OMT) sur tout l'horizon de projection. Rappelons que si l'OMT s'élève actuellement à +0,5 % du PIB (défini en termes structurels), ce dernier sera toutefois abaissé de 1 p.p. et fixé à -0,5 % du PIB à partir de 2017 et ce jusqu'en 2020, comme annoncé dans la Loi de programmation financière pluriannuelle 2016-2020. La fixation de l'OMT à un niveau inférieur et beaucoup moins ambitieux à partir de 2017 a notamment été rendue possible par la prise en compte de la baisse des dépenses de vieillissement à long terme. Ces dépenses incluent, entre autres, celles liées aux pensions, dont les projections se basent sur l'hypothèse d'un doublement de la population du Luxembourg à l'horizon de l'année 2060.

Si cette révision à la baisse de l'OMT en 2017 n'avait pas lieu et compte tenu de la mise en œuvre de la réforme fiscale, les objectifs européens du gouvernement inclus dans le volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance ne seraient pas remplis sur la période s'étalant de 2017 à 2019.

Enfin, les soldes structurels contenus dans la Loi de programmation financière pluriannuelle 2016-2020, dont la méthodologie diffère en de nombreux points<sup>227</sup> de celle utilisée par la BCL, seraient en ligne avec l'OMT sur tout l'horizon de projection, compte tenu de la baisse du niveau de l'OMT à partir de 2017.

#### 4.4 LA DETTE PUBLIQUE : ÉVOLUTION RÉCENTE ET PERSPECTIVES

Après avoir été caractérisée par une stabilité à un bas niveau de 7 % du PIB jusqu'en 2007, la dette des administrations publiques luxembourgeoises a affiché une hausse particulièrement nette à partir de 2008. Cette augmentation s'explique par la participation de l'État dans le capital d'une banque et le financement des déficits récurrents de l'administration centrale. A la fin de l'année 2015, le ratio de dette publique s'établissait à 22,1 % du PIB. La garantie financière, qui n'est pas incluse dans la dette publique, accordée à un autre groupe bancaire représente un risque potentiel pour le niveau de la dette publique si elle venait à être utilisée. Le montant maximal de cette garantie atteint 2,55 milliards d'euros, soit environ 5 % du PIB de 2015.

<sup>227</sup> Les différences observées dans les soldes structurels entre la méthode du Programme de Stabilité et la Méthode BCL/BCE proviennent des facteurs suivants. Dans le programme de stabilité, le solde structurel est la différence entre le solde actuel (nominal) et sa composante cy-clique. Cette dernière est le produit de l'écart de production (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 nos projections, 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.

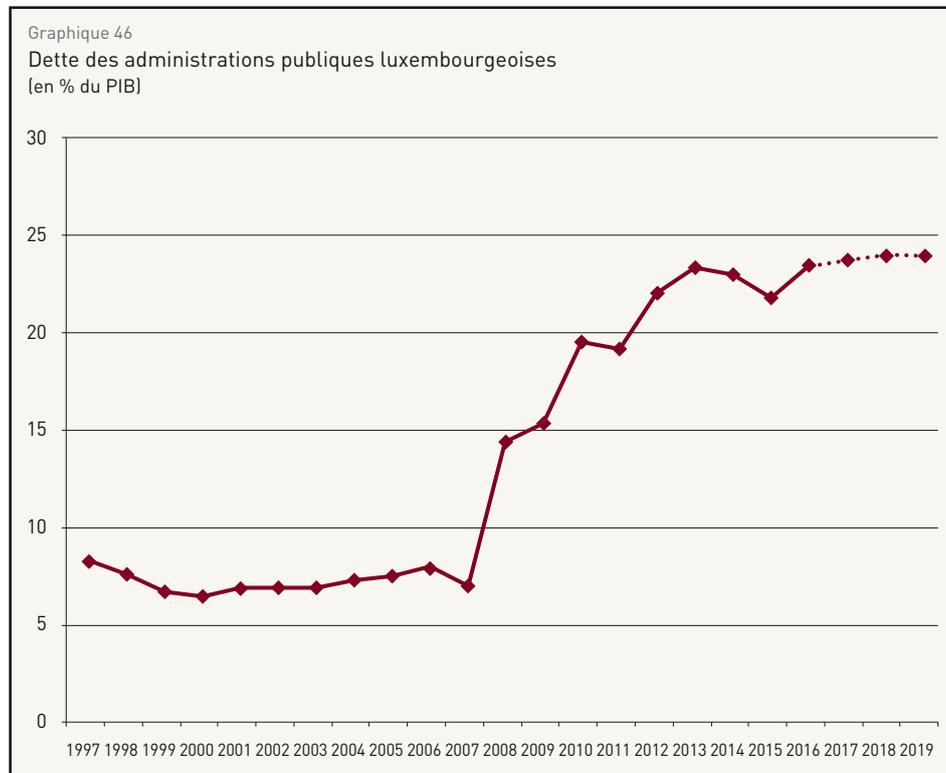
Le ratio de dette publique devrait suivre une tendance croissante sur tout l'horizon de projection, sous l'influence du financement des déficits observés au niveau de l'administration centrale. Les surplus

dégagés par la sécurité sociale ne viendraient en effet pas compenser les déficits de l'administration centrale, mais seraient utilisés à juste titre pour alimenter les réserves de pension. De plus, il est stipulé dans le Programme de stabilité, publié en avril 2016, que l'État central procédera à un refinancement intégral par émission de dette de tous les emprunts obligataires et bancaires venant à échéance entre 2016 et 2020. Au total, le ratio de dette publique par rapport au PIB devrait ainsi s'élever à environ 23,8 % du PIB en 2019. Il resterait donc, sur l'horizon de projection, inférieur à 30 % du PIB, niveau de dette publique que le gouvernement s'est engagé à ne pas dépasser dans son programme gouvernemental.

Dans une optique plus globale, il convient de mettre en parallèle les engagements<sup>228</sup> des administrations publiques luxembourgeoises avec les actifs financiers détenus par ces dernières et qui sont recensés dans les comptes financiers établis selon la norme SEC2010.

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

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



Sources : STATEC, calculs BCL

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

Tableau 52 :

**Évolution des actifs et passifs financiers des administrations publiques luxembourgeoises**  
(millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	12-2015	03-2016	06-2016
<b>Actifs financiers</b>	<b>41 993</b>	<b>41 242</b>	<b>40 115</b>
Dépôts transférables, autres dépôts et numéraire	7 099	7 093	7 035
Titres autres qu'actions	8 702	8 704	8 430
Crédits	1 940	1 923	1 906
Actions et autres participations	18 149	17 892	17 328
Autres comptes à recevoir	6 102	5 629	5 416
<b>Passifs financiers</b>	<b>16 081</b>	<b>16 174</b>	<b>15 717</b>
Numéraire et dépôts	272	273	276
Titres autres qu'actions à long terme	7 149	7 347	7 384
Crédits	4 793	4 991	4 830
Autres comptes à payer	3 868	3 564	3 227
<b>Patrimoine net financier</b>	<b>25 912</b>	<b>25 067</b>	<b>24 398</b>

Sources : STATEC, BCL

Il ressort du tableau ci-dessus qu'à la fin de l'année 2015, les actifs financiers des administrations publiques s'élevaient à 41 993 millions d'euros, soit 82 % du PIB. Les engagements financiers s'élevaient quant à eux à 16 081 millions d'euros, soit 31 % du PIB.

Au total, les actifs financiers nets détenus par les administrations publiques luxembourgeoises représentaient 51 % du PIB à la fin de l'année 2015. Durant le premier semestre de l'année 2016, ces actifs financiers nets étaient en légère diminution et ont atteint 24 398 millions d'euros à la fin du mois de juin 2016, soit 47 % du PIB de 2015.

## 5 ANALYSE DES RISQUES ET SOUTENABILITÉ À LONG TERME DES FINANCES PUBLIQUES LUXEMBOURGEOISES

### 5.1 ANALYSE DES RISQUES

Selon les projections du gouvernement, le solde des administrations publiques affichera un surplus de 0,3 % en 2017 et 2018. Le solde de l'administration centrale dégagerait quant à lui un déficit de 1,7 % en 2017 et de 1,5 % en 2018. Ce scénario repose toutefois sur des hypothèses macroéconomiques assez favorables qui risquent de ne pas se réaliser.

Un éventuel choc macroéconomique, peu en importe la raison, se transmettrait rapidement aux finances publiques à travers les impacts sur les recettes et les dépenses des administrations publiques et pourrait dès lors mener à une détérioration plus importante que prévue.

Dans cette partie, une analyse des risques est présentée, consistant à soumettre les projections de finances publiques à un test de robustesse. Pour ce faire, le scénario macroéconomique sous-jacent au projet du gouvernement est remplacé par un scénario alternatif caractérisé par une série de « chocs ». Dans un souci de neutralité et afin de limiter les choix, les chocs macroéconomiques retenus par l'Autorité bancaire européenne (ABE) et le Mécanisme de supervision unique (MSU) figurant dans les tests de résistance appliqués aux banques en 2016 ont été adoptés. Pour le Luxembourg, le choc sur le niveau de PIB est de -3,6 % en 2017 et -4,2 % en 2018. S'agissant de niveaux, le choc en 2018 correspond à un choc cumulé avec celui de 2017. Ce choc peut sembler sévère, mais il est bien moins important que celui que l'économie luxembourgeoise a subi en 2009 (chute de 5,4 % du PIB).

Afin de mesurer l'impact du scénario adverse sur le solde des finances publiques, l'exercice classique du recours aux semi-élasticités<sup>229</sup> a été utilisé. Nous avons recours à trois semi-élasticités. La première avait été calculée lors de simulations effectuées dans l'avis de la BCL sur le projet de budget de 2015. Au travers de nos simulations, nous avons obtenu une semi-élasticité du solde des administrations publiques par rapport au PIB de 0,25. Cela implique qu'une variation de 1 % du niveau de PIB ferait varier le solde des administrations publiques de 0,25 % du PIB. Cette semi-élasticité est relativement faible mais s'explique notamment par l'inertie sur le marché du travail au Luxembourg (une baisse temporaire du PIB, même importante, ne s'accompagne pas d'une chute significative de la masse salariale et de l'emploi). La Commission européenne a fait en revanche l'hypothèse d'une semi-élasticité de 0,445<sup>230</sup>. Dans le cadre de ces simulations, la BCL utilise aussi une 3<sup>ème</sup> semi-élasticité de 0,33, comprise entre les deux valeurs précédentes<sup>231</sup>.

<sup>229</sup> Une semi-élasticité est le rapport entre une variation en différence d'une variable et une variation relative (en %) d'une autre variable (selon la définition utilisée, ce ratio peut être inversé).

<sup>230</sup> Pour plus d'informations, voir p. 32:  
[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/economic\\_paper/2013/pdf/ecp478\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/pdf/ecp478_en.pdf)

<sup>231</sup> Pour plus d'informations, voir: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp077.pdf>

Tableau 53 :

**Sensibilité des finances publiques à un choc sur le PIB**

	2017	2018
Choc sur le PIB (en % par rapport au niveau)	-3,6	-4,2
Solde de l'APU projet de budget	0,3	0,3
Solde APU après choc (élasticité = 0,25)	-0,6	-0,8
Solde APU après choc (élasticité = 0,33)	-0,9	-1,1
Solde APU après choc (élasticité = 0,47)	-1,3	-1,6
Solde de l'administration centrale projet de budget	-1,7	-1,5
Solde de l'adm. centrale après choc (élasticité = 0,25)	-2,6	-2,6
Solde de l'adm. centrale après choc (élasticité = 0,33)	-2,9	-2,9
Solde de l'adm. centrale après choc (élasticité = 0,47)	-3,3	-3,4

Sources : ABE/MSU, projet de budget 2017, calculs BCL

Le tableau 53 résume cet exercice de simulations. Il en découle qu'un choc négatif de 3,6 % sur le niveau de PIB en 2017 (soit un taux de croissance de seulement 0,8 %, à comparer avec les 4,6 % du projet de budget) amènerait le solde des administrations publiques à -0,9 % du PIB en 2017, si nous considérons la semi-élasticité moyenne (0,33). En 2018, un choc négatif sur le niveau de PIB de 4,2 % (soit un taux de croissance du PIB de 4,2 % par rapport à l'hypothèse de 4,9 % du projet de budget) générerait un déficit au niveau des administrations publiques de l'ordre de -1,1 % du PIB en 2018, toujours en considérant l'élasticité moyenne de 0,33. En supposant que la totalité des effets du choc est imputée à l'administration centrale, son solde budgétaire passerait à -2,9 % du PIB pour 2017 et 2018 (élasticité de 0,33). De tels soldes seraient moins favorables que ceux affichés lors des années de crise 2009 et 2010. En conclusion, un scénario macroéconomique moins favorable que celui anticipé par le gouvernement pourrait amener les soldes des finances publiques en territoire négatif et ce de manière non négligeable.

## 5.2 SOUTENABILITÉ À LONG TERME DES FINANCES PUBLIQUES

Le chapitre sur la soutenabilité à long terme des finances publiques est extrêmement succinct dans le projet de budget 2017 (volume 3, budget pluriannuel). Ainsi, le premier paragraphe annonce directement : « *Les développements relatifs à la soutenabilité à long terme des finances publiques présentés dans la 17<sup>e</sup> actualisation du Programme de stabilité en avril 2016 gardent toute leur valeur et n'appellent guère de commentaires supplémentaires* ». Cette concision est sans doute aussi le reflet de l'optimisme affiché par le gouvernement en matière de soutenabilité à long terme des finances publiques. Par exemple, le régime général des pensions disposait fin 2015 de réserves financières de l'ordre de 32,9 % du PIB. Selon le gouvernement, cette réserve, couplée à la réforme du système de pension, entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2013, permettra d'assurer le financement des pensions, à taux de cotisation inchangés, jusqu'en 2045 (avec une hypothèse de rendement moyen de 3 % par an de la réserve) ou au-delà (par exemple jusqu'en 2054 avec une hypothèse de rendement moyen de 5 % par an de la réserve).<sup>232</sup> Par ailleurs, les dépenses du système de pensions ne seraient « que » de 13,4 % du PIB en 2060, soit une augmentation raisonnable de moins de 4 points de pourcentage par rapport à la situation actuelle.

232 Il faut noter qu'un financement des pensions jusqu'en 2045 (en utilisant la réserve et avec un rendement de 3 %) signifie que le système (hors réserve, c'est-à-dire revenus courants moins dépenses courantes) sera en déficit bien avant 2045. Ni le projet de budget ni la dernière actualisation du Programme de stabilité ne mentionnent la date de ce retournement.

Il faut noter que ces projections ont été réalisées dans le cadre du groupe de travail *Ageing working group* du Comité de politique économique auprès du Conseil ECOFIN et publiées dans le 2015 *Ageing report* (AWG 2015 ci-dessous).<sup>233</sup> Cependant, les chiffres (hypothèses et projections) contenus dans le AWG 2015 appellent certains commentaires fondamentaux. Premièrement, le AWG 2015 prévoit que la population au Luxembourg sera supérieure à un million d'habitants en 2060, alors que le AWG 2012 (rapport similaire publié par le même groupe de travail mais 3 ans plus tôt) ne prévoyait que 700 000 habitants.<sup>234</sup> On retrouve également et de manière logique, une même différence entre le AWG 2015 et le AWG 2012 en ce qui concerne la croissance de l'emploi et du PIB. Les raisons derrière cette révision ne sont malheureusement mentionnées nulle part. Deuxièmement, une telle croissance de la population – et donc de l'emploi et du PIB – ne peut être uniquement basée sur des hypothèses techniques (par exemple une extrapolation des données récentes) mais doit forcément découler d'une vision à long terme de l'évolution de l'économie luxembourgeoise. Avec de tels chiffres, on peut par exemple supposer que le gouvernement parie sur un secteur financier qui continuera à se développer très fortement (à moins que le gouvernement ne parie sur le développement d'un autre secteur) et sur un afflux toujours grandissant des travailleurs frontaliers.<sup>235</sup> Or, ni le AWG 2015, ni le gouvernement ne mentionnent à aucun endroit cette vision de long terme, qui nous semble pourtant cruciale.

Afin d'avoir une vue alternative de la soutenabilité à long terme du système des pensions, et donc des finances publiques, la BCL a produit ses propres estimations en utilisant son modèle d'équilibre général LOLA 3<sup>236</sup>. Les projections démographiques luxembourgeoises (natalité, mortalité, immigration) utilisées proviennent des Nations Unies et les projections sur les frontaliers proviennent du STATEC<sup>237</sup>. Une forme réduite du modèle est utilisée afin de projeter l'évolution de la demande de services financiers. Les simulations de la BCL prennent évidemment également en compte la réforme de l'assurance pension entrée en vigueur en 2013<sup>238</sup>. Selon la BCL, les dépenses du système des pensions s'élèveront à 20 % du PIB en 2060. Le tableau 54 résume les principales hypothèses et projections de la BCL et les compare aux chiffres provenant du AWG 2015 et du AWG 2012. On peut remarquer que tant les hypothèses que les projections de la BCL sont assez proches de celles incluses dans le AWG 2012. Par contre, suite à une hypothèse plus prudente sur l'évolution de la population, notre estimation du coût des pensions est supérieure de 6,6 p.p. à la projection actuelle du gouvernement (AWG 2015).<sup>239</sup>

233 The 2015 Ageing Report – Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013-2060).

234 The 2012 Ageing Report – Economic and budgetary projections for the 27 EU Member States (2010-2060).

235 Pour rappel, les frontaliers représentent déjà actuellement plus de 40 % de l'emploi total et la valeur ajoutée du secteur financier représente déjà presque 30 % du total de la valeur ajoutée.

236 Marchiori et Pierrard, 2015, LOLA 3.0 : Luxembourg OverLapping generation model for policy Analysis. Introduction of a financial sector in LOLA, Cahier d'études BCL n°100.

237 United Nations, 2014, World Population Prospects: The 2014 Revision, Department of Economic and Social Affairs, United Nations. STATEC, 2010, "Projections socio-économiques 2010-2060", Bulletin du STATEC 5-2010.

238 Nous montrons ici notre scénario médian, mais nous avons également testé des scénarios alternatifs (plus optimistes et plus pessimistes) sur l'évolution de la population, la part des frontaliers et l'importance du secteur financier. Même dans le meilleur des cas, les résultats obtenus sont moins rassurants que ceux du gouvernement.

239 Il faut noter que le AWG fait une hypothèse sur l'évolution du taux de participation des 55-64 ans. A l'inverse, ce taux de participation est endogène dans le modèle LOLA. Vu que les ménages anticipent qu'ils vivront plus longtemps et que les pensions seront moins généreuses suite à la réforme du système de pensions, les ménages décident de travailler plus longtemps (pour mieux financer le troisième pilier), ce qui augmente leur taux de participation.



La BCL a également simulé l'évolution attendue des réserves de pensions, toujours en utilisant le modèle LOLA 3. Les deux scénarios qui sont proposés dans le projet de budget 2017, à savoir un scénario avec une hypothèse de rendement moyen nominal de 5 % par an de la réserve et un scénario avec une hypothèse de rendement moyen nominal de 3 % par an de la réserve<sup>240</sup> ont été retenus. Le graphique 47 montre, encore une fois, que les simulations de la BCL sont moins rassurantes que celles du gouvernement. Selon nos simulations, cette réserve permettra d'assurer le financement des pensions jusqu'en 2040 ou 2044 selon le scénario choisi, contre respectivement jusqu'en 2045 et 2054 selon le gouvernement. Par ailleurs, on peut se demander si le scénario avec un rendement nominal de 3 % n'est pas optimiste, vu les faibles rendements actuels et le vieillissement attendu de la population (et donc l'afflux d'épargne) qui risque d'écorner encore plus les rendements futurs. En supposant dès lors un rendement nominal de 1 %, le financement des pensions ne serait assuré que jusqu'en 2037. Enfin et indépendamment du scénario choisi, ces simulations montrent que le système se retournera (c'est-à-dire que les dépenses courantes excéderont les recettes courantes) dès 2025. Le financement des pensions entre 2025 et 2037 (ou plus longtemps selon le scénario choisi) ne sera donc assuré qu'en puisant dans la réserve.

En conclusion, il aurait certainement été utile que les documents du gouvernement, que ce soit le programme de stabilité d'avril 2016 ou le projet de budget 2017 (volume 3, budget pluriannuel), expliquent la raison pour laquelle les projections démographiques ont été révisées de manière aussi significative et expliquent aussi le scénario macroéconomique qui sous-tend cette révision. Cette justification serait en effet requise, car elle est responsable de la révision à la baisse du coût du vieillissement qui, de son côté, est à la base de la révision à la baisse de l'OMT de +0,5 % à -0,5 % du PIB. Le creusement du déficit de l'administration centrale et la hausse de l'endettement de l'État d'aujourd'hui est donc *in fine* rendue possible en supposant une réduction des dépenses liées au vieillissement de la population à un horizon lointain. En cette matière, il convient de noter que le gouvernement n'est nullement tenu de baser son évaluation du régime des pensions sur les projections démographiques du AWG 2015. Il peut tout aussi bien baser son examen sur des projections alternatives, en l'occurrence plus prudentes et réalistes. A cet égard, la BCL note que le récent rapport de l'IGSS<sup>241</sup>, publié début décembre 2016, concernant la soutenabilité du régime général des pensions analyse précisément des scénarios alternatifs. Il ressort du scénario démographique à long terme reprenant le AWG 2012 réalisé par l'IGSS que les résultats qui en découlent s'avèrent être *in fine* très proches de ceux obtenus par la BCL.

240 Ce qui, dans le modèle LOLA, correspond à des rendements réels de respectivement 3 % et 1 %, en supposant une inflation moyenne de 2 %.

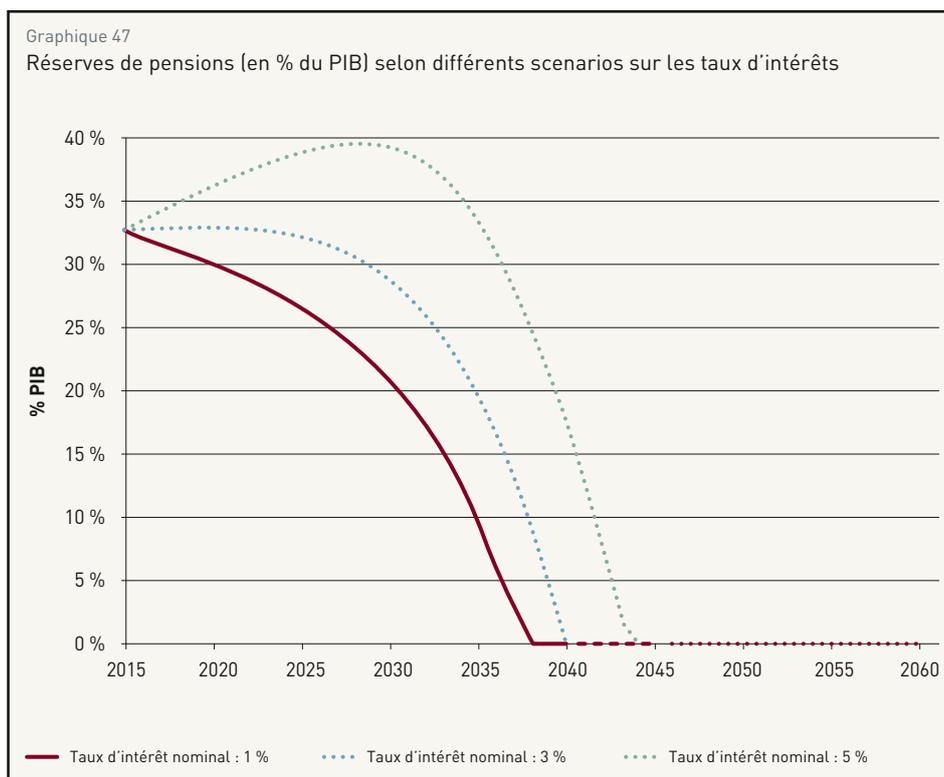
241 « Bilan technique du régime général d'assurance pension – 2016 », Inspection Générale de la Sécurité Sociale, Novembre 2016.

Tableau 54 :

**Hypothèses et projections en 2060**

	AWG 2015	AWG 2012	LOLA3
Espérance de vie à la naissance	87,5	87,2	87,5
Population (million)	1,1	0,7	0,7
Ratio de dépendance (20-64, en %)	39	49	49
Progrès technologique (taux de croissance)	1,0	1,0	1,0
Part des frontaliers dans l'emploi total (en %)	n.d.	n.d.	52
VA du secteur financier dans la VA totale (en %)	n.d.	n.d.	33
PIB (taux de croissance)	1,9	1,7	<b>1,5</b>
Emploi total (taux de croissance)	0,4	0,1	<b>0,2</b>
Taux de participation (55-64)	46,5	41,6	<b>68</b>
Taux de chômage (20-64)	4,1	4,0	<b>4,8</b>
Dépenses du système des pensions (% du PIB)	<b>13,4</b>	<b>18,6</b>	<b>20,0</b>

Sources : AWG 2015 : *The 2015 Ageing Report – Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013-2060)* ; AWG 2012 : *The 2012 Ageing Report – Economic and budgetary projections for the 27 EU Member States (2010-2060)* ; LOLA3 : "LOLA 3.0: Luxembourg OverLapping generation model for policy Analysis, Introduction of a financial sector in LOLA", BCL Working Paper n°100.  
 Note. Les chiffres avec police normale (non grasse) représentent des hypothèses (inputs) tandis que les chiffres en gras représentent des projections (outputs). "n.d." signifie "non disponible".



Source : Simulations réalisées avec le modèle LOLA 3. Pour plus de détails sur le modèle, voir "LOLA 3.0: Luxembourg OverLapping generation model for policy Analysis, Introduction of a financial sector in LOLA", BCL Working Paper n°100.

## 6 LES ADMINISTRATIONS LOCALES - ANALYSE DU PROJET DE LOI CONCERNANT LA RÉFORME AYANT TRAIT AU FINANCEMENT DES COMMUNES

Si le projet de budget 2017 et la programmation pluriannuelle 2016-2020 concernent essentiellement les finances de l'administration centrale, il convient également de s'intéresser aux administrations locales.

Rappelons que suivant le SEC2010, le secteur des administrations locales est composé de 105 communes, 68 syndicats communaux, 30 offices sociaux et 6 établissements publics actifs sous la surveillance des communes.

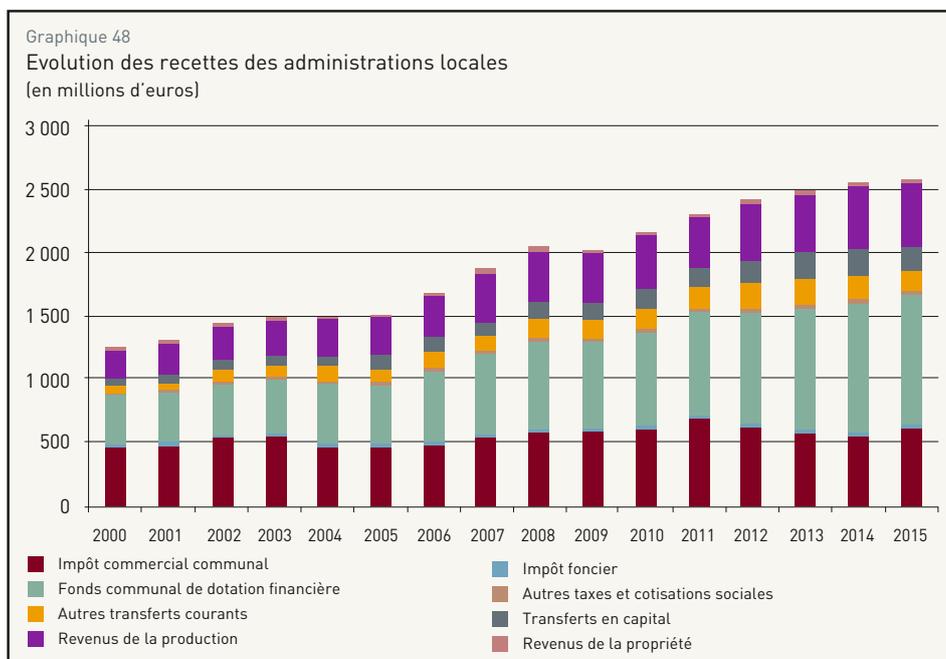
### 6.1 LA SITUATION BUDGÉTAIRE

En 2015, les recettes des administrations locales se sont élevées à € 2 580 millions, soit 5 % du PIB. Le graphique 48 illustre l'évolution de ces recettes depuis l'année 2000. Au cours de la période 2000-2015, les recettes ont progressé à un rythme moyen de 4,6 % par an. Les recettes des administrations locales peuvent être classées en trois grandes catégories, à savoir les recettes fiscales en provenance des ménages et des entreprises, les dotations et subventions accordées par l'administration centrale et l'UE, ainsi que les recettes propres issues de l'exploitation de biens et services. En 2015, les recettes fiscales et les dotations comptaient respectivement pour 26 % et 53 % des recettes des administrations locales.

Une autre répartition est également utilisée au Luxembourg. Ainsi, les recettes peuvent être classées en deux grandes catégories, à savoir, d'une part, les recettes non affectées et, d'autre part, les recettes affectées<sup>242</sup>. Les revenus provenant de l'impôt commercial communal (ICC), de l'impôt foncier (IF) et du

Fonds Communal de Dotation Financière (FCDF) forment les recettes non-affectées au financement de dépenses spécifiques. En 2015, celles-ci ont constitué la principale source de revenus des administrations locales (64 %). Les recettes du FCDF et de l'ICC ont représenté respectivement 40 % et 23 % des recettes totales des administrations locales.

Le graphique 48 montre qu'au cours des années 2000-2003, les revenus de l'ICC ont constitué la majorité des recettes non affectées. La diminution des recettes de l'ICC à partir de 2003 résulte en partie de la réforme de la fiscalité des sociétés introduite en



Sources : STATEC, ministère de l'Intérieur, calculs BCL

Note : Montant FCDF avant déduction de la participation des communes au financement des rémunérations du personnel de l'enseignement fondamental.

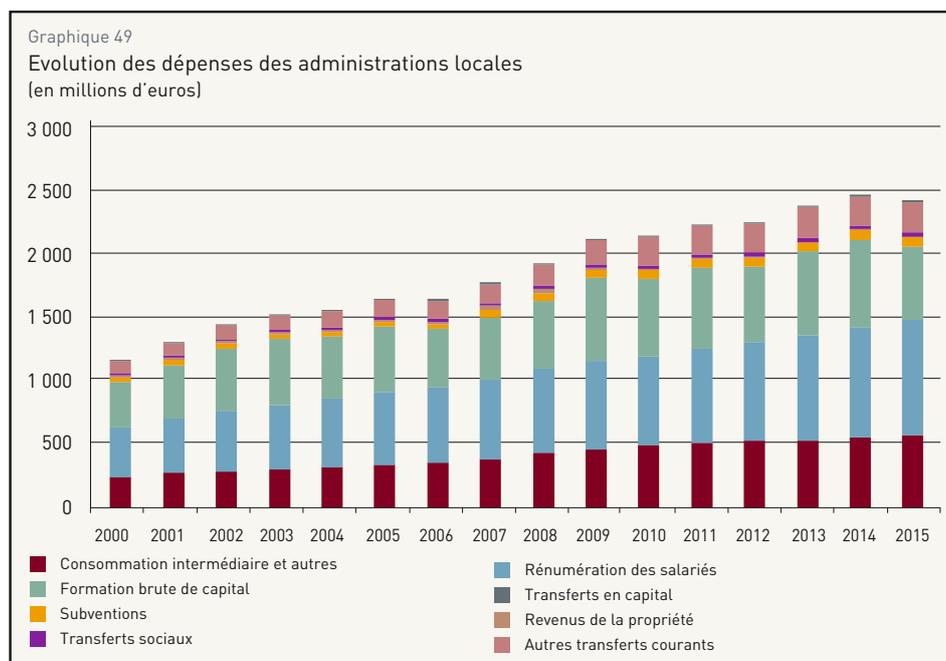
<sup>242</sup> Les recettes se répartissent également en recettes ordinaires et extraordinaires, ces dernières étant les recettes pour investissement.

2002 et selon laquelle le taux servant au calcul de la base d'assiette globale est passé de 4 % à 3 %. L'évolution des recettes du FCDF s'est distanciée de celle des recettes de l'ICC à partir de 2006. Le taux de croissance moyen des recettes du FCDF a sur la période 2000 - 2015 été nettement supérieur à celui des deux autres recettes non affectées. Si les recettes du FCDF se sont accrues ainsi à un rythme moyen de 6,2 %, le taux de croissance des recettes de l'ICC était de 1,7 % seulement<sup>243</sup>. Enfin, il ressort également que les recettes de l'IF ont évolué à des niveaux extrêmement faibles par rapport aux deux autres ressources examinées précédemment. Le projet de loi relatif à la réforme des finances communales, qui sera analysé dans la section suivante, ne porte d'ailleurs que sur le FCDF et l'ICC, faisant donc abstraction de l'IF.

En ce qui concerne les dépenses, elles se sont élevées à € 2 365 millions en 2015, soit 4,6 % du PIB. Le taux moyen de progression sur la période 2000-2015 a été de 4,6 %. Le graphique suivant indique, d'une part, l'évolution des dépenses et, d'autre part, la répartition en fonction de leur nature économique.

La rémunération des salariés a constitué la catégorie de dépenses la plus importante, avec une proportion de l'ordre de 37 %. Les investissements et la consommation intermédiaire ont représenté chacun environ 24 % du total des dépenses. Si la part relative de chaque catégorie dans le total des dépenses est restée relativement stable au cours de la période 2000-2014, une baisse de la formation brute de capital s'est néanmoins observée en 2015.

La répartition des dépenses par classe fonctionnelle est également intéressante en ce sens qu'elle permet d'appréhender les missions dévolues aux administrations locales. Il ressort ainsi du graphique suivant que la majorité des dépenses de l'administration publique ayant trait aux domaines des « Loisirs, cultures et cultes » et « Protection de l'Environnement » ont été effectuées par les administrations locales. Ceci peut s'expliquer par la proximité de celles-ci vis-à-vis de la population, les pouvoirs locaux étant en effet mieux aptes à répondre aux attentes diverses et variées de leurs administrés. Par ailleurs, en 2014 les dépenses des administrations locales en matière de « Logement et développement collectif » ont représenté 40 % des dépenses de l'administration publique en cette matière et 37 % de la formation brute de capital de l'administration publique ont été réalisés par les administrations locales.

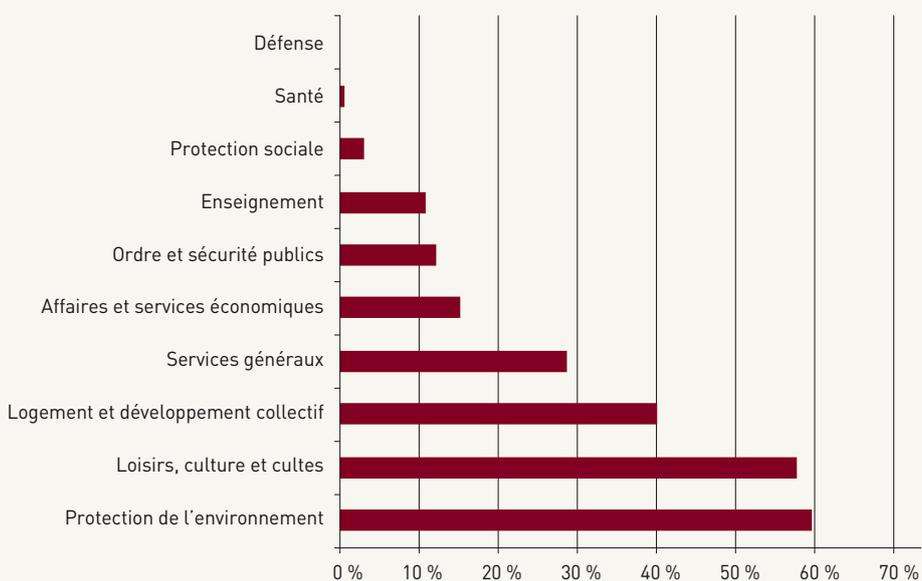


Sources : STATEC, calculs BCL

Le graphique 51 montre l'évolution du solde et de la dette des administrations locales. Il en ressort que depuis 2010 les administrations locales ont enregistré des surplus récurrents. En 2015, ce surplus s'est

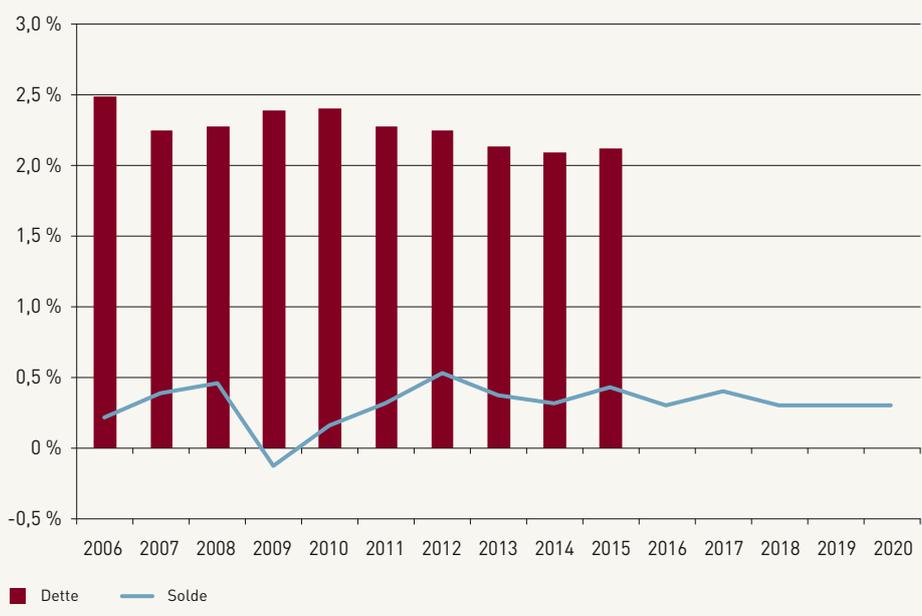
243 Il faut souligner que ce taux moyen est valable tant pour les données en SEC2010 qu'en base caisse.

Graphique 50  
Répartition des dépenses de 2014 par fonction COFOG  
(en % des administrations publiques consolidées)



Sources : STATEC, calculs BCL

Graphique 51  
Evolution du solde et de la dette des administrations locales  
(en % du PIB)



Sources : STATEC, programmation pluriannuelle 2016-2020, calculs BC

élevé à € 215 millions, soit 0,4 % du PIB. Les soldes resteraient relativement stables au cours de la période 2016-2020 et les administrations locales continueraient de dégager de légers surplus. Il convient toutefois de souligner que la situation budgétaire excédentaire au niveau des administrations locales prises dans leur ensemble peut cacher des situations budgétaires contrastées au niveau des communes considérées individuellement<sup>244</sup>.

Au cours de la période 2006-2015, le niveau moyen de la dette des administrations locales s'est élevé à 2,3 % du PIB. Cette relative stabilité s'explique par le fait que les communes ne peuvent recourir au crédit que pour financer des dépenses d'investissement et pour autant que le remboursement des annuités soit assuré. En outre, l'approbation du ministère de l'Intérieur est requise en cas d'emprunt.

Le tableau suivant montre une comparaison des estimations des soldes des administrations locales pour la période 2015 à 2020.

244 Voir Rapport 1<sup>ère</sup> partie de la radiographie des finances communales p. 174.

Tableau 55 :

**Comparaison des soldes budgétaires (en millions d'euros et en % du PIB)**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Prog pluriannuel 2015-2019	-78	49	54	54	60	
STATEC	215					
Prog pluriannuel 2016-2020		181	253	207	172	171
Prog pluriannuel 2015-2019	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	
STATEC	0,4					
Prog pluriannuel 2016-2020		0,3	0,4	0,3	0,3	0,3

Sources : Programmmations pluri-annuelles 2015-2019 et 2016-2020, STATEC, BCL

Il ressort du tableau que les surplus ont été revus à la hausse sans qu'aucune justification n'ait été avancée. Ceci soulève de nouveau une problématique déjà abordée dans les avis précédents de la BCL, à savoir le manque de données disponibles lors de la réalisation des projets de budget et des lois de programmation pluriannuelle. Il ressort ainsi qu'aucune donnée concernant les recettes et les dépenses des administrations locales n'est disponible pour la période 2016-2020, alors qu'en vertu de la Directive européenne 2011/85/EU<sup>245</sup> les États membres se doivent de publier régulièrement ces données. De même, l'article 129 bis de la loi du 30 juillet 2013 modifiant la comptabilité communale prévoit l'introduction d'un plan pluriannuel de financement<sup>246</sup>.

Ce manque de données est d'autant plus regrettable que la réforme fiscale ainsi que la réforme des finances communales devraient entrer en vigueur au début de l'année 2017. Dans ce contexte, une estimation précise concernant l'impact qu'entraînera la mise en place de cette double réforme sur les finances communales aurait été souhaitable (portant notamment sur le nombre de communes qui verront leur revenu baisser et pour chacune d'elles l'importance de ces moindres recettes). Il convient toutefois de souligner l'effort fourni dans le projet de budget 2017 pour expliquer le montant forfaitaire entrant dans le calcul de la dotation du Fonds de dotation globale des communes (FDGC). On reviendra sur ce point dans la section suivante.

En conclusion, il est indispensable de disposer d'informations plus complètes concernant les recettes et dépenses des administrations locales et ce dans le but de renforcer la crédibilité des chiffres présentés par le gouvernement.

## 6.2 LA RÉFORME DES FINANCES COMMUNALES

Le projet de loi n°7036 portant création d'un Fonds de dotation globale (FDG) des communes vise à mettre en œuvre la réforme des finances communales. La réforme prévoit que les communes conserveront leur part d'intéressement à l'ICC, tandis que le reste sera versé au FDG et réparti selon de nouveaux critères. La méthode de calcul de la part conservée par les communes serait modifiée. La réforme prévoit également de supprimer la participation des communes dans le coût des rémunérations du personnel de l'enseignement fondamental.

Selon l'exposé des motifs, la réforme a pour objectifs d'améliorer la stabilité des finances communales (1) et d'atténuer les disparités entre communes via l'introduction de nouveaux critères de péréquation (2).

<sup>245</sup> Voir Chapitre II, article 3 paragraphe 2 de la Directive 2011/85/EU du Conseil du 8 novembre 2011 sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des États membres.

<sup>246</sup> Il porte au moins sur les trois exercices financiers qui suivent l'exercice pour lequel le budget est établi.



Les remarques émises ci-après sont faites sans avoir pu procéder à une analyse approfondie et quantifiée de la réforme. Il en résulte que la BCL ne se prononcera notamment pas sur le choix des pondérations de chaque critère.

### 6.2.1 Objectif d'améliorer la stabilité des finances communales

En ce qui concerne ce premier objectif, il convient de préciser de quelle stabilité il s'agit : s'agit-il de la stabilité des finances pour l'ensemble du secteur communal ou de la stabilité pour les communes considérées individuellement?

Pour ce qui est de la stabilité des finances du secteur communal dans son ensemble, l'objectif ne semble pas totalement atteint dans la mesure où le mode de financement des communes n'est pas davantage diversifié. Il convient certes de souligner qu'imposer une fourchette dans laquelle doivent se trouver les taux d'ICC fixés par les communes devrait permettre de limiter les effets d'une modification de ce taux sur la part de l'ICC versé au FDG et *de facto* sur les revenus disponibles pour l'ensemble des communes.

Pour le reste, la réforme prévoit seulement de regrouper dans le FDG une partie de l'ICC et le FCDF. L'impôt foncier ne serait pas réformé afin de lui accorder plus de poids et il n'y aurait pas de refonte de la manière dont la dotation au fonds est calculée. Concernant ce dernier point, lors de la radiographie des finances communales<sup>247</sup>, la BCL avait réalisé une simulation dont l'objectif était de rendre plus stable le FCDF tout en gardant le même niveau de recettes. Il en était ressorti qu'un poids de l'impôt sur le revenu<sup>248</sup> de 10 % au lieu de 18 % et un poids de la TVA de 19 % au lieu de 10 % aurait conduit à une moindre volatilité des recettes<sup>249</sup>. Si la conclusion était valable pour la période 2001-2010, force est de constater qu'elle ne tient plus pour la période 2005-2014<sup>250</sup>. La BCL est donc bien consciente de l'exercice délicat que constitue un « re-paramétrage » de la dotation du fonds.

En matière de stabilité des finances au niveau individuel, la suppression du critère salarié rectifié permet de tendre vers l'objectif annoncé. Ce point sera abordé plus en détail un peu plus loin.

### 6.2.2 Objectif d'atténuer les disparités entre communes via l'introduction de nouveaux critères de péréquation

En ce qui concerne ce deuxième objectif, la BCL constate que certaines des recommandations énoncées dans la radiographie des finances communales ont été suivies. Le tableau ci-dessous reprend les critères de péréquation actuels et ceux prévus dans la réforme; les poids sont indiqués à titre indicatif, car ils ne sont pas directement comparables dans la mesure où le montant réparti n'est pas le même dans les deux systèmes.

247 Les rapports sont disponibles à l'adresse suivante : [http://www.mi.public.lu/publications/finances\\_communales/etudeBCL/index.html](http://www.mi.public.lu/publications/finances_communales/etudeBCL/index.html).

248 Impôt sur le traitement et salaire + Impôt sur le revenu par voie d'assiette.

249 Données en SEC2010.

250 Le choix de cette période a été fait pour ne pas tenir compte de la hausse de la TVA de 2015. Cependant, les résultats sont identiques pour la période 2006-2015.

Tableau 56 :

**Critère de péréquation**

ACTUEL		A PARTIR DU 01.01.2017
ICC	FCDF	FDG
Salariés rectifiés (45%)	Densité de population (20%)	Population rectifiée (82%)
Population résidente (55%)	Population (65%)	Emplois salariés (3%)
	Superficie verte (5,25%)	Indice socio-économique (9-10%)
	Impôt foncier A (9,75%)	Surface rectifiée (5%)
	Préciput	Logements sociaux (0-1%)

Sources: *Projet de Loi n°7036, BCL*

**Suppression du critère « Impôt foncier A (IFA) »**

La radiographie des finances communales avait montré que la suppression du critère IFA était souhaitable. D'une part, cela permettrait de réduire une partie des disparités entre les communes et, d'autre part, la valeur des bases de l'IFA ne reflète plus la réalité.

**Remplacement du critère « Salariés rectifiés (SR) » par « Emplois salariés (ES) »**

La radiographie des finances communales indiquait que le critère SR créait des disparités entre communes qui pouvaient être contestées. La question de sa neutralité et objectivité avait été posée. En effet, le choix de rectifier la variable « Salariés » par le taux de l'ICC était problématique, dans la mesure où les communes ont le pouvoir d'influencer ce nombre rectifié en fixant elles-mêmes le taux de l'ICC. Une commune dont le nombre de salariés contribuant à l'ICC était faible aurait pu être tentée d'avoir un taux d'imposition plus élevé qu'une autre commune dans la même situation, afin d'obtenir davantage de recettes en provenance du fonds. Or une telle attitude aurait été contraire à la politique locale, voire nationale, de favoriser l'accueil de nouvelles activités commerciales ou industrielles sur le territoire de la commune. Cet effet pervers aurait pu se présenter d'autant plus dans les communes dont le nombre d'entreprises présentes sur le territoire était réduit. Il convient également de souligner que la statistique utilisée pour répartir l'ICC datait de 2003.

Ce changement de critère est donc positif. Il conviendra cependant de s'assurer que la nouvelle statistique fournie par l'Administration des contributions directes sera bien annuellement publiée<sup>251</sup>. Si on voulait affiner ce changement, on pourrait également tenir compte des indépendants, soit seulement les exploitants individuels soumis à l'ICC, soit l'ensemble des indépendants y compris les professions libérales. Les indépendants sollicitent en effet les services communaux tout comme les fonctionnaires, qui eux sont a priori inclus dans la nouvelle statistique.

**Remplacement des critères « Population (P), densité (D), Superficie verte (SV) » par « Population ajustée (PA) » et « Superficie rectifiée (SA) »**

L'analyse empirique des dépenses<sup>252</sup> avait montré que les dépenses par habitant atteignaient leur minimum pour une population comprise entre 4 000 et 11 000 habitants, et que plus grande était la superficie totale de la commune plus grand était le surcoût que cela impliquait. Il ressortait également de l'étude que la densité de la population ne semblait guère influencer sur les dépenses totales par habitant

<sup>251</sup> Un peu plus d'information concernant cette statistique ainsi que sa diffusion éventuelle aurait été souhaitable. Il convient d'attirer l'attention du lecteur sur la différence entre la statistique fournie par le STATEC et celle de l'ACD. En effet, le STATEC produit des données relatives aux salariés par communes. Cependant, ce chiffre concerne les salariés résidents dans la commune et non les salariés travaillant dans la commune.

<sup>252</sup> Voir le rapport 2<sup>ème</sup> partie de la radiographie des finances communales.



des communes. Enfin, il apparaissait que la présence d'un centre de développement et d'attractivité (CDA) sur le territoire de la commune n'avait guère d'effets sur le niveau des dépenses totales par habitant. Ce résultat n'était pas étonnant, puisque de nombreuses installations ont été et sont mises en place et financées intégralement par l'État, par le secteur paraétatique et même par le secteur privé. Ces résultats ne plaident donc pas en faveur d'une répartition des recettes non affectées en fonction du critère CDA, ceci d'autant plus que le financement spécifique de certaines communes moyennant l'introduction de ce critère CDA aurait pour effet une diminution des recettes des autres communes (système fermé de transferts de revenus non affectés).

Dans ce contexte, les modifications apportées concernant les critères P, D et SV sont à la fois positives et négatives. Le maintien du critère population et le remplacement de la superficie verte par la superficie totale sont à saluer. Ainsi, la superficie totale n'est pas influençable, contrairement à la superficie verte. Cependant, l'ajustement de la population et de la superficie pose question. Le fait de corriger ces deux variables pour tenir compte de la densité risque de renforcer les différences dans le degré d'urbanisme déjà présentes<sup>253</sup>. Fallait-il vraiment corriger ces deux variables ou seulement une d'entre elles et dans quelle mesure ? S'agissant de la prise en compte du critère CDA, ce choix ne semblait pas forcément souhaitable d'après l'étude que la BCL avait réalisée. On peut toutefois espérer que l'introduction de ce critère, couplée à la suppression des aides spécifiques aux CDA, amène plus de transparence et constitue un incitant pour les communes dans le développement des activités sur leur territoire.

#### ***Introduction des critères « Indice socio-économiques (SE) » et « Logements sociaux (LS) »***

L'introduction d'un indice socio-économique semble aller dans la bonne direction. L'analyse empirique des dépenses avait en effet montré que le taux de chômage dans la commune avait un effet significatif et positif sur le niveau de dépenses.

Pour ce qui est du critère « Logements sociaux », on note qu'il s'agit d'un incitant pour les communes à orienter leurs dépenses en vue de répondre à un problème d'ordre national, mais qui peut être mieux adressé au niveau communal en raison de leur proximité accrue avec la population.

#### ***Modification du préciput***

En matière de préciput, on note que le nouveau calcul de ce montant forfaitaire<sup>254</sup> vise à inciter les communes à fusionner. Actuellement le nombre de communes est de 105, on est donc encore loin du résultat attendu pour 2017 (61 communes). Par ailleurs, le changement opéré engendre également une transformation de l'objectif du préciput qui était de permettre notamment aux petites communes d'assurer les services de base comme le secrétariat et l'état civil. Or, à partir de janvier 2017, les communes ayant moins de 1000 habitants ne recevront plus ce montant forfaitaire.

#### ***Intéressement à l'ICC***

Il n'est pas aisé de se prononcer sur ces effets dissuasifs éventuels de la nouvelle formule de l'intéressement et du plafond introduit, ainsi que sur ces effets en termes de diminution des disparités entre communes sans procéder à une analyse quantifiées détaillée. Il convient cependant de préciser que toute disparité n'est pas nécessairement inappropriée. Il est ainsi justifié que les communes qui veillent

<sup>253</sup> Voir rapport 1<sup>ère</sup> partie de la radiographie des finances communales.

<sup>254</sup> Actuellement, une somme fixe est allouée à chaque commune. Elle s'élève à € 99 157 par commune. Elle est majorée d'une somme supplémentaire de € 18 592 pour chaque conseiller communal dépassant le nombre de 7. A partir du 1<sup>er</sup> janvier, le montant alloué à chaque commune dépendra du nombre d'habitants.

à attirer des activités économiques sur leur territoire bénéficient aussi de retombées favorables au titre de l'ICC, ceci d'autant plus que l'accueil d'entreprises peut occasionner certains coûts.

### ***Autonomie communale***<sup>255</sup>

Toute réforme des finances communales aura un impact sur l'autonomie que les communes auront en termes de maîtrise de leur budget. En pratique, il n'est cependant pas facile de déterminer le niveau d'autonomie financière des communes, de multiples indicateurs pouvant en effet être pris en compte<sup>256</sup>. Le ratio des recettes fiscales propres dans le total des recettes des communes peut être un tel indicateur. Le calcul de ce ratio en ayant recours aux données SEC2010, devrait montrer une dégradation après la réforme, car les recettes ICC seront diminuées de la partie versée au FDC. Les revenus issus du FDC seront considérés comme des transferts en provenance de l'administration centrale. L'introduction d'une fourchette limitant les taux en matière d'ICC constitue plus clairement une limite en matière d'autonomie communale, mais cette entrave à l'autonomie peut être justifiée par l'objectif d'améliorer la stabilité des finances communales. L'impact de cette réforme sur l'autonomie communale reste donc largement une question d'interprétation et pouvant aboutir à des conclusions divergentes.

### ***Coût budgétaire***

La BCL n'a pas procédé à une estimation propre du coût budgétaire de cette réforme. Elle note avec regret que les documents disponibles ne fournissent pas d'informations sur l'impact de la réforme pour les communes exprimé en pourcentage de leurs recettes et en tenant compte des compensations financières qui sont prévues. Comme il conviendra de s'assurer que cette réforme ne mette pas en péril certains équilibres budgétaires, il se pourrait que la question de l'adaptation, si besoin est, des compensations financières que le projet prévoit se pose à terme.

### **6.2.3 Conclusion et éléments additionnels**

En conclusion, la réforme des finances communales constitue une avancée notamment en matière de transparence, mais des mesures supplémentaires méritent d'être étudiées, à savoir la simplification du calcul du montant forfaitaire entrant dans le calcul de la dotation du fonds de dotation globale, le remplacement de l'ICC par un impôt communal additionnel sur le revenu, la réforme de l'impôt foncier ainsi que la question de l'efficacité des dépenses. Ces éléments sont détaillés ci-dessous.

### ***Simplification du calcul du montant forfaitaire entrant dans le calcul de la dotation du fonds de dotation globale***

Le montant forfaitaire de la dotation de l'État est adapté chaque année pour tenir compte des modifications législatives intervenues au fil du temps. Le calcul de ce montant a particulièrement été détaillé dans le projet de budget 2017, ce qui est à saluer. Cette documentation montre ainsi à quel point ce calcul est compliqué et on peut s'interroger s'il ne convient pas de réfléchir aux moyens de le simplifier.

255 Le principe d'autonomie locale a été consacré le 15 octobre 1985 lors de la signature par le Luxembourg de la Charte européenne de l'autonomie locale et entériné par la loi du 18 mars 1987.

256 Blöchliger, H. and M. Nettley (2015), "Sub-central Tax Autonomy: 2011 Update", OECD Working Papers on Fiscal Federalism, No. 20, OECD Publishing.  
Blöchliger, H. and O. Petzold (2009), "Taxes and Grants: On the Revenue Mix of Sub-Central Governments", OECD Working Papers on Fiscal Federalism, No. 7, OECD Publishing.  
OCDE (2016), Fiscal Federalism : Making decentralisation Work.

### **Remplacement de l'ICC par un impôt communal additionnel sur le revenu**

L'impôt commercial communal actuel pourrait être remplacé par un impôt complémentaire aux revenus des entreprises. Cet impôt aurait une base identique à celle de l'IRC et à celle de l'impôt des personnes physiques (pour les entreprises individuelles). Cette idée avait été émise par le CES dans son avis de 1989 concernant la réforme globale de la fiscalité. La commission spéciale « Réorganisation territoriale du Luxembourg », dans son rapport de 2008, l'avait également reprise. On peut également considérer que la réforme fiscale de 2002 a constitué une étape allant dans ce sens, puisqu'elle a renforcé les similarités entre les bases d'imposition de l'IRC et de l'ICC.

Cette réforme de l'ICC pourrait présenter des avantages pour les différents acteurs concernés :

- une amélioration de la transparence pour les entreprises, car leur bulletin d'impôt indiquerait directement la part attribuable à la commune
- une diminution de la charge administrative tant pour les entreprises que pour l'administration fiscale, puisqu'une seule déclaration serait remise ; il en serait de même pour la perception des avances
- la promotion du Luxembourg à l'égard d'investisseurs étrangers serait facilitée en présence d'un seul impôt des sociétés, ce qui est d'autant plus souhaitable en période de forte concurrence fiscale.

Pour ce qui est de la fixation du taux, les communes conserveraient leur autonomie en la matière. Les taux devraient être fixés en fonction d'objectifs préalablement définis. Ainsi, les communes pourraient adapter leur taux afin de conserver le même niveau de recettes ICC ou le réduire pour alléger la fiscalité des entreprises. Les moindres recettes issues de cette dernière option pourraient être compensées par une réforme de l'impôt foncier. Une hausse de la charge fiscale pour les entreprises serait par contre contraire à la réforme fiscale prévue pour 2017.

Si on voulait mener une telle réforme, il conviendrait de disposer de données supplémentaires, notamment en ce qui concerne la part de recettes ICC provenant des sociétés et celle provenant des entreprises individuelles soumises à l'impôt des personnes physiques. A titre d'information, pour un taux d'imposition de 1 %<sup>257</sup>, les recettes en matière d'IRC ont rapporté 0,16 % du PIB tandis que celles de l'ICC se sont élevées à 0,21 % du PIB sur la période 2006-2015. Cette différence peut notamment s'expliquer, d'une part, par les recettes payées par les entreprises individuelles soumises à l'IPP et, d'autre part, par le fait que la bonification d'impôt pour investissement réduit la cote d'impôt de l'IRC mais pas celle de l'ICC. Il ne faut donc pas conclure d'une telle comparaison qu'un adossement de l'ICC à l'IRC engendrerait *de facto* une baisse des recettes pour un même taux d'ICC.

Finalement, cette réforme de l'impôt commercial communal permettrait des gains en termes d'efficacité économique et de transparence.

### **Réforme de l'impôt foncier**

Une autre recommandation de la BCL, rejoignant également le rapport de la Commission des finances et du budget de la Chambre des Députés<sup>258</sup>, est la nécessité d'une réforme de l'impôt foncier. Les valeurs unitaires servant au calcul de la base imposable sont désuètes et aboutissent à une sous-évaluation massive de l'assiette imposable et de ce fait du produit de l'impôt. La préparation et la mise en place de cette réforme auraient évidemment un coût, mais des techniques faisant appel à des

<sup>257</sup> Il s'agit de neutraliser les différences de taux sur la période et entre les impôts. Le taux ICC considéré est de 6,75 % ce qui correspond au taux de la ville de Luxembourg. Enfin, l'expression en pourcentage du PIB permet de tenir compte des effets de la conjoncture.

<sup>258</sup> Commission des Finances et du Budget, Rapport sur le projet de budget 2012.

évaluations automatisées permettraient de réduire notablement ce dernier. Les communes doivent bien entendu continuer à disposer de leur autonomie en matière de fixation des taux de l'impôt foncier et elles peuvent faire appel à ce levier fiscal sans pour autant entrer en opposition frontale avec la politique du gouvernement en matière de pression fiscale. Par ailleurs, un ajustement à la hausse des valeurs unitaires inciterait à davantage de parcimonie dans l'utilisation de cette ressource rare que constituent les terrains. Finalement, comme mentionné dans la section relative à l'impôt foncier du présent avis, le surplus de recettes engendrées par une réforme devrait faire l'objet d'une réflexion quant à son utilisation et éventuellement sa répartition entre les communes (dans le cas où de grandes disparités seraient observées).

### ***Efficacité des dépenses***

L'incitant à la fusion des communes qui sous-tend les nouveaux critères d'allocation du fonds va dans le sens d'une amélioration de l'efficacité des dépenses. Lors de la radiographie des finances communales, la BCL espérait que le nouveau plan comptable permettra de dégager des données statistiques pouvant également faciliter la création d'indicateurs d'efficacité financière. Cette question mériterait d'être éclaircie.

Ainsi, des données relatives aux coûts par mission, tant des communes que des syndicats de communes, seraient souhaitables. Le recours à des indicateurs financiers concernant les coûts par mission et l'établissement de benchmarks peuvent compléter le dispositif des outils permettant à terme aux communes d'évaluer leurs choix, de suivre leur propre gestion et d'effectuer des comparaisons entre communes. Cette démarche pourrait à la fois améliorer la qualité des services rendus ainsi que rationaliser les dépenses et donc de dépenser de manière efficiente chaque denier public.

## 7 LA TRÉSORERIE DE L'ÉTAT ET LE FONDS DE LA DETTE

### 7.1 LA TRÉSORERIE DE L'ÉTAT

Au 31 décembre 2015, date du dernier bilan annuel que la BCL a à sa disposition, la valeur des actifs et des passifs de l'État s'établissait à 6,010 milliards d'euros.

Le passif était principalement composé des différents emprunts obligataires et bancaires à charge de l'État, qui en date du 31 décembre 2015 atteignaient 7,482 milliards d'euros (6,250 milliards d'euros pour les obligations et 1,2 milliard d'euros d'emprunts bancaires). L'encours des emprunts à court terme de la Trésorerie en date du 31 décembre 2015 était égal à zéro. Il convient de noter que les montants précités étaient inchangés par rapport au bilan établi à la fin de l'année 2014. L'État n'a donc pas eu recours à l'emprunt pour financer le déficit de l'année 2015, qui s'est élevé à 460 millions d'euros, tel que cela ressort du projet de loi portant règlement du compte général de l'État de l'exercice 2015.

A noter que le montant précité de 7,482 milliards d'euros incluait la dette émise (obligations et emprunts) afin de soutenir le secteur bancaire luxembourgeois en 2008 (2,5 milliards d'euros)<sup>259</sup>. Concernant cette partie de la dette émise, le rapport de la Trésorerie pour l'année 2015 contenait la mention suivante : « Pour mettre en évidence que le produit des emprunts pour un montant global de 2,5 milliards émis en octobre et décembre 2008 (celui de décembre 2008 étant entre-temps remboursé et remplacé par un nouvel emprunt de 2 milliards à 10 ans) a été utilisé pour financer la prise de participation de l'État dans BGL S.A. et n'a ainsi pas servi à alimenter les Fonds spéciaux ni à contribuer au résultat budgétaire de 2008, une correction de cet ordre est faite sous cette rubrique pour être transféré à la rubrique B. Passif immobilisé point 2. Dans un cas de figure idéal, le remboursement de cette dette serait logiquement couvert par le produit de vente de cette participation ».

A la lecture de cette dernière phrase, la BCL s'interroge, comme elle l'a fait dans ses avis précédents, si ce n'est pas limiter inutilement ses ambitions légitimes que de définir comme idéal un cas de figure qui ne ferait que récupérer le montant initialement investi avec les deniers des contribuables ? Cette remarque est d'autant plus pertinente que la mise en place de la réforme fiscale affectera de manière négative les comptes de l'administration centrale.

Du côté des actifs, outre les participations de l'État valorisées à 4,316 milliards (soit une valorisation inférieure de 231 millions d'euros par rapport au bilan établi à la fin de l'année 2014), on retrouvait les avoirs liquides de la Trésorerie, détenus auprès de la BCEE. Ceux-ci se composaient principalement d'avoirs en compte courant (5,3 millions d'euros), d'avoirs déposés sur CCP (57,4 millions d'euros) et des dépôts bancaires à terme (795 millions d'euros). Au total, l'actif circulant liquide disponible pour la gestion de trésorerie journalière avait diminué de 266 millions d'euros par rapport à la situation prévalant à la fin de l'année 2014.

<sup>259</sup> Ce montant est isolé au point 2.2.3 et à la rubrique B.2 du bilan au 31 décembre 2015 tel que présenté au tableau 57.

Tableau 57 :

**Bilan financier de l'État sur base du compte général 2014 et sur base des actifs et passifs recensés par la Trésorerie de l'État au 31 décembre 2015**

A. ACTIF CIRCULANT	1 688 895 270	A. PASSIF CIRCULANT	1 688 895 271
1. Actif circulant liquide, disponible pour la gestion de trésorerie journalière	857 744 979	1. FONDS PROPRES DE L'ÉTAT (= RÉSERVES PRIMAIRES DE L'ÉTAT)	-4 302 548 240
1.1. Trésorerie de l'État	857 744 979	Réserves arrêtees et retraçables au compte général	
1.1.1. Compte courant BCEE	5 323 360	1.1. Fonds spéciaux de l'État	1 562 253 648
1.1.2. Montant net à recevoir de l'EPT dans le cadre des CCP de l'État	57 421 614	1.2. Solde opérationnel (=réserve budgétaire actuelle)	-864 840 460
1.1.3. Dépôts bancaires à terme	795 000 000	Réserves non arrêtees et non retraçables au compte général	
1.1.4. Compte courant BCLX	4	1.3. Réserves disponibles des Services de l'État à gestion séparée	103 428 543
2. Actif circulant non liquide, indisponible pour la gestion de trésorerie journalière	831 150 292	1.4. Fonds nécessaires au remboursement des titres de dette émis par l'État	-5 103 389 971
2.1. Trésorerie de l'État	828 259 939	2. FONDS DE TIERS (= Fonds déposés + Fonds empruntés)	5 991 443 510
2.2. Administrations fiscales	906 506	2.1. Dépôts de tiers auprès de l'État	888 053 539
2.3. Comptables extraordinaires	1 520 486	2.2. Titres de dette émis par l'État	5 103 389 971
2.4. Services de l'État à gestion séparée (SEGS)	463 358	2.2.1. Bons du Trésor	121 389 971
		2.2.2. Dette publique	7 482 000 000
		Emprunts obligataires	6 250 000 000
		Prêts bancaires à moyen et long terme	1 232 000 000
		Prêts bancaires à court terme	0
		2.2.3 Transferts de dette publique vers B2 (fonds empruntés pour la participation dans la BGL)	-2 500 000 000
<b>B. ACTIF IMMOBILISÉ ACQUIS PAR DÉPENSE BUDGÉTAIRE</b>	<b>4 321 575 443</b>	<b>B. PASSIF IMMOBILISÉ</b>	<b>4 321 575 443</b>
1.1. Participations de l'État	4 316 658 935	1. FONDS PROPRES DE L'ÉTAT (= RÉSERVES SECONDAIRES DE L'ÉTAT, acquises par dépense budgétaire)	1 821 575 443
dont BCL	175 000 000	2. FONDS DE TIERS (= Fonds empruntés en vue du financement des participations dans le cadre de la crise économique et financière)	2 500 000 000
1.2. Octrois de crédits par l'État	4 916 507		
<b>TOTAL ACTIFS FINANCIERS</b>	<b>6 010 470 714</b>	<b>TOTAL PASSIFS FINANCIERS</b>	<b>6 010 470 714</b>
<b>C. AVOIRS DE L'ÉTAT SUR CCP</b>	<b>600 662 720</b>	<b>C. CRÉANCE DE L'ENTREPRISE DES P&amp;T SUR L'ÉTAT (= MONTANTS DÉPOSÉS VIA BCEE)</b>	<b>600 662 720</b>

Note : Les chiffres de ce tableau sont exprimés en euros.

Source : Trésorerie de l'État : rapport d'activité 2015

Les créances de l'entreprise POST Luxembourg sur l'État (montants déposés via la BCEE), contrebalancés par les avoirs de l'État sur CCP, pour un montant de 600,1 millions d'euros étaient comptabilisées dans le hors bilan.

A la lecture des chiffres tels que publiés dans les rapports annuels, 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'État, salaires des fonctionnaires). De même, il n'est pas possible d'évaluer dans quelle mesure l'État pourrait, par exemple, se trouver à court de liquidités pour assurer le fonctionnement de ses services, ces chiffres datant pour rappel de fin 2015. Seule la publication mensuelle de ce bilan autoriserait une analyse en détail permettant d'appréhender l'évolution de la situation financière de l'État.

Comme déjà mentionné lors de ses avis précédents, la BCL ne peut 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. La BCL propose également que le bilan de la Trésorerie devienne un document à part entière, qui serait inclus dans la publication des programmes budgétaires annuels et pluriannuels.

## 7.2 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 aux remboursements des emprunts et certificats de trésorerie émis par l'État. Le Fonds de la dette est alimenté par les crédits inscrits au budget de l'État.

Selon les données incluses dans le volume 3 du projet de budget, l'alimentation du fonds pour 2017 serait constituée, d'une part, d'une dotation de 223 millions d'euros inscrite au projet de budget (volume 1) devant servir à payer les intérêts sur la dette publique et les bons du trésor et, d'autre part, des fonds nécessaires au remboursement de la dette publique venant à échéance (149 millions d'euros).

Le tableau 58 nous renseigne également sur les éléments suivants : i) les avoirs du fonds seraient, avec 68 millions d'euros, stables sur tout l'horizon de projection ii) les paiements d'intérêts sur la dette seraient en légère augmentation à l'horizon 2020 et iii) l'entièreté de la dette venant à échéance jusqu'en 2020 serait refinancée.

Tableau 58 :

### Situation du Fonds de la dette

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>1. Mouvements du fonds</b>						
Avoir au 01.01	59	68	68	68	68	68
Alimentation pour intérêts et bons du trésor	235	226	222	220	213	224
Alimentation pour amortissement de la dette échue	-	400	148	717	217	2016
Dépenses	226	626	371	937	431	2241
Avoir au 31.12	68	68	68	68	68	68
<b>2. Programme des dépenses</b>						
Dépenses						
intérêts	215	200	204	205	199	213
amortissements	-	400	148	717	217	2016
bons du trésor	20	26	19	16	15	12
Total des dépenses	235	626	371	937	431	2241

Note: Les chiffres de ce tableau sont exprimés en millions d'euros.

Source : Programmation pluriannuelle 2016-2020

Il résulte de ce qui précède que le fonds de la dette n'est qu'un simple intermédiaire destiné à gérer les paiements relatifs à la dette de l'État. Le produit des emprunts est comptabilisé comme une recette (alimentation) du fonds et les paiements en intérêts et en capital en tant que dépenses du fonds. Comme la BCL l'a mentionné dans ses avis sur les projets de budget 2015 et 2016, il est difficile de déceler une valeur ajoutée manifeste liée à l'existence d'un tel fonds, du moins dans sa structure actuelle.

## 8 LES ÉLÉMENTS BUDGÉTAIRES ADDITIONNELS

### 8.1 LES RECETTES EN PROVENANCE DES PARTICIPATIONS DE L'ÉTAT

Le projet de budget 2017 prévoit 130 millions d'euros de recettes provenant des participations de l'État dans des sociétés de droit privé et 60 millions d'euros de recettes provenant des participations de l'État dans des établissements publics (POST et BCEE), soit un total de 190 millions d'euros de recettes (voir le tableau 59). Ce montant est supérieur au montant inscrit dans le budget voté de 2016 mais se trouve en diminution par rapport aux recettes collectées en 2015 (201 millions d'euros).

Tableau 59 :

**Recettes provenant des participations de l'État dans des établissements publics et des sociétés de droit privé**  
(en millions d'euros)

	BUDGET	COMPTE	COMPTE (EN % DU PIB)
2011	108	245	0,6 %
2012	150	229	0,5 %
2013	200	202	0,4 %
2014	210	193	0,4 %
2015*	186	201	0,4 %
2016	186	-	-
2017**	190	-	-
2018**	192	-	-
2019**	193	-	-
2020**	195	-	-

Note : \* provisoire, \*\* prévision.

Sources : *Projet de budget 2017 et projet de loi relatif à la programmation financière pluriannuelle pour la période 2017-2020*

Le tableau 60 présente la répartition des recettes provenant des participations de l'État pour les années 2014, 2015 et pour les 10 premiers mois de 2016. Il montre qu'en 2015, les recettes en provenance des établissements publics se sont quelque peu accrues par rapport à leur niveau de 2014. Les recettes provenant des participations de l'État dans le bénéfice des sociétés de droit privé ont aussi enregistré une légère augmentation en comparaison avec 2014. Cette hausse s'explique par le versement d'un montant plus élevé de dividendes par rapport à 2014 par les sociétés BGL BNP PARIBAS, SES Global, Arcelor Mittal, CREOS et Bourse de Luxembourg, cela en dépit des baisses des dividendes versés par ENOVOS et par la BIL.

Tableau 60 :

**Répartition des recettes provenant des participations de l'État dans le bénéfice des établissements publics et des sociétés de droit privé**

	2014	2015*		JAN. – OCT. 2016*	
	EN MILLIONS D'EUROS	EN MILLIONS D'EUROS	EN % DU TOTAL	EN MILLIONS D'EUROS	EN % DU TOTAL
<b>Établissements publics</b>	<b>60</b>	<b>65,1</b>	<b>32 %</b>	<b>63,9</b>	<b>31 %</b>
<i>dont :</i>					
Bénéfice POST	20	20,0	10 %	20,0	10 %
Bénéfice BCEE	40	40,0	20 %	40,0	20 %
Bénéfice ILR	0	5,1	3 %	3,9	2 %
<b>Sociétés de droit privé</b>	<b>132,5</b>	<b>136,3</b>	<b>68 %</b>	<b>141,2</b>	<b>69 %</b>
<i>dont :</i>					
BGL BNP PARIBAS	49,3	59,5	30 %	51,5	25 %
SES GLOBAL	32,8	36,2	18 %	39,9	19 %
ARCELOR MITTAL	5,7	6,9	3 %	0,0	0 %
BNP PARIBAS	19,3	19,3	10 %	29,7	15 %
ENOVOS	12,5	0,0	0 %	9,0	4 %
BIL	10	5,5	3 %	7,0	3 %
APERAM	0	0,0	0 %	1,4	1 %
PAUL WURTH	0,4	0,2	0 %	0,3	0 %
SEO	0,8	0,8	0 %	0,8	0 %
SNCH	-	0,0	0 %	0,1	0 %
CREOS	0,7	6,8	3 %	0,8	0 %
LUX DEVELOPMENT	0,1	0,0	0 %	0,0	0 %
BOURSE DE LUXEMBOURG	0,6	0,7	0 %	0,7	0 %
SOCIETE DE L'AEROPORT	0,4	0,4	0 %	0,0	0 %
SOC. PORT FLUVIAL MERTERT	0	0,0	0 %	0,0	0 %
<b>Total</b>	<b>192,5</b>	<b>201,4</b>	<b>100 %</b>	<b>205,1</b>	<b>100 %</b>

Note : \* Compte provisoire.

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 projet de budget 2012.

Une réflexion générale, aussi bien économique qu'institutionnelle, est de mise au sujet de la politique et de 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. Une telle réflexion devrait s'opérer avec le souci de l'intérêt général à moyen et 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.

## 8.2 LE FONDS SOUVERAIN

Le Fonds souverain intergénérationnel du Luxembourg a été institué par la loi du 19 décembre 2014 relative à la mise en œuvre du « Paquet pour l'avenir » – première partie (2015). Le Fonds se trouve sous la tutelle du Ministre des Finances. Il dispose d'un comité directeur comprenant 5 membres. Le mandat du comité directeur a pris effet le 1<sup>er</sup> juin 2015 pour une durée de 5 ans.

Cet établissement public a pour objectif de « réaliser une épargne dont les revenus pourront être utilisés, sous certaines conditions et dans certaines limites, pour contribuer au bien-être des générations futures »<sup>260</sup>.

Selon la loi, ce Fonds a une autonomie financière. D'après le mémorial précité, il est « alimenté par une dotation budgétaire annuelle d'au moins 50 millions d'euros qui se compose de recettes provenant en partie de la TVA sur le commerce électronique et des accises sur le carburant. Il peut être alimenté par d'autres recettes considérées comme non récurrentes ». A ce stade, le Fonds a été alimenté de deux dotations budgétaires de 50 millions d'euros respectivement en 2015 et 2016 et d'une dotation supplémentaire de 32,7 millions d'euros provenant de la vente par l'État à la SNCI de ses droits de souscription obtenus suite à l'augmentation de capital d'Arcelor Mittal en mars 2016<sup>261</sup>.

Conformément à la loi, les dotations budgétaires annuelles de 50 millions d'euros sont ajustées pour tenir compte des variations de l'indice des prix à la consommation national (IPCN). Cependant, il convient de noter que les dotations du Fonds inscrites dans le Projet de loi relatif à la programmation financière pluriannuelle pour la période 2016-2020 sont augmentées d'un montant fixe de seulement 25 000 euros par an pour les années 2017 à 2020. Ceci correspond à un taux d'inflation inférieur à 0,05 % pour ces quatre années et donc bien inférieur aux prévisions pour les années 2017 à 2020 contenues dans ce même Projet de loi (voir Section 1.2.2).

Sur base d'une décision du comité directeur, le Fonds investira, pendant les cinq premières années, exclusivement dans des obligations ayant la notation « investment grade » et dans des actions européennes et d'autres pays développés. Au vu de l'objectif de rendement et de la tolérance au risque<sup>262</sup>, des quotas stratégiques qui s'élèvent à 57 % pour les obligations, 40 % pour les actions et 3 % pour les liquidités ont été fixés. Cette stratégie d'investissement devrait être évaluée au moins une fois par an. Selon les dernières informations disponibles, les avoirs du Fonds ont été investis en cinq tranches entre mai et septembre 2016<sup>263</sup>.

260 Voir le Mémorial A N° 257 du 24 décembre 2014.

261 La SNCI, qui a été reclassée en septembre 2014 du secteur des institutions financières et monétaires (IFM) (secteur S12 selon le SEC) dans le secteur des administrations publiques (secteur S13) (reclassement basé en partie sur une interprétation différente du SEC2010 par rapport au SEC1995 concernant la classification sectorielle des IFM) et dont les conséquences de ce reclassement restent à évaluer, est donc intervenue deux fois lors de l'augmentation de capital d'Arcelor Mittal. Premièrement, elle a racheté les droits préférentiels de souscription de l'État pour 32,7 millions d'euros pour les exercer. Deuxièmement, elle a exercé ces propres droits de souscription et a acquis, au total, de nouvelles actions pour un montant de 60 millions d'euros. L'État a ainsi maintenu sa participation directe et indirecte (par la SNCI) dans le capital d'Arcelor Mittal à un niveau inchangé.

262 Le Comité Directeur du Fonds a fixé un objectif de rendement supérieur ou égal au plus élevé de soit le niveau-cible d'inflation de la BCE qui est proche mais inférieur à 2 % sur le moyen terme ou le taux d'intérêt d'un emprunt obligataire de l'État luxembourgeois à 10 ans. Voir « Politique Générale » du Fonds souverain intergénérationnel du Luxembourg.

263 Voir « Rapport d'activité relatif au premier semestre 2016 » du Fonds souverain intergénérationnel du Luxembourg.

Tableau 61 :

**Évolution historique et simulation des avoirs du Fonds à l'horizon 2035**

EN MILLIONS D'EUROS	EVOLUTION HISTORIQUE		SIMULATIONS			
	2015	2016 (JUILLET)	2020	2025	2030	2035
Dotations budgétaires annuelles	50,0	50,0	50,1	55,2	60,8	67,0
Dotations supplémentaires	0,0	32,7*				
<b>Portefeuille en fin d'année</b>	<b>50,0</b>	<b>132,7</b>	382	786	1 331	2 058
en % du PIB	0,1 %	0,2 %	0,6 %	1,0 %	1,3 %	1,6 %
Rendement annuel en % du PIB	0,00 %	0,00 %	0,03 %	0,04 %	0,06 %	0,07 %

Sources : *Projet de budget 2017, projet de loi relatif à la programmation financière pluriannuelle pour la période 2017-2020 et rapports annuels du Fonds de compensation, calculs BCL*

Notes: \*Cette dotation supplémentaire provient de la vente par l'État à la SNCI de ses droits de souscription dans Arcelor Mittal obtenus suite à l'augmentation de capital d'Arcelor Mittal en mars 2016. Les simulations s'appuient sur l'hypothèse d'un taux de rendement du portefeuille de 5,0 %, qui correspond à la moyenne des taux de rendement annuels moyens nets du Fonds de compensation enregistrés sur la période 2006-2015. L'indice des prix à la consommation national retenu pour l'ajustement des dotations budgétaires a été ajusté conformément à l'objectif de l'Eurosystème de maintien de la stabilité des prix.

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 ». Cependant, à la lecture du tableau 61, le budget de l'État ne devrait pas bénéficier de si tôt de cette recette, qui risque de surcroît de rester limitée.





**3 ANNEXES**

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	238
2	Circulaires de la BCL	238
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL ( <a href="http://www.bcl.lu">www.bcl.lu</a> )	238
1	Statistiques de politique monétaire	238
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	238
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	238
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	239
5	Indicateurs macroéconomiques pour le Luxembourg	239
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	239
7	Balance des paiements du Luxembourg	239
8	Commerce extérieur	239
9	Position extérieure globale	239
10	Avoirs de réserve	240
11	Établissements de crédit	240
12	Véhicules de titrisation	240
13	Fonds d'investissement	240
14	Professionnels du secteur financier	241
15	Sociétés de gestion	241
16	Sociétés d'assurances et fonds de pension	241
17	Indicateurs de solidité financière	241
18	Statistiques de paiement	241
4	Publications de la BCL	241
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	243
6	Liste des abréviations	244

## 1 RÈGLEMENTS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

2016/N°22 du 28 décembre 2016

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2016/N°22 du 28 décembre 2016 relatif à la modification du règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2014/ N°18 du 21 août 2014 mettant en oeuvre l'orientation BCE/2014/31 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

Domaine : Politique monétaire

2016/N°21 du 15 janvier 2016

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2016/N°21 du 15 janvier 2016 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

Pour une liste complète des règlements publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://www.bcl.lu)).

## 2 CIRCULAIRES DE LA BCL

Pour une liste complète des circulaires publiées par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://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 – nouveaux contrats
- 3.2 Taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit luxembourgeois aux dépôts et crédits en euros – encours
- 3.3 Taux d'intérêt du marché monétaire
- 3.4 Rendements d'emprunts publics
- 3.5 Indices boursiers
- 3.6 Taux de change
- 3.7 Statistiques sur les émissions de titres – encours

#### **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 MACROÉCONOMIQUES POUR LE LUXEMBOURG**

- 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
- 7.8 Balance des paiements – données mensuelles

#### **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

## 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 ÉTABLISSEMENTS 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 de créance détenus – par les établissements de crédit, par contreparties et durées initiales
- 11.11 Portefeuille de titres de créance 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 Titres de créance détenus par les établissements de crédit – par contreparties et pays

## 12 VÉHICULES DE TITRISATION

- 12.1 Bilan agrégé des véhicules de titrisation

## 13 FONDS D'INVESTISSEMENT

- 13.1 Évolution du nombre des fonds d'investissement
- 13.2 Évolution de la situation globale des fonds d'investissement
- 13.3 Bilan agrégé des fonds d'investissement monétaires
- 13.4 Titres de créance détenus par les fonds d'investissement monétaires – par contreparties et durées initiales
- 13.5 Portefeuille de titres de créance détenus par les fonds d'investissement monétaires – par devises
- 13.6 Bilan des fonds d'investissement non monétaires – par politique d'investissement
- 13.7 Titres détenus par les fonds d'investissement d'actions
- 13.8 Titres détenus par les fonds d'investissement d'obligations
- 13.9 Titres détenus par les fonds d'investissement mixtes
- 13.10 Titres détenus par les fonds d'investissement immobiliers
- 13.11 Titres détenus par les fonds d'investissement alternatifs
- 13.12 Titres détenus par les autres fonds d'investissement
- 13.13 Titres de créance détenus par les fonds d'investissement monétaires – par contreparties et pays
- 13.14 Titres de créance détenus par les fonds d'investissement non-monétaires – par contreparties et pays
- 13.15 Titres de participation (autres que les parts de fonds d'investissement) détenus par les fonds d'investissement non monétaires – par 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 Bilan agrégé des sociétés d'assurance et fonds de pension

## 17 INDICATEURS DE SOLIDITÉ FINANCIÈRE

- 17.1 Tableau des indicateurs de solidité financière

## 18 STATISTIQUES DE PAIEMENT

## 4 PUBLICATIONS DE LA BCL

### 4.1 BULLETIN DE LA BCL

- Bulletin 2016/2, octobre 2016
- Bulletin 2016/1, juillet 2016

Pour une liste complète des Bulletins publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://www.bcl.lu)).

### 4.2 REVUE DE STABILITÉ FINANCIÈRE

- Revue de stabilité financière 2016, juin 2016

### 4.3 RAPPORT ANNUEL DE LA BCL

- Annual report 2015, September 2016
- Rapport annuel 2015, juillet 2016

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](http://www.bcl.lu)).

### 4.4 CAHIERS D'ÉTUDES DE LA BCL

- Cahier d'études N°104  
Employment, wages and prices: How did firms adjust during the economic and financial crisis? Evidence from a survey of Luxembourg firms, par Thomas Y. MATHÄ, Cindy VEIGA et Ladislav WINTR, octobre 2016

- Cahier d'études N°103  
Characterising the financial cycle in Luxembourg, par Gaston GIORDANA and Sabbah GUEDDOUDJ, octobre 2016
- Cahier d'études N°102  
Tracking Changes in the Intensity of Financial Sector's Systemic Risk, par Xisong JIN and Francisco NADAL DE SIMONE, octobre 2016
- Cahier d'études N°101  
La provision forfaitaire permet-elle de réduire la procyclicité de l'activité bancaire au Luxembourg ?, par Gaston GIORDANA et Jean-Baptiste GOSSÉ, octobre 2016

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](http://www.bcl.lu)).

#### 4.5 AUTRES PUBLICATIONS DE LA BCL

- Chronique de l'immeuble Monterey, édition 2016
- Brochure de jeux "Les aventuriers du trésor perdu", septembre 2016
- Brochure de jeux "Die Jäger des verlorenen Euro-Schatzes", mars 2016
- Brochure des produits numismatiques, édition 2016

#### 4.6 PUBLICATIONS ET PRÉSENTATIONS EXTERNES DU PERSONNEL DE LA BCL

##### 4.6.1 Publications externes du personnel de la BCL

Arrondel, L., Bartiloro, L., Fessler, P., Lindner, P., **Mathä, T.Y.**, Savignac, F., Rampazzi, C., Schmidt, T., Schürz, M. and Vermeulen, P. (2016) "How Do Households Allocate Their Assets? Some Stylized Facts Derived from the Eurosystem Household Finance and Consumption Survey", *International Journal of Central Banking* 12(2): 129-220.

Bouchet, M., **Marchiori, L.**, and **Pierrard, O.** (2016) "Pension reform in a worst case scenario: public finance versus political feasibility", *Journal of Pension Economics and Finance*, in press, <https://doi.org/10.1017/S1474747215000451>.

Ehrmann, M. and **Ziegelmeier, M.** (2016) "Mortgage Choice in the Euro Area - Macroeconomic Determinants and the Effect of Monetary Policy on Debt", *Journal of Money, Credit and Banking*, forthcoming.

**Giordana, G.** (2016) "Welfare and Stochastic Dominance for the Measurement of Banks' Domestic Systemic Importance: Analytical Framework and Application", *International Journal of Finance & Economics* 21(2):192-208, April.

Le Blanc, J., **Porpiglia, A.**, Teppa, F., Zhu, J. and **Ziegelmeier, M.** (2016) "Household Saving Behavior in the Euro Area", *International Journal of Central Banking* 12(2): 15-69.

Lodigiani, E., **Marchiori, L.** and Shen, I-L. (2016) "Revisiting the Brain Drain Literature with Insights from a Dynamic General Equilibrium World Model", *The World Economy*, in press, <https://doi.org/10.1111/twec.12269>.

**Mathä, T.Y.** and Shwachman Kaminaga, A. (2017) "Regional Wages and Market Potential in the Enlarged EU: An Empirical Investigation", *Applied Economics* 49(4): 376-385, <http://dx.doi.org/10.1080/00036846.2016.1197372>

**Mathä, T.Y., Porpiglia, A. and Ziegelmeier, M.** (2016) "Cross-border commuting and consuming: An empirical investigation", *Applied Economics*, in press, <http://dx.doi.org/10.1080/00036846.2016.1231902>

**Mathä, T.Y., Porpiglia, A. and Ziegelmeier, M.** (2017) "Household wealth in the euro area: The importance of intergenerational transfers, homeownership and house price dynamics". *Journal of Housing Economics*, in press. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jhe.2016.12.001>

Necker, S. and **Ziegelmeier, M.** (2016) "Household Risk Taking after the Financial Crisis", *The Quarterly Review of Economics and Finance* 59: 141-160.

#### 4.6.2 Présentations externes

Eurosystem Household Finance and Consumption Network research seminar, Frankfurt, Allemagne, Novembre 2016.

Workshop on Subjective Survey Data in Labour Market Research, Institute for Labour Law and Industrial Relations in the European Union (IAAEU), University of Trier, Allemagne, Octobre 2016.

IMF-CEP Workshop on Monetary Policy, Macroprudential Regulation and Inequality, Zurich, Suisse, Octobre 2016.

1st RGS/RWI Workshop on the Economics of Migration, Essen, Allemagne, Septembre 2016.

Economic Analysis for Macroprudential and Monetary Policymaking at Christ's College, Cambridge, Royaume-Uni, Septembre 2016.

4th Luxembourg Household Finance and Consumption Workshop, Luxembourg, juin 2016.

EUI-nomics 2016: Debating the economic conditions in the euro area and beyond, Florence, Italie, avril 2016.

## 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](http://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](http://www.ecb.int).

---

#### COMMANDE / ORDER

BCE/ ECB  
Postfach 160319  
D-60066 Frankfurt am Main  
<http://www.ecb.int>

## 6 LISTE DES ABRÉVIATIONS

<b>ABBL</b>	Association des Banques et Banquiers, Luxembourg
<b>AFN</b>	Avoirs financiers nets
<b>BCE</b>	Banque centrale européenne
<b>BCL</b>	Banque centrale du Luxembourg
<b>BCN</b>	banque(s) centrale(s) nationale(s)
<b>BEI</b>	Banque européenne d'investissement
<b>BERD</b>	Banque européenne pour la reconstruction et le développement
<b>BRI</b>	Banque des règlements internationaux
<b>CPI</b>	Consumer Price Index
<b>CSSF</b>	Commission de surveillance du secteur financier
<b>DTS</b>	Droits de tirage spéciaux
<b>ECB</b>	European Central Bank
<b>ECG</b>	Enlarged Contact Group on the Supervision of Investment Funds
<b>EIB</b>	European Investment Bank
<b>EMU</b>	Economic and Monetary Union
<b>EU</b>	European Union
<b>EUR</b>	euro
<b>EUROSTAT</b>	Office statistique des Communautés Européennes
<b>FBCF</b>	Formation brute de capital fixe
<b>FCP</b>	Fonds commun de placement
<b>FMI</b>	Fonds monétaire international
<b>GAFI</b>	Groupe d'action financière pour la lutte contre le blanchiment de capitaux
<b>GDP</b>	Gross domestic product
<b>HICP</b>	Harmonised Index of Consumer Prices

<b>IGF</b>	Inspection générale des finances
<b>IFM</b>	Institution financière monétaire
<b>IML</b>	Institut monétaire luxembourgeois (1983-1998)
<b>IPC</b>	Indice des prix à la consommation
<b>IPCH</b>	Indice des prix à la consommation harmonisé
<b>MFI</b>	Monetary Financial Institution
<b>OCDE</b>	Organisation de coopération et de développement économiques
<b>OECD</b>	Organisation for Economic Cooperation and Development
<b>OICV</b>	Organisation internationale des commissions de valeurs
<b>OLS</b>	Ordinary least squares
<b>OPC</b>	Organisme de placement collectif
<b>OPCVM</b>	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
<b>OPEP</b>	Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole
<b>PIB</b>	Produit intérieur brut
<b>PSC</b>	Pacte de stabilité et de croissance
<b>PSF</b>	Autres professionnels du secteur financier
<b>RTGS SYSTEM</b>	Real-Time Gross Settlement system
<b>SYSTÈME RBTR</b>	Système de règlement brut en temps réel
<b>RTGS-L GIE</b>	Groupement d'intérêt économique pour le règlement brut en temps réel d'ordres de paiement au Luxembourg
<b>SEBC</b>	Système européen de banques centrales
<b>SEC</b>	Système européen de comptes
<b>SICAF</b>	Société d'investissement à capital fixe
<b>SICAV</b>	Société d'investissement à capital variable
<b>SME</b>	Système monétaire européen



<b>SWIFT</b>	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication s.c.
<b>SYPAL GIE</b>	Groupement d'intérêt économique pour la promotion et la gestion des systèmes de paiement au Luxembourg
<b>TARGET SYSTEM</b>	Trans-European Automated Realtime Gross settlement Express Transfer system
<b>SYSTÈME TARGET</b>	Transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel
<b>TCE</b>	Traité instituant la Communauté européenne
<b>UCI</b>	Undertaking for Collective Investments
<b>UCITS</b>	Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities
<b>UCM</b>	Union des caisses de maladie
<b>UE</b>	Union européenne
<b>UEM</b>	Union économique et monétaire
<b>USD</b>	Dollar des États-Unis d'Amérique
<b>VNI</b>	Valeur nette d'inventaire







BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME

2, boulevard Royal  
L-2983 Luxembourg

Téléphone : +352 4774-1  
Télécopie : +352 4774-4910

[www.bcl.lu](http://www.bcl.lu) • [sg@bcl.lu](mailto:sg@bcl.lu)