



BULLETIN
2021

1

bcc

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTEME



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME



Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

Banque centrale du Luxembourg
Section Communication
2, boulevard Royal
L-2983 Luxembourg
Télécopie : (+352) 4774-4910
e-mail : info@bcl.lu
Luxembourg, le 1^{er} février 2021

Achévé de rédiger le 10 décembre 2020

SOMMAIRE

1	LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE	10
1.1	La situation économique et financière 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	12
1.1.3	Les marchés d'actions	12
1.1.4	Les marchés de changes	13
1.1.5	Les prix à la consommation	14
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	14
1.1.7	Les projections de la zone euro	14
1.1.8	La balance des paiements de la zone euro	18
1.2	La situation économique et financière au Luxembourg	20
1.2.1	Les prix et les coûts	20
1.2.2	Le marché du travail	23
1.2.3	Les activités sectorielles	27
1.2.4	Le secteur financier	37
1.2.5	La croissance économique	58
1.2.6	Projections macroéconomiques de décembre 2020	60
1.2.7	Le commerce extérieur	71
1.2.8	La balance des paiements	72
1.2.9	La position extérieure globale	75
	<u>Encadré 1 :</u>	
	L'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages frontaliers : résultats principaux de la troisième vague	31
	<u>Encadré 2 :</u>	
	Les fonds d'investissement alternatifs non réglementés	54
2.	Analyses	77
2.1	Do newer tenants pay higher rent?	77
2.1.1	Introduction	77
2.1.2	Data and descriptive statistics	77
2.1.3	Econometric specification and results	81
2.1.4	Discussion and concluding remarks	83
2.1.5	References	84
2.2	L'utilisation des instruments de paiement au Luxembourg	85
2.1	Introduction	85
2.2	L'utilisation des instruments de paiement scripturaux au Luxembourg	85
2.2.1	Les virements	86
2.2.2	Les prélèvements	88
2.2.3	Les cartes de paiement	89
2.4	Les systèmes de monnaie électronique	93
3.	Le virement SEPA instantané	96
4.	Conclusion	97

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 2021 ET LA PROGRAMMATION FINANCIÈRE PLURIANNUELLE POUR LA PÉRIODE 2020-2024

1. Le contexte macroéconomique au Luxembourg et dans la zone euro	102
1.1 Le contexte macroéconomique depuis la crise financière	102
1.1.1 La croissance économique	102
1.1.2 Le revenu national brut	107
1.1.3 La balance courante	110
1.1.4 Le chômage et l'emploi	116
1.1.5 Les coûts salariaux unitaires et le coût salarial moyen	121
1.1.6 L'inflation	123
1.2 Les perspectives de croissance à court terme	127
1.2.1 La zone euro	127
1.2.2 Le Luxembourg	128
1.3 Les finances publiques	133
1.3.1 La politique budgétaire au cours des années récentes	133
1.3.2 La situation budgétaire : estimations pour l'administration centrale en 2020	137
1.3.3 Projections de finances publiques de la BCL couvrant la période 2020 à 2023	140
2. La programmation pluriannuelle	150
2.1 Le volet macroéconomique	150
2.2 Le volet finances publiques	157
2.2.1 Les engagements européens	160
2.2.2 Les engagements nationaux	161
3. La Trésorerie de l'État et les transactions sur la dette publique	162
3.1 La Trésorerie de l'État	162
3.2 Les transactions sur la dette publique	164
4. Les administrations locales	165
5. Analyse des risques et soutenabilité à long terme des finances publiques luxembourgeoises	171
5.1 Analyse des risques	171
6. Plans de stabilisation mis en place au Luxembourg et au niveau de l'Union européenne	173
6.1 Les plans nationaux : le cas du Luxembourg en comparaison européenne	173
6.2 Les plans au niveau européen	176
6.2.1 Les trois filets de sécurité	176
6.2.2 Le Fonds de relance européen – Next Generation EU	186

3 ANNEXES

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	194
2	Circulaires de la BCL	194
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL (www.bcl.lu)	194
1	Statistiques de politique monétaire	194
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	194
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	195
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	195
5	Indicateurs macroéconomiques pour le Luxembourg	195
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	195
7	Balance des paiements du Luxembourg	195
8	Commerce extérieur	196
9	Position extérieure globale	196
10	Avoirs de réserve	196
11	Établissements de crédit	196
12	Véhicules de titrisation	196
13	Fonds d'investissement	197
14	Professionnels du secteur financier	197
15	Sociétés de gestion	197
16	Sociétés d'assurances et fonds de pension	197
17	Indicateurs de solidité financière	197
18	Statistiques de paiement	197
4	Publications de la BCL	198
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	200
6	Liste des abréviations	201



VUE D'ENSEMBLE

Le bulletin 2021/1 de la Banque centrale du Luxembourg (BCL) fournit un aperçu de la situation économique et de ses perspectives pour la zone euro et le Luxembourg sur base des données disponibles au 10 décembre 2020, date de clôture de la publication.

Cette publication comporte deux parties : la première analyse la situation économique actuelle et ses perspectives, tandis que la deuxième 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 2021.

Le premier chapitre présente la situation économique et financière dans la zone euro ainsi que les décisions de politique monétaire prises récemment par le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne.

Le deuxième chapitre est consacré à l'économie du Luxembourg. Il comprend d'abord une partie rétrospective qui analyse l'évolution de la conjoncture au cours de l'année 2020. L'économie est considérée dans son ensemble, mais aussi par ses principaux secteurs. Ce survol analyse le marché du travail, les relations économiques du Luxembourg avec le reste du monde, et les évolutions en matière de prix et de coûts. Le diagnostic conjoncturel est complété par les projections macroéconomiques et de finances publiques telles qu'élaborées par les économistes de la BCL.

Le deuxième chapitre comprend également deux encadrés.

Le premier présente les principaux résultats de la troisième vague de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages frontaliers. Cette enquête a été conduite en 2018 par la BCL en collaboration avec le Luxembourg Institute of Socio-Economic Research (LISER). Son objectif est de recueillir des informations détaillées sur la situation économique des ménages des frontaliers, qui représentaient presque 50% de l'emploi salarié au Luxembourg en 2018.

Un deuxième encadré analyse les fonds d'investissement alternatifs non réglementés établis au Luxembourg. L'environnement réglementaire de ces fonds est abordé dans un premier temps, avant de présenter les statistiques relatives à l'activité de ces fonds. Cette analyse se base sur des données collectées par la BCL, complétées, le cas échéant, par les documents publiés auprès du Registre du Commerce et des Sociétés.

L'analyse de la conjoncture est complétée par des études dédiées à des sujets spécifiques.

Une première analyse demande si les nouveaux locataires paient des loyers plus élevés que les locataires qui occupent un logement depuis longtemps. Sur la base des données de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages, on constate qu'au Luxembourg les nouveaux locataires paient des loyers nettement plus élevés que les autres ménages louant un logement comparable.

Une deuxième analyse offre une vue d'ensemble de l'utilisation des instruments de paiement au Luxembourg. Après l'analyse de l'utilisation des différents instruments de paiement scripturaux, elle présente plus en détail le virement SEPA (*Single Euro Payments Area*) instantané, qui pourra le cas échéant compléter l'offre actuelle dans diverses situations de paiement (magasins, commerce électronique et transactions de personne à personne).



Dans la deuxième partie, 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 2021 et la programmation financière pluriannuelle pour la période 2020-2024. Cet avis a été présenté le 30 novembre 2020 à la Commission des Finances et du Budget de la Chambre des députés.

1	LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE	10
1.1	La situation économique et financière 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	12
1.1.3	Les marchés d'actions	12
1.1.4	Les marchés de changes	13
1.1.5	Les prix à la consommation	14
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	14
1.1.7	Les projections de la zone euro	14
1.1.8	La balance des paiements de la zone euro	18
1.2	La situation économique et financière au Luxembourg	20
1.2.1	Les prix et les coûts	20
1.2.2	Le marché du travail	23
1.2.3	Les activités sectorielles	27
1.2.4	Le secteur financier	37
1.2.5	La croissance économique	58
1.2.6	Projections macroéconomiques de décembre 2020	60
1.2.7	Le commerce extérieur	71
1.2.8	La balance des paiements	72
1.2.9	La position extérieure globale	75
	<u>Encadré 1 :</u>	
	L'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages frontaliers : résultats principaux de la troisième vague	31
	<u>Encadré 2 :</u>	
	Les fonds d'investissement alternatifs non réglementés	54
2.	Analyses	77
2.1	Do newer tenants pay higher rent?	77
2.1.1.	Introduction	77
2.1.2	Data and descriptive statistics	77
2.1.3	Econometric specification and results	81
2.1.4	Discussion and concluding remarks	83
2.1.5	References	84
2.2	L'utilisation des instruments de paiement au Luxembourg	85
2.1	Introduction	85
2.2	L'utilisation des instruments de paiement scripturaux au Luxembourg	85
2.2.1	Les virements	86
2.2.2	Les prélèvements	88
2.2.3	Les cartes de paiement	89
2.4	Les systèmes de monnaie électronique	93
3.	Le virement SEPA instantané	96
4.	Conclusion	97

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE DANS LA ZONE EURO

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

L'activité économique a rebondi fortement pendant l'été 2020, après une forte contraction au deuxième trimestre 2020 à cause du coronavirus (COVID-19) et des mesures de confinement. Toutefois, la recrudescence des infections au COVID-19 fait planer une menace renouvelée sur la santé publique et sur les perspectives de croissance économique. L'activité économique dans la zone euro devrait se contracter au quatrième trimestre 2020 et l'inflation reste très faible dans le contexte d'une demande atone. Compte tenu de ces développements, le Conseil des gouverneurs de la BCE a procédé à un recalibrage de ses instruments de politique monétaire lors de sa réunion du 10 décembre 2020. Ces mesures contribueront à préserver des conditions de financement favorables pendant la période de pandémie, favorisant ainsi le flux de crédits vers l'ensemble des secteurs de l'économie, soutenant l'activité économique et maintenant la stabilité des prix à moyen terme. Cela étant, l'incertitude reste forte, notamment en ce qui concerne la dynamique de la pandémie et le calendrier du déploiement des vaccins.

Premièrement, le Conseil des gouverneurs a décidé de maintenir les taux d'intérêt directeurs inchangés. Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement est resté à 0,00 %, celui de la facilité de prêt marginal à 0,25 % et celui de la facilité de dépôt à -0,50 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que ces taux resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter l'enveloppe consacrée au programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) de 500 milliards d'euros, la portant à un total de 1 850 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs a également décidé d'étendre l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP au moins jusqu'à fin mars 2022. Dans tous les cas, l'Eurosystème effectuera des achats nets jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs juge que la crise du coronavirus est terminée. Les réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP ont été prolongés au moins jusqu'à la fin de 2023. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.

Troisièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de recalibrer les conditions fixées pour la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III). Notamment, il a décidé d'allonger de douze mois la période pendant laquelle des conditions nettement plus favorables s'appliqueront, jusqu'en juin 2022. Trois opérations supplémentaires seront effectuées entre juin et décembre 2021. De plus, le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter le montant total que les contreparties seront autorisées à emprunter lors des TLTRO III de 50 % à 55 % de leur encours de prêts éligibles. Afin d'encourager les banques à maintenir leur niveau actuel de prêts, les conditions d'emprunt recalibrées attachées aux TLTRO III ne seront accessibles qu'aux banques dont l'activité de prêt atteindra un nouvel objectif.

Quatrièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de prolonger, jusqu'en juin 2022, la durée de l'ensemble de mesures d'assouplissement des garanties. Du fait de la prorogation de ces mesures, les banques pourront continuer à utiliser pleinement les opérations d'apport de liquidité de l'Eurosystème, particulièrement les TLTRO recalibrées. Le Conseil des gouverneurs réévaluera les mesures d'assouplissement des garanties avant juin 2022, en veillant à ce que la participation des contreparties de l'Eurosystème aux TLTRO III ne soit pas influencée négativement.

Cinquièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de conduire, en 2021, quatre opérations supplémentaires de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency longer-term refinancing operations*, PELTRO), ce qui continuera de fournir un filet de sécurité effectif.

Sixièmement, les achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) se poursuivront à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux directeurs, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

Le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Septièmement, la facilité de repo de l'Eurosystème pour les banques centrales (*Eurosystem repo facility for central banks*, EUREP) et l'ensemble des lignes temporaires de swap et de pensions conclues avec les banques centrales hors zone euro seront prolongées jusqu'en mars 2022.

Enfin, le Conseil des gouverneurs a décidé de continuer à mener aussi longtemps que nécessaire ses opérations régulières de prêt par le biais d'appels d'offres à taux fixe avec allocation de la totalité des soumissions, aux conditions en vigueur.

Concernant les taux d'intérêt du marché monétaire, l'€STR¹ et le taux EONIA² ont légèrement diminué pour se situer en moyenne à -0,55 % et -0,47 %, respectivement, pendant la période sous revue. Les niveaux de ces deux taux d'intérêt reflètent la fixation du taux d'intérêt de la facilité de dépôt à -0,5 % depuis le 18 septembre 2019.

Au sujet de l'analyse monétaire, en octobre 2020 l'agrégat monétaire large M3 a progressé de 10,5 % au rythme annuel, par rapport à 10,4 % au mois précédent. Ceci suggère la poursuite d'une accumulation de liquidité dans un contexte d'incertitude. Pour l'agrégat monétaire étroit M1, la progression annuelle était de 13,8 % en octobre 2020, inchangée par rapport à son niveau de septembre.

La croissance des crédits octroyés au secteur privé est demeurée élevée en octobre. Le rythme de progression annuelle des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a légèrement baissé de 0,3 p.p. pour s'établir à 6,8 % en octobre 2020. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a été de 3,1 % en octobre 2020, inchangé par rapport au mois précédent.

1 L'€STR (Euro short-term rate) est un nouveau taux de référence à court terme en euros publié par la BCE depuis le 2 octobre 2019. Il est calculé par une moyenne pondérée à travers les banques de la zone euro des coûts des opérations d'emprunt au jour le jour libellées en euros.

2 À partir du 2 octobre 2019, le taux EONIA est calculé en ajoutant 8,5 points de base au taux €STR.

Graphique 1
Les rendements des titres publics à long terme
(en pourcentage annuel)



Sources : BCE, Bloomberg

1.1.2 Les marchés obligataires

Dans la zone euro, les rendements des titres publics ont baissé depuis juin 2020 pour s'établir le 11 décembre 2020 à -0,65 % pour les titres à 1 an et à -0,25 % pour les titres à 10 ans³. Cette tendance baissière résulte de la combinaison d'une légère réduction des rendements sur la dette des pays détenant une notation AAA et d'un resserrement des écarts entre les rendements sur la dette des différents pays membres. La réintroduction des mesures de confinement locales pour contenir la propagation du coronavirus n'a eu jusqu'à présent qu'un impact limité sur les marchés des obligations souveraines. Pendant la période sous revue, les anticipations de nouvelles mesures de soutien monétaire et budgétaire ont réduit le différentiel de rendement entre les obligations à 10 ans et les obligations à 1 an à 0,20 p.p.⁴.

Aux États-Unis, le rendement obligataire à 10 ans a légèrement diminué depuis juin 2020 pour se fixer à 0,89 %. La chute marquée de l'activité économique aux États-Unis et d'importantes suppressions d'emplois aux premiers trimestres 2020 ont conduit le taux de rendement à un niveau historiquement bas avant une hausse graduelle commençant vers la fin d'août. Cette nouvelle hausse s'explique en partie par l'annonce de la nouvelle stratégie de la Réserve fédérale des États-Unis et des anticipations d'inflation plus élevées. La réduction de l'incertitude qui planait sur l'économie avant les élections présidentielles ainsi que le progrès sur un paquet de relance économique ont également contribué à cette hausse.

Par conséquent, l'écart entre le taux obligataire à 10 ans aux États-Unis et celui dans la zone euro s'est accru au cours de la période analysée pour s'établir à 1,13 p.p. le 11 décembre 2020.

1.1.3 Les marchés d'actions

Entre le 5 juin 2020 et le 11 décembre 2020, l'indice boursier américain Standard & Poor's 500 a progressé de 14,8 %, en atteignant des sommets historiques en décembre 2020. En parallèle, dans la zone euro, l'indice Euro Stoxx 50 a augmenté de 3,1 % alors qu'au Japon, l'indice boursier Nikkei 225 a augmenté de 16,6 % sur la même période. Ceci représente un fort rebond depuis la chute importante au début de l'année dans un contexte de propagation du coronavirus. Même si les indices européens ont progressé au cours des derniers mois, la vitesse de la reprise reste toutefois inférieure à celle de l'indice

³ Ces rendements se réfèrent aux obligations souveraines pour les pays de la zone euro. Il s'agit d'une moyenne pondérée par le PIB.

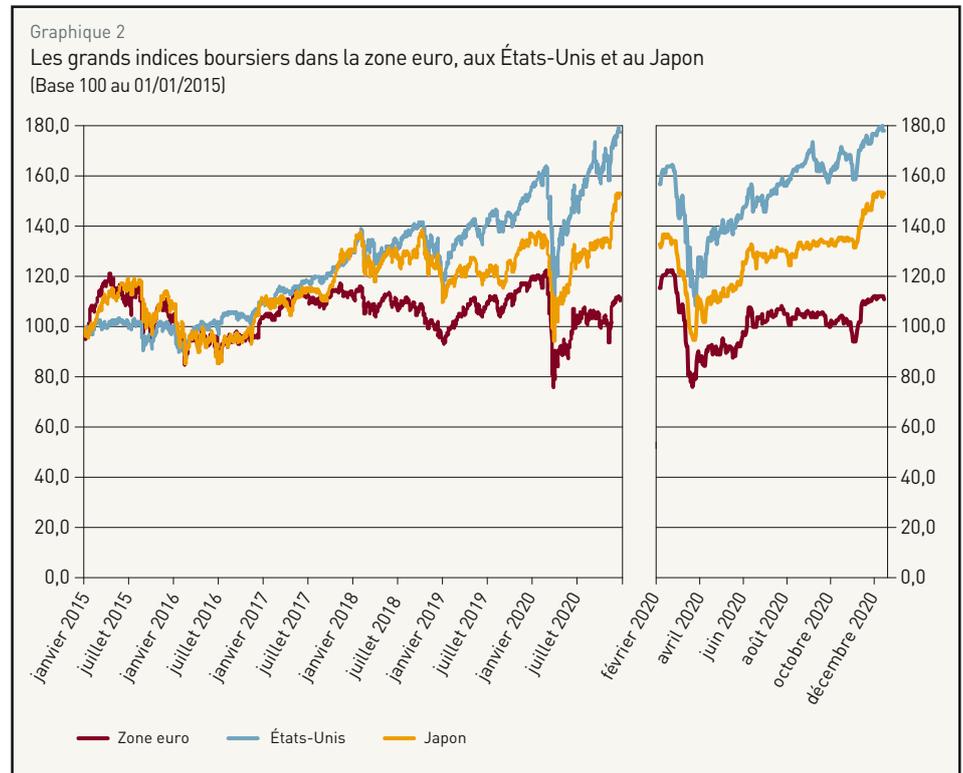
⁴ Le calcul pour ce différentiel se base exclusivement sur les rendements des obligations notées AAA.

de référence américain, ainsi que le montre le graphique 2. Aux États-Unis, les valeurs technologiques ont connu de fortes pertes en septembre et la réintroduction dans certains pays de mesures d'endiguement pour limiter la propagation du COVID-19 a pesé sur les indices boursiers européens. Depuis les élections aux États-Unis et les premières annonces sur le déploiement d'une solution médicale contre le coronavirus, les indices ont de nouveau rebondi. À partir de novembre 2020, le S&P500 a notamment connu sa plus forte progression dans l'histoire.

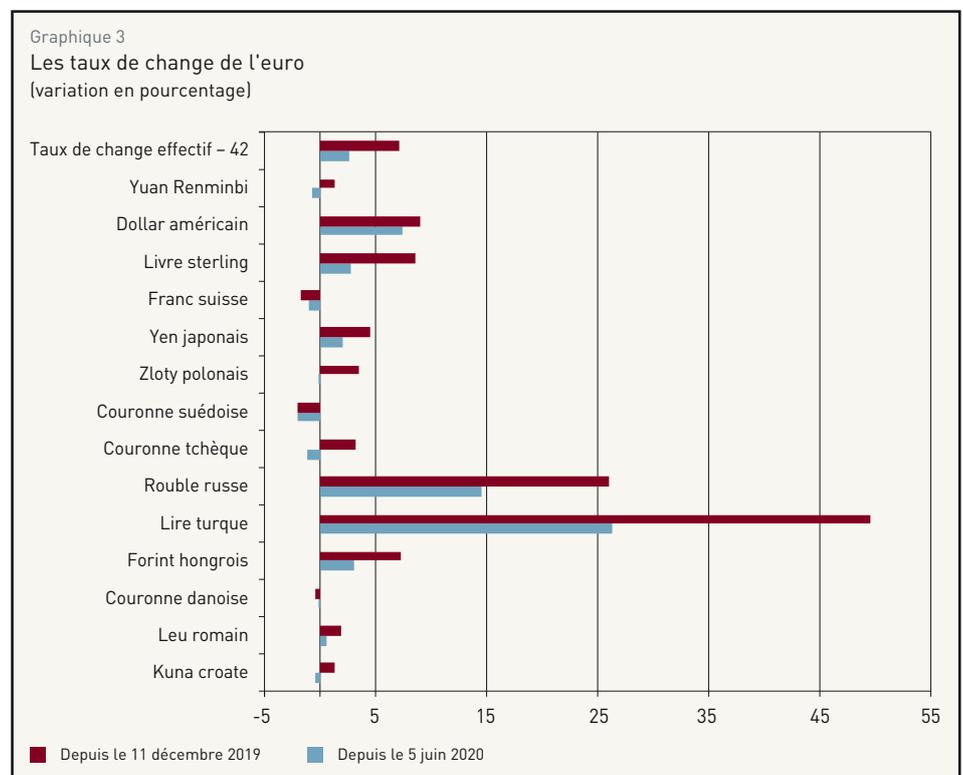
1.1.4 Les marchés de changes

Au cours de la période allant du 5 juin 2020 au 11 décembre 2020, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est légèrement apprécié de 3 %. Sur cette même période, l'euro s'est apprécié de 7 % par rapport au dollar américain et de 3 % vis-à-vis de la livre sterling (voir le graphique 3). La dépréciation du dollar américain s'explique entre autre par une amélioration du sentiment de risque global. Concernant les autres principales devises mondiales, l'euro s'est apprécié de 2 % vis-à-vis du yen japonais, et de 15 % vis-à-vis du rouble russe. Il s'est en revanche légèrement déprécié (de 1 %) face au yuan renminbi et au franc suisse.

Par rapport aux devises des autres États membres de l'UE, l'euro est resté stable vis-à-vis du zloty polonais et s'est déprécié face à la couronne tchèque et suédoise.



Source : Bloomberg



Note : Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant le taux de change enregistré le 11 décembre. Sources : BCE, Bloomberg

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), qui avait atteint 1,2 % en 2019, a fortement reculé en 2020, s'établissant à 0,3 % en moyenne lors des onze premiers mois.

Tableau 1 :

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

	2019	2020-T1	2020-T2	2020-T3	OCT. 2020	NOV. 2020*
IPCH global	1,2	1,1	0,2	0,0	-0,3	-0,3
Produits alimentaires non transformés	1,4	2,8	6,7	2,8	4,3	4,2
Produits alimentaires transformés	1,9	2,0	2,3	1,5	1,4	1,3
Produits manufacturés hors énergie	0,3	0,5	0,2	0,4	-0,1	-0,3
Énergie	1,1	-0,9	-10,3	-8,1	-8,2	-8,4
Services	1,5	1,5	1,2	0,7	0,4	0,6
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,2	1,3	1,1	0,8	0,4	0,4

Source : Eurostat. * Estimation rapide Eurostat

Le premier trimestre 2020 s'était inscrit dans la continuité du deuxième semestre 2019, les prix des produits alimentaires non transformés et des produits manufacturés hors énergie étaient toutefois en accélération. À partir du deuxième trimestre, les effets de la crise liée au COVID-19, se sont fait sentir au niveau de l'inflation. Les prix des biens alimentaires ont augmenté fortement alors que les prix de l'énergie ont chuté. Les prix dans le secteur des produits manufacturés hors énergie et des services ont également nettement décéléré. Dans ce dernier secteur, la décélération s'est poursuivie, et même amplifiée, le reste de l'année. Après avoir légèrement accéléré au troisième trimestre, l'inflation des produits manufacturés hors énergie est devenue négative en octobre et novembre. Ces développements se sont traduits par une chute de l'inflation globale et une décélération marquée de l'inflation sous-jacente.

Le prix du pétrole, qui avait légèrement rebondi au tournant de l'année, s'est écroulé à partir du mois de mars. Le prix du baril s'est établi à 33 dollars en mars et 23 dollars en avril comparé aux 65 dollars du début de l'année. Le prix du baril s'est ensuite redressé tout en restant nettement inférieur aux prix observés en 2019. Le prix des autres matières premières non énergétiques, qui avaient également reculé dans premier temps, ont repris une évolution positive depuis l'été. Le taux de change de l'euro par rapport au dollar, qui avait reculé au printemps a fortement augmenté la deuxième moitié de 2020 pour atteindre 1,20 \$/€ fin novembre.

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

Au cours du troisième trimestre 2020, le PIB de la zone euro a augmenté de 12,5 % par rapport au trimestre précédent (après -11,7 % au deuxième trimestre 2020). Il s'agit de loin de la hausse la plus importante depuis le début des séries SEC2010 en 1995. Ce rebond mécanique fait suite aux mesures de confinement liées au COVID-19, qui avaient été mises en place par les États membres en mars 2020.

Le rebond de l'activité au troisième trimestre 2020 a concerné tous les pays de la zone euro pour lesquels les données étaient disponibles.

Ce rebond a concerné toutes les composantes de la demande interne, les exportations et, de manière légèrement moins dynamique, les importations. Ainsi, les exportations nettes ont contribué positivement à la croissance. La contribution des stocks à la croissance a été à nouveau négative, le déstockage observé au deuxième trimestre 2020 s'étant poursuivi au troisième trimestre.

Les données relatives au Luxembourg n'étaient pas encore été publiées au moment de la rédaction de ce bulletin. Les informations disponibles concernant ses trois principaux partenaires économiques indiquent des hausses du PIB de 11,4 % en Belgique (après -11,8 %, au deuxième trimestre 2020), de 8,5 % en Allemagne (après -9,8 % au deuxième trimestre 2020) et de 18,7 % en France (après -13,8 % deuxième trimestre 2020).

L'emploi dans la zone euro a augmenté de 1,0 % au troisième trimestre 2020 (après -3,0 % au deuxième trimestre 2020). Par rapport au même trimestre de l'année précédente, l'emploi a diminué de 2,3 % (après -3,1 % au deuxième trimestre 2020).

En octobre 2020, le taux de chômage dans la zone euro s'est établi à 8,4 %, en baisse de 0,1 p.p. par rapport à septembre 2020 et en hausse par rapport au taux de 7,4 % qui prévalait en octobre 2019. Selon Eurostat, 13,8 millions de personnes étaient au chômage dans la zone euro en octobre 2020. Par rapport à septembre 2020, le nombre de chômeurs a diminué de 86 000 personnes.

Tous les pays de la zone euro n'ont pas été concernés par cette baisse du chômage. En octobre 2020, le taux de chômage est resté stable en Allemagne, en Autriche, en Finlande et à Malte. Au cours du même mois, le taux de chômage a progressé en Italie, à Chypre, en Slovénie et en Slovaquie.

1.1.7 Les projections de la zone euro

Selon les projections macroéconomiques de décembre 2020 de l'Eurosystème, le PIB en volume dans la zone euro devrait reculer de 7,3 % en 2020 avant de rebondir à 3,9 % en 2021, à 4,2 % en 2022 et de progresser de 2,1 % en 2023. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2020, établies par les services de la BCE, les perspectives d'activité économique ont été révisées à la baisse à court terme. À moyen terme, les perspectives d'activité économique devraient revenir en moyenne au niveau projeté dans le scénario de référence de septembre.

La consommation privée devrait diminuer de 8,3% en 2020 et retrouver son niveau d'avant-crise d'ici la mi-2022. La consommation privée a fortement rebondi au troisième trimestre 2020 après une baisse cumulée de 16,3% au premier semestre 2020. Au quatrième trimestre de 2020, la consommation privée devrait à nouveau baisser sensiblement en raison du resserrement des mesures de confinement, ce qui entraînera de nouvelles épargnes forcées et probablement une augmentation de l'épargne de précaution. Par la suite, la consommation privée devrait entamer sa reprise en 2021 et dépasser son niveau d'avant-crise à la mi-2022. Ce rebond sera soutenu par une baisse progressive de l'incertitude ainsi que par un retour progressif du taux d'épargne vers son niveau d'avant-crise, tandis que le chômage élevé et le relâchement des transferts budgétaires nets freineront la reprise des dépenses de consommation.

La contraction brutale et soudaine de l'investissement immobilier en 2020 ne devrait s'inverser que progressivement sur l'horizon de projection. Les investissements de logement, qui ont diminué de 14,2% au premier semestre 2020, ont été plus durement touchés dans les pays où les mesures de confinement ont été plus strictes. Une modération du revenu disponible, une confiance des consommateurs plus faible et un chômage plus élevé ont eu un effet négatif sur la demande de logements. Aussi, une reprise lente de l'investissement dans le logement est attendue. Ce dernier ne devrait atteindre son niveau d'avant-crise qu'au second semestre 2022. La forte baisse de l'investissement des entreprises au premier semestre 2020 a été le résultat des confinements, de l'effondrement de la demande



mondiale et intérieure et d'une montée de l'incertitude. Alors que l'investissement des entreprises aurait fortement rebondi au troisième trimestre, une autre contraction est attendue au quatrième trimestre. Un rebond progressif de l'investissement devrait ensuite apparaître au cours de l'année 2021, avec la reprise de la demande mondiale et intérieure et aussi grâce à l'impact positif du plan « Next Generation-EU » de la Commission européenne. Cependant, comme il est supposé que l'incertitude ne s'estompera que progressivement, et compte tenu des niveaux élevés des capacités de production inutilisées et des préoccupations concernant les tendances de la demande à plus long terme, les entreprises n'augmenteront vraisemblablement leurs investissements que progressivement. Tout ceci suggère que le rebond ne gagnera en vigueur qu'en 2022. En conséquence, l'investissement des entreprises dans la zone euro ne devrait atteindre son niveau d'avant-crise qu'à la mi-2022.

Les exportations devraient être touchées de manière disproportionnée par la pandémie en 2020, par rapport aux importations, ce qui suggère une contribution des exportations nettes négative cette année et en moyenne neutre par la suite. Au cours du premier semestre 2020, les perturbations des chaînes d'approvisionnement et la baisse de la demande étrangère ont eu un impact très négatif sur des exportations déjà faibles - en particulier dans les secteurs de l'automobile, de la machinerie et de la chimie ; tandis que les restrictions touristiques ont conduit à la chute des exportations de services d'accueil et de transport. Les mesures de confinement introduites pour contenir la pandémie ont également entraîné une forte baisse des importations. Cependant, la demande refoulée dans les industries axées sur l'exportation et la levée de nombreuses restrictions ont contribué à un fort rebond des importations et des exportations au troisième trimestre. Les exportations de services ont fait face à de nouvelles restrictions au quatrième trimestre et, bien que le commerce des marchandises ne devrait pas être affecté par les fermetures d'usines en réponse à la pandémie, il continuera de souffrir d'une demande finale modérée. À partir de 2021, la fin de la période de transition du Brexit entraînera une détérioration des conditions commerciales bilatérales avec le Royaume-Uni, un partenaire commercial clé absorbant 14 % des exportations de la zone euro. À moyen terme, les échanges de la zone euro seront freinés par l'appréciation de l'euro, qui a affecté la compétitivité de la zone euro. En conséquence, les parts de marché à l'exportation devraient rester inférieures aux niveaux d'avant la pandémie jusqu'à la fin de l'horizon de projection.

Malgré une augmentation modérée du chômage ces derniers mois, la situation sur le marché du travail devrait se détériorer considérablement avant de se normaliser vers la fin de l'horizon de projection. Le taux de chômage est passé de 7,6% au deuxième trimestre à 8,6% au troisième trimestre, ce qui était plus bas que prévu dans les projections de la BCE de septembre 2020. Alors que le nombre de travailleurs bénéficiant de programmes de maintien de l'emploi a considérablement baissé au troisième trimestre, il devrait s'accroître au quatrième trimestre 2020 en raison du récent resserrement des mesures de confinement. Alors que l'évolution de la population active continue de se normaliser (rappelez-vous que cette dernière s'est en partie rétablie au troisième trimestre après une forte contraction au deuxième trimestre) et que les travailleurs quittent les programmes de maintien de l'emploi, le taux de chômage devrait encore augmenter pour atteindre un sommet de 9,3% en 2021 avant de baisser à 7,5% en 2023 avec la reprise économique. Cette projection suppose qu'une proportion élevée de travailleurs bénéficiant de programmes de maintien dans l'emploi pourra retrouver un emploi régulier. À la fin de l'horizon de projection, le taux de chômage et le nombre de personnes occupées reviendraient globalement aux niveaux enregistrés au quatrième trimestre de 2019.

Concernant les finances publiques, les mesures budgétaires extraordinaires prises par tous les pays de la zone euro en réponse à la pandémie ont permis d'atténuer l'impact macroéconomique de la crise du COVID-19 en 2020. Pour la zone euro dans son ensemble, ces mesures représentent environ 4,5 % du PIB, dont la plupart sont des dépenses supplémentaires sous forme de transferts et de subventions aux entreprises et aux ménages, y compris dans le cadre de programmes de maintien de l'emploi. Par rapport aux projections de la BCE de septembre 2020, la taille du paquet de soutien à la crise COVID-19 reste globalement inchangée en 2020.

L'aide d'urgence devrait se dissiper principalement en 2021. Néanmoins, par rapport aux projections de septembre 2020, certaines mesures ont été prolongées et de nouveaux plans de relance ont été adoptés ou présentés dans le cadre des budgets nationaux 2021. Dans ce contexte, le déficit budgétaire de la zone euro devrait augmenter sensiblement en 2020 et diminuer quelque peu en 2021 et plus fortement en 2022 et 2023.

Le taux d'endettement de la zone euro devrait augmenter en 2020, culminer en 2021 et diminuer quelque peu en 2022 et 2023. La forte augmentation du taux d'endettement en 2020 est due à l'écart défavorable entre le taux de croissance du PIB nominal et le taux d'intérêt effectif nominal (effet boule de neige) ainsi qu'au déficit primaire élevé. La dette devrait culminer à près de 100 % du PIB en 2021, lorsque l'effet négatif du déficit primaire est supérieur à l'effet boule de neige favorable. La légère baisse par la suite s'explique principalement par des écarts de croissance du PIB nominal et des taux d'intérêts favorables à mesure que les économies se redressent, qui font plus que compenser la persistance des déficits primaires. Par rapport aux projections de la BCE de septembre 2020, le solde budgétaire et les ratios d'endettement de la zone euro ont été révisés à la baisse pour 2022, globalement en ligne avec les révisions des mesures discrétionnaires, des conditions conjoncturelles et des paiements d'intérêts.

Compte tenu de l'incertitude exceptionnelle qui continue d'entourer les perspectives économiques actuelles, l'Eurosystème n'a pas publié les rangées de projection habituelles pour la croissance du PIB réel et la progression de l'IPCH. Cet exercice de projections inclut néanmoins deux scénarios alternatifs. De manière générale, l'ampleur de la contraction et de la reprise dépendront de l'évolution de la pandémie, du degré des restrictions et des mesures de confinements, ainsi que du calendrier et la réussite de la mise en œuvre des solutions médicales ; des réactions comportementales des agents économiques pour s'adapter aux perturbations économiques et des conséquences à plus long terme sur l'activité économique une fois toutes les mesures d'endiguement levées.

Selon le scénario clément, qui suppose que la pandémie est maîtrisée avec succès au cours de l'année 2021, le recul du PIB réel - qui s'établirait à 7,2 % en 2020 - serait suivi d'un rebond de 6,0 % en 2021 puis de modérations de la croissance en 2022 (+4,3 %) et 2023 (+2,1 %). Inversement, dans le scénario sévère, qui fait l'hypothèse de mesures de confinement prolongées et plus strictes affectant plus durablement l'économie, le recul du PIB - qui s'établirait à 7,6 % en 2020 - serait suivi d'une quasi-stagnation en 2021 (+0,4 %), d'un rebond en 2022 (+3,0 %) et d'une quasi-stabilisation de la croissance en 2023 (+2,9 %).

Lors de sa réunion du 10 décembre 2020, le Conseil des gouverneurs a évalué que les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro, restaient dans l'ensemble orientés à la baisse, mais étaient devenus moins prononcés. Alors que les nouvelles concernant les perspectives de déploiement des vaccins dans un avenir proche sont encourageantes, les risques à la baisse restent liés aux implications de la pandémie sur les conditions économiques et financières.

En ce qui concerne l'inflation, la baisse annuelle de l'IPCH dans la zone euro est restée inchangée à -0,3 % en novembre 2020. Sur la base de la dynamique des prix du pétrole et compte tenu de la réduction temporaire du taux de TVA introduite par l'Allemagne, l'inflation globale devrait rester négative jusqu'au début de l'année 2021. Par la suite, elle devrait augmenter en raison de la fin de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne et des effets de base à la hausse de l'inflation des prix de l'énergie. Dans le même temps, les pressions sous-jacentes sur les prix devraient rester modérées en raison de la faiblesse de la demande, notamment dans les secteurs du tourisme et des voyages, ainsi que des faibles pressions salariales et de l'appréciation du taux de change de l'euro. Une fois que l'impact de la pandémie s'estompera, une reprise de la demande, soutenue par des politiques fiscales et monétaires accommodantes, exercera une pression à la hausse sur l'inflation à moyen terme.

Les projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par l'Eurosystème pour la zone euro, tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 0,2 % en 2020, de 1,0 % en 2021, de 1,1 % en 2022 et de 1,4 % en 2023. Par comparaison aux projections de septembre 2020 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de l'inflation mesurée par l'IPCH ont été revues à la baisse de 0,1 p.p pour 2020 et de 0,2 p.p pour 2022.

Tableau 2 :

Tableau 2 Projections macroéconomiques pour la zone euro
(taux de variation annuelle en pourcentages, sauf mention contraire)

	DÉCEMBRE 2020				SEPTEMBRE 2020		
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022
PIB réel	-7,3	3,9	4,2	2,1	-8,0	5,0	3,2
Consommation privée	-8,3	4,3	5,7	1,8	-8,0	5,9	3,4
Consommation publique	1,5	2,5	0,6	1,1	1,7	1,7	1,0
Investissement	-10,1	5,0	6,5	3,7	-12,3	6,3	6,1
Exportations	-11,0	6,5	4,9	3,5	-13,7	7,4	4,5
Importations	-10,7	6,3	6,1	3,8	-11,7	7,0	5,0
Emploi	-1,8	-0,9	1,8	1,0	-2,3	0,1	1,3
Taux de chômage ⁵	8,0	9,3	8,2	7,5	8,5	9,5	8,8
IPCH	0,2	1,0	1,1	1,4	0,3	1,0	1,3
IPCH ex énergie	1,0	1,0	1,1	1,3	1,1	1,0	1,2
Solde budgétaire des administrations publiques ⁶	-8,0	-6,1	-3,9	-3,0	-8,8	-4,9	-3,6
Dette brute des administrations publiques ⁷	98,4	99,9	98,3	97,8	100,7	100,0	98,9

Source : BCE

1.1.8 La balance des paiements de la zone euro

Sur base des données mensuelles préliminaires, l'excédent courant de la zone euro a atteint 142 milliards d'euros (1,7 % du PIB) sur les trois premiers trimestres 2020, comparé à un surplus de 187 milliards d'euros (2,1 % du PIB) sur la même période en 2019. Cette contraction de l'excédent courant provient d'une évolution défavorable des excédents des services et du revenu primaire (rémunérations des salariés et revenus d'investissements). La contribution positive la plus importante à l'excédent courant provient, comme d'habitude, des échanges des marchandises dont le solde positif s'est établi à 228 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2020, soit un surplus similaire à celui dégagé sur la même période en 2019. Si le surplus de biens est resté stable, les exportations et les importations de biens se sont, de leur côté, fortement contractées (-11 % et -12 %) sur les trois premiers trimestres 2020. Les plus fortes baisses se sont déroulées au deuxième trimestre 2020, les exportations et les importations ayant reculé respectivement de 22 % et de 24 %, par rapport au même trimestre en 2019. La crise sanitaire est à la base de ces baisses, qui ont affecté, de façon similaire, les exportations et les importations de services.

5 Pourcentages de la population active.

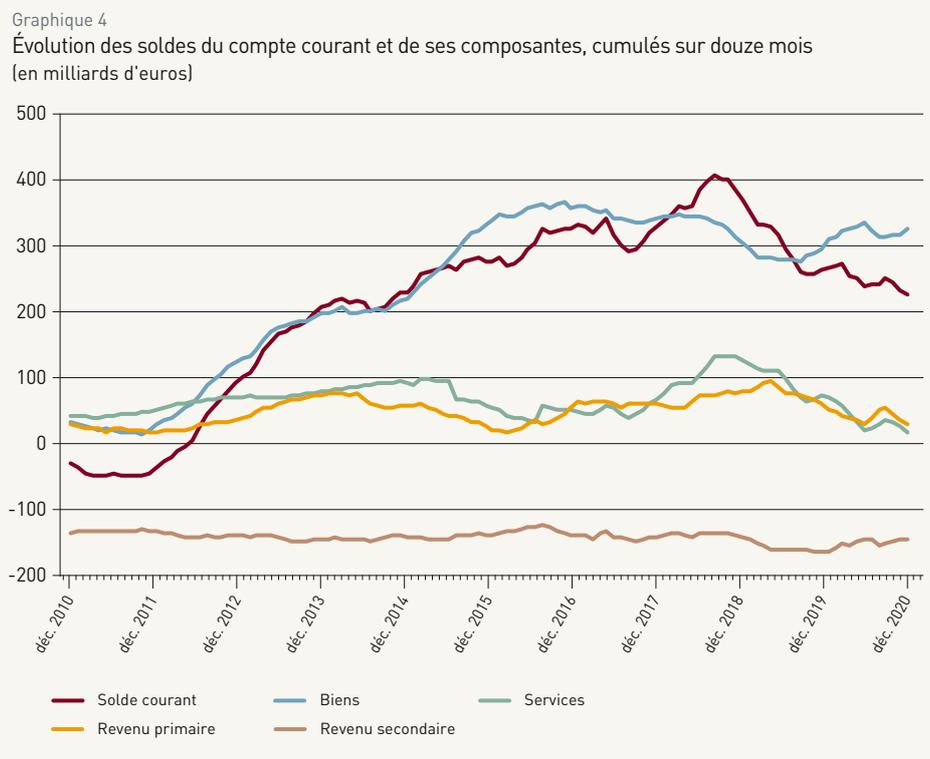
6 Pourcentages du PIB.

7 Pourcentages du PIB.

S'agissant du compte des transactions financières, sur les trois premiers trimestres, les achats nets par des non-résidents des titres de dette émis par la zone euro ont atteint 274 milliards d'euros, contre 293 milliards sur la même période en 2019. Sur les marchés des titres de participation, après avoir délaissé les actions au premier trimestre (ventes nettes de 72 milliards d'euros), les non-résidents sont revenus sur les marchés en investissant 170 milliards d'euros aux deuxième et troisième trimestres 2020.

Au cours du premier trimestre 2020, les résidents de la zone euro avaient également réduit leurs placements dans les titres de participation étrangers (ventes nettes de 50 milliards d'euros). Les transactions sur ces titres se sont toutefois soldées par des achats nets de 146 milliards d'euros aux deuxième et troisième trimestres 2020. De même, les titres de dette étrangers ont subi des achats nets à concurrence de 290 milliards d'euros aux deuxième et troisième trimestres 2020, après les ventes nettes de 77 milliards d'euros observées au premier trimestre 2020.

Les flux d'investissements de portefeuille se sont soldés par des entrées nettes de capitaux en baisse à 65 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2020, comparées à des entrées nettes de 191 milliards d'euros sur la même période en 2019. Concernant les autres composantes du compte financier, suite à une forte réduction des sorties, les investissements directs se sont soldés par des entrées nettes de 108 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2020. De leur côté, les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques) se sont soldés par des sorties nettes en baisse à 175 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2020, résultantes d'une contraction des créances des autres institutions financières monétaires.



Source : BCE

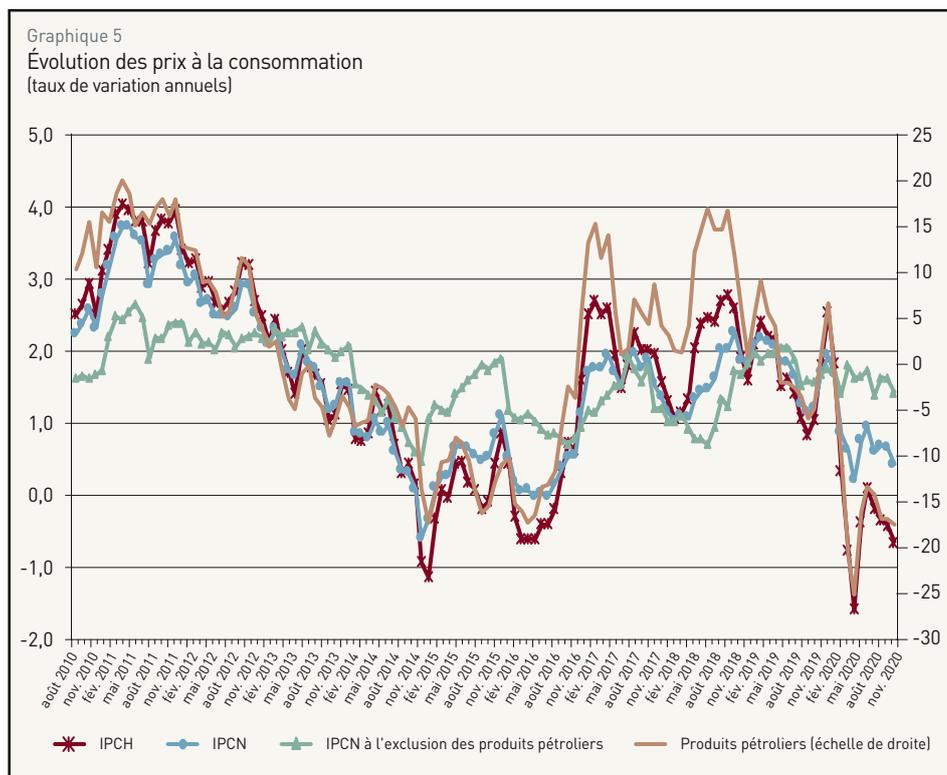
1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE AU LUXEMBOURG

1.2.1 Les prix et les coûts

1.2.1.1 Les prix à la consommation

L'inflation au Luxembourg, mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN), qui avait atteint 1,7 % en 2019, a reculé lors des onze premiers mois 2020 et s'est établie à 0,8 % en moyenne.

Les développements d'inflation en 2020 se sont déroulés en plusieurs phases. En début d'année, l'inflation a été soutenue par la hausse des prix des produits pétroliers et par l'indexation automatique des salaires à l'évolution des prix à la consommation qui a eu lieu en janvier. En mars, l'inflation sous-jacente a reculé sous l'effet de l'introduction de la gratuité des transports publics. Néanmoins, alors que la première vague du COVID-19 touchait le Luxembourg, l'inflation des services⁸ et la hausse des prix des biens alimentaires ont ensuite soutenu l'inflation sous-jacente. En même temps, la chute des prix des produits pétroliers, qui comptent pour environ 5 % du panier de l'IPCN, impliquait une baisse importante de l'inflation globale. Celle-ci ayant même atteint seulement 0,2 % en mai, le taux le plus bas observé depuis la mi-2016. La divergence entre l'inflation globale et l'inflation sous-jacente s'est poursuivie sur le reste de l'année. En moyenne sur les onze premiers mois de 2020, l'inflation sous-jacente s'est établie à 1,6 % alors que l'inflation globale restait inférieure à 1,0 %. Ce différentiel important s'explique par l'ampleur de la chute des prix des produits pétroliers qui ont reculé de près de 13 % sur la même période.



Source : STATEC

Le différentiel d'inflation avec la zone euro, qui avait atteint +0,5 p.p. en 2019, est resté à ce niveau en moyenne lors des trois premiers trimestres de 2020. Cette stabilisation cache néanmoins un net recul du différentiel lors de la première moitié de l'année et une hausse importante au troisième trimestre. Par rapport aux pays limitrophes, le différentiel d'inflation s'est légèrement réduit, passant de 0,4 p.p. en 2019 à 0,3 p.p. lors des trois premiers trimestres de 2020. En termes cumulés, sur la période allant de l'introduction de l'euro en 1999 au troisième trimestre 2020, le différentiel d'inflation du Luxembourg a atteint respectivement +11,4 p.p. par rapport aux pays limitrophes et +9,6 p.p. par rapport à la zone euro.

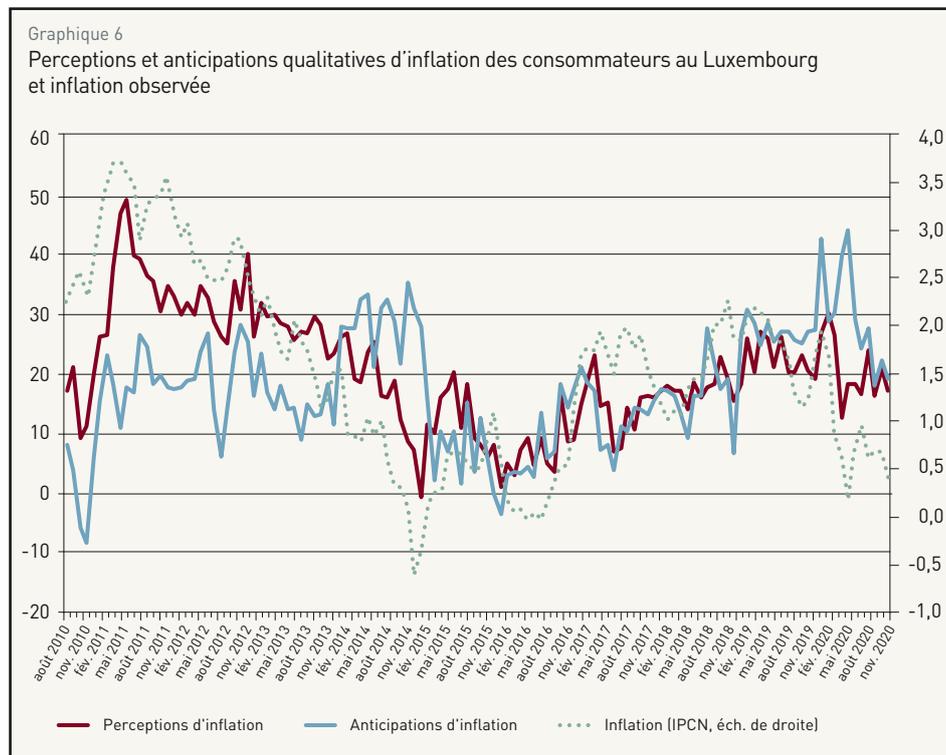
Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la

8 Il convient de noter que le prix de certains services, qui ne pouvaient être offerts en raison du confinement, ont été estimés par le STATEC et ont fortement contribué à l'inflation.

BCL⁹, les perceptions et les anticipations d'inflation, qui avaient connu des développements de sens contraire au printemps, connaissent depuis la fin de l'été une évolution similaire et globalement à la baisse.

1.2.1.2 Les prix à la production et les prix immobiliers

Après une année 2019 en recul, les prix à la production ont poursuivi cette tendance au premier trimestre avant de rebondir au deuxième trimestre, pendant le confinement sous l'impulsion des prix à la production des biens de consommation. Ils ont par contre fortement reculé au troisième trimestre. Sur l'ensemble des trois premiers trimestres, les prix à la production ont baissé de 0,7 % en moyenne.



Sources : BCL, STATEC

Après avoir progressé de 2,9 % en 2019, les prix à la construction ont progressé de 1,9 % entre octobre 2019 et avril 2020.

Tableau 3 :

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

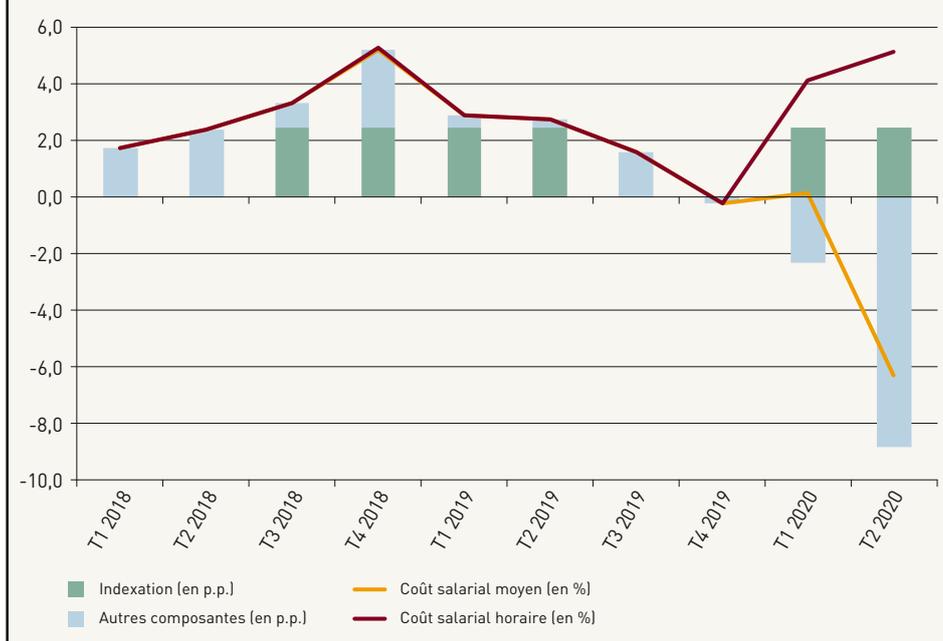
	2018	2019	2020-T1	2020-T2	2020-T3
Ensemble des produits industriels	4,6	-1,9	-1,3	3,5	-4,3
Biens intermédiaires	7,6	-3,7	-1,6	1,0	-2,4
Biens d'équipement	1,4	3,0	-0,1	0,0	-0,1
Biens de consommation	3,7	-5,5	-2,1	18,1	-13,8
Biens énergétiques	-5,4	8,3	-0,3	-0,4	-2,9
Prix à la construction	1,9	2,9	1,9*		
Prix immobiliers résidentiels	5,7	10,1	4,0	4,4	

* Les prix à la construction sont disponibles pour le mois d'avril et d'octobre de chaque année, il s'agit donc ici d'une variation semestrielle.
Sources : STATEC, calculs BCL

Les prix de vente de l'immobilier résidentiel ont continué leur progression soutenue en 2020 après une hausse de 10,1 % en 2019 sur base annuelle. Au premier trimestre 2020, les prix immobiliers ont progressé de 4,0 % sur base trimestrielle pour ensuite augmenter de 4,4 % au deuxième.

⁹ 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

1.2.1.3 Les coûts salariaux

L'estimation de la comptabilité nationale, publiée en septembre 2020, a fait état d'une diminution annuelle du coût salarial moyen de 6,3 % au deuxième trimestre 2020, après une quasi-stagnation (+0,2 %) au trimestre précédent. Une analyse détaillée révèle que la contribution de l'indexation des salaires aux prix (+2,5 p.p.) n'a pas permis de compenser l'apport négatif des « autres composantes » (-8,8 p.p.), qui incorporent les éléments dits « réels », tels que les salaires négociés, les primes et gratifications ou encore la variation du volume de travail.

Pour sa part, le coût salarial horaire, qui fait abstraction de l'évolution du volume de travail, aurait augmenté de 5,1 % en glissement annuel.

L'indicateur de court terme calculé à partir des données administratives de la Sécurité sociale confirme le recul sensible du coût salarial moyen au deuxième trimestre 2020, mais témoigne d'une baisse légèrement plus faible que celle retracée par les comptes nationaux. Néanmoins, il est à rappeler que les données issues de ces deux sources statistiques ne sont que partiellement comparables, en raison de l'existence de divergences méthodologiques¹⁰.

Abstraction faite de ces différences, les données administratives permettent néanmoins d'affiner l'analyse en décomposant le coût salarial moyen en divers éléments. Aussi, sur la base des fichiers mensuels de la Sécurité sociale, le coût salarial moyen aurait diminué de 5 % au deuxième trimestre 2020. La diminution de la durée moyenne de travail (sous l'effet du recours au dispositif de chômage partiel, du congé pour raisons familiales et de la baisse des heures supplémentaires) et, dans une moindre mesure, le recul des primes et gratifications distribuées expliqueraient l'évolution négative du coût salarial moyen. À noter aussi que le coût salarial moyen n'intègre pas les indemnités de chômage partiel versées par le Fonds pour l'emploi¹¹.

L'analyse sectorielle, telle qu'elle est retracée par les comptes nationaux, montre qu'en glissement annuel, le coût salarial moyen a diminué dans l'ensemble des branches économiques, à l'exception des secteurs financier et public au sens large. Cette baisse a cependant été particulièrement importante

10 La comptabilité nationale est compilée à partir d'une multitude de sources administratives et statistiques et fait l'objet de divers retraitements.

11 Lorsque les indemnités de chômage partiel sont très élevées, comme c'est le cas en période COVID-19, il existe une différence assez importante entre l'évolution du coût salarial moyen (payé par l'employeur) et la rémunération salariale effective (reçue par le salarié). Voir aussi le chapitre 1.2.6.4. et notamment le graphique 28 ci-après.

dans la branche « commerce, transports et HORECA » (-19 %), la construction (-16 %), les activités immobilières (-14 %), les autres activités de services (-10 %) et l'industrie (-9 %).

Tableau 4 :

Évolution 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				
	T2 2019	T3 2019	T4 2019	T1 2020	T2 2020	T2 2019	T3 2019	T4 2019	T1 2020	T2 2020
Industrie, y compris énergie	0,1	0,1	0,2	-4,5	-5,8	0,6	0,6	-0,3	-3,7	-9,3
Construction	0,8	0,9	0,7	-5,6	-12,8	3,2	2,1	1,2	-3,7	-16,4
Commerce; réparation d'automobiles et de motocycles; transports et entreposage; hébergement et restauration	1,3	-1,0	-0,1	-2,5	-16,5	3,0	1,0	-0,1	-2,3	-19,4
Information et communication	1,1	-0,6	-3,0	4,1	-3,5	3,3	3,9	-1,4	1,6	-3,0
Activités financières et d'assurance	0,8	-0,6	-0,1	1,8	1,8	1,9	1,8	-0,4	1,9	3,2
Activités immobilières	1,8	-0,6	0,0	-4,4	-9,1	1,5	0,9	-0,4	-3,4	-13,6
Activités spécialisées, scientifiques et techniques; activités de services administratifs et de soutien	0,9	1,2	0,2	-0,7	-8,0	2,9	2,3	-0,9	1,5	-7,5
Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale	0,6	-0,3	-0,3	1,8	-1,2	3,2	0,8	-0,2	1,8	0,1
Arts, spectacles et activités récréatives; autres activités de services	0,5	0,4	-0,0	-1,3	-9,5	4,8	2,6	1,6	-0,5	-10,4
Coût salarial moyen - économie totale	0,9	0,1	-0,1	-0,6	-5,8	2,8	1,6	-0,2	0,2	-6,3

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

Sources : Statec, calculs BCL

En conclusion, la récente estimation des comptes nationaux a fait état d'un fort repli du coût salarial moyen. Le paiement d'une tranche indiciaire en janvier 2020 n'a pas permis de compenser la contribution négative des composantes dites « réelles ». Eu égard au caractère encore provisoire de ces données, la prudence reste cependant de mise quant à l'interprétation des comptes nationaux. Ces derniers sont susceptibles de faire l'objet de révisions au cours de publications ultérieures.

1.2.2 Le marché du travail

1.2.2.1 L'emploi

Le marché du travail a enregistré un fort ralentissement sur fond de crise du COVID-19. Selon des estimations du STATEC¹², la progression annuelle de l'emploi salarié aurait décéléré de 2,9 % au premier trimestre 2020 à 1,3 % au deuxième, avant de se redresser légèrement par la suite.

12 À interpréter avec prudence au regard de leur caractère provisoire.

Tableau 5 :

Emploi et chômage

(taux de variation annuel moyen, sauf pour le taux de chômage)

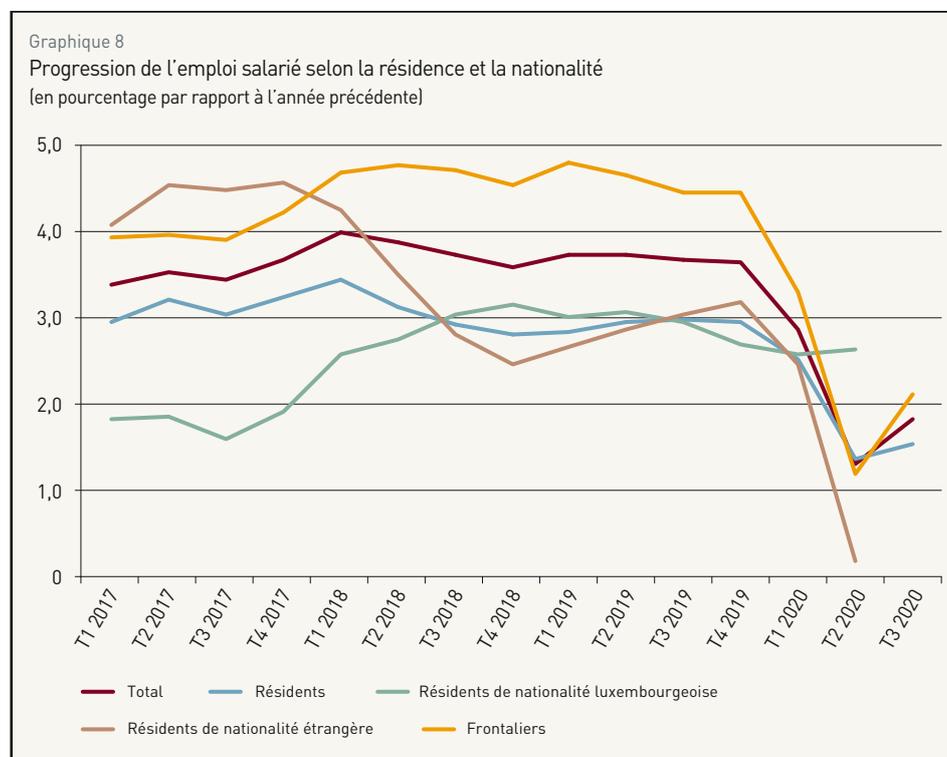
	2019	T1 2020	T2 2020	T3 2020	OCT 2020
Emploi salarié total	3,7	2,9	1,3	1,9	1,6
Salariés frontaliers	4,6	3,3	1,2	2,2	2,0
Salariés résidents	2,8	2,4	1,3	1,6	1,2
Travailleurs indépendants	2,7	3,6	3,2	2,6	2,6
Emploi total	3,6	2,9	1,4	1,9	1,6
Offres d'emploi non satisfaites (stock)	2,4	9,4	-18,6	-8,3	2,1
Postes vacants déclarés au cours du mois (flux)	-3,1	-0,3	-30,7	-15,6	-8,5
Nombre de demandeurs d'emploi (au sens strict)	0,9	11,2	32,3	22,8	19,5
Taux de chômage au sens strict (en % de la population active)	5,3	5,8	6,8	6,4	6,3
Mesures pour l'emploi	-12,5	-2,3	-9,4	-2,7	-5,9
Nombre de demandeurs d'emploi (au sens large)	0,4	8,1	23,5	17,2	14,2

Remarque : Les données relatives au troisième trimestre et au mois d'octobre 2020 sont des estimations.

Par ailleurs, les données relatives aux salariés résidents incluent uniquement les résidents travaillant sur le territoire luxembourgeois.

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

L'emploi des salariés frontaliers et des salariés résidents de nationalité étrangère, qui est davantage sensible aux fluctuations cycliques en raison de sa répartition sectorielle, a vu sa progression ralentir sensiblement.



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

Sources : STATEC, calculs BCL

L'analyse sectorielle, telle que retracée par les comptes nationaux, montre que deux secteurs se sont démarqués en tant que principaux moteurs de croissance de l'emploi au Luxembourg, au deuxième trimestre 2020. Il s'agit du secteur public au sens large (y compris la santé et l'éducation) et du secteur de la construction. En revanche, les services aux entreprises, les branches « commerce, transports et HORECA » et (dans une moindre mesure) l'industrie ont contribué négativement à la progression annuelle de l'emploi salarié total.

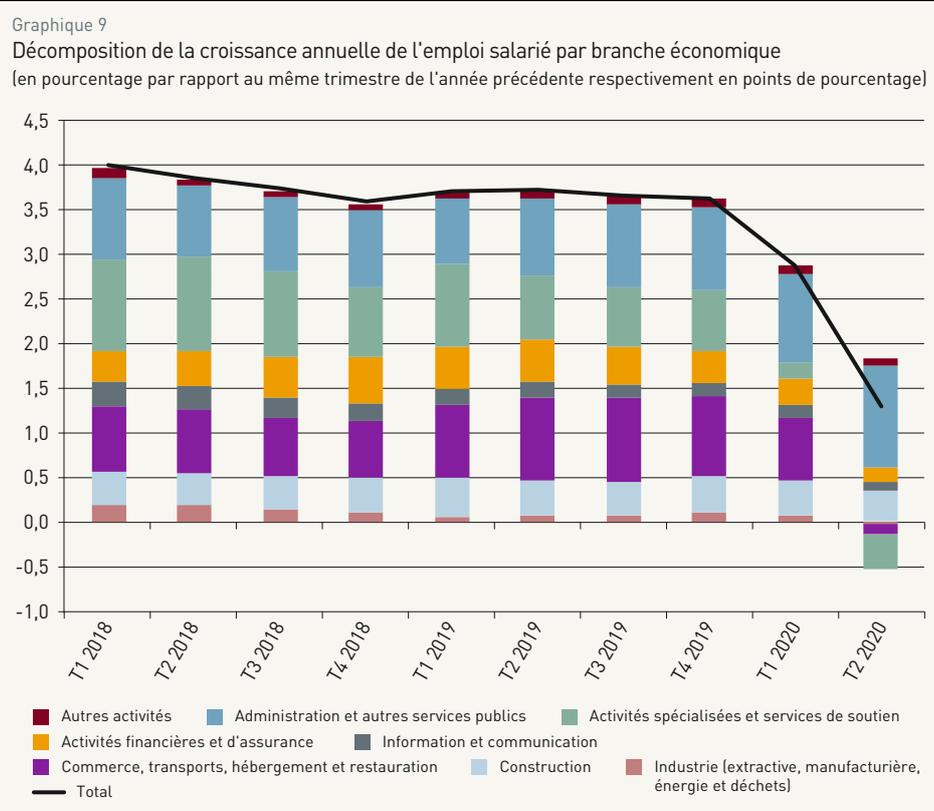
L'emploi intérimaire, qui est comptabilisé dans le secteur des services aux entreprises, s'est contracté en glissement annuel de 36 % au deuxième trimestre 2020, après une baisse de 25 % le trimestre précédent¹³. Par nature, l'emploi intérimaire constitue un facteur d'ajustement face aux retournements conjoncturels, en permettant aux entreprises de réagir rapidement à la dégradation conjoncturelle sans procéder à des licenciements (du moins dans un premier temps). Le phénomène contraire se produit en début de reprise économique, lorsque les entreprises – confrontées à une grande incertitude – préfèrent recourir à de la main-d'œuvre intérimaire plutôt qu'à des emplois permanents.

Les perspectives d'embauches, telles qu'elles se dégagent des enquêtes d'opinion auprès des entreprises, se sont détériorées au mois de novembre après s'être largement redressées au cours des mois précédents, par rapport au niveau très bas atteint en avril 2020. Elles demeurent négatives dans l'industrie, le commerce et les services aux entreprises. Les anticipations d'évolution du chômage des consommateurs demeurent également très défavorables.

Dans ce contexte, la hausse de la demande de travail, telle qu'elle se répercute dans le stock d'offres d'emploi non satisfaites déclarées auprès de l'Agence pour le développement de l'emploi (ADEM), s'est établi à près de 7 000 unités au troisième trimestre 2020, soit une baisse de 8,3 % par rapport à la période correspondante de 2019. Le taux d'emplois vacants a diminué tout en demeurant largement au-dessus de sa moyenne historique d'avant-crise¹⁴.

1.2.2.2 Le chômage

Après avoir atteint son point le plus haut depuis cinq ans, en avril 2020 (soit, un taux de 7 % de la population active), le taux de chômage au sens « strict » s'est de nouveau repositionné sur une trajectoire descendante pour s'établir à 6,3 % en octobre 2020. Ce taux demeure cependant largement supérieur à son niveau de 2019.

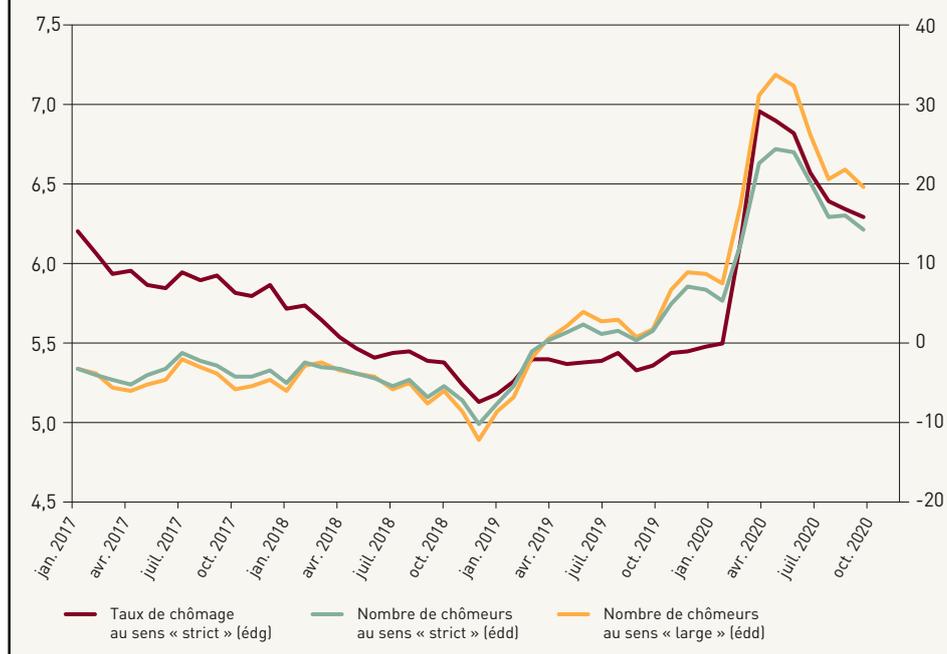


Sources : STATEC, calculs BCL

13 Selon les plus récentes données disponibles, le travail intérimaire aurait poursuivi son repli au mois de juillet (42 % par rapport à juillet 2019).

14 En effet, ce dernier s'est établi à 1,6 % en moyenne au cours des dix premiers mois de 2020, contre 0,5 % en moyenne au cours de la période allant de janvier 1998 à août 2008.

Graphique 10
Évolution du chômage
(en pourcentage de la population active respectivement en taux de variation annuel)

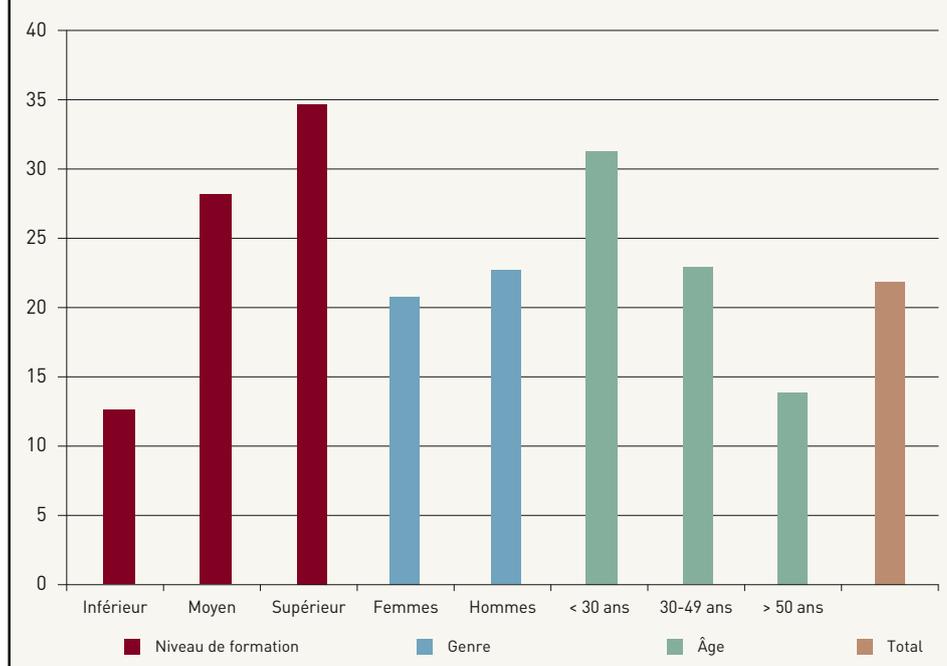


Sources : ADEM, STATEC, calculs BCL

Une analyse détaillée révèle que le nombre de demandeurs d'emploi a particulièrement augmenté parmi ceux disposant d'un niveau de formation moyen ou supérieur (+ 31 % en moyenne au cours des dix premiers mois de l'année 2020). De même, le nombre de jeunes chômeurs (âgés de moins de 30 ans) s'est inscrit en hausse de plus de 30 % en un an¹⁵.

Dans le sillage des mesures de confinement, le recours au chômage partiel a atteint des records historiques en mars et avril 2020 : la part des salariés travaillant (potentiellement) à horaire réduit s'est établie à 33 % en moyenne chaque mois. Depuis le mois de juillet, celle-ci tourne autour des 6 %, une part qui reste élevée d'un point de vue historique. Par ailleurs, l'introduction de nouvelles restrictions à la fin du mois de novembre 2020 a engendré une nouvelle hausse des demandes de chômage partiel.

Graphique 11
Évolution annuelle du nombre de demandeurs d'emploi selon leurs caractéristiques
(en pourcentage par rapport aux dix premiers mois de l'année 2019)



Sources : ADEM, calculs BCL

15 Dans ce contexte, il convient de rappeler que l'emploi des jeunes est caractérisé par un taux de rotation élevé qui s'expliquerait par la nature qualitative des emplois occupés par ces derniers et en particulier par leur part démesurée dans des contrats temporaires (contrats à durée déterminée ou travail intérimaire). Par ailleurs, en tant que nouveaux entrants sur le marché du travail, les jeunes travailleurs ne bénéficient pas de l'ancienneté qui confère aux travailleurs plus âgés une certaine protection face aux fluctuations du marché. En effet, les coûts de séparation (indemnités de licenciement, coûts indirects liés aux pertes de capital humain etc.) augmentent en général avec l'ancienneté (et l'âge).

1.2.3 Les activités sectorielles

1.2.3.1 L'industrie et la construction

La **production industrielle**, qui avait déjà reculé en 2019 a poursuivi sa tendance baissière en 2020, celle-ci s'étant même amplifiée dans le contexte de la crise liée au COVID-19. Sur les trois premiers trimestres, la production industrielle a reculé de 13,9 % et la production dans la sidérurgie a reculé de 13,5 %. Malgré une reprise de l'activité au troisième trimestre, les reculs importants observés au premier et au deuxième trimestre auront un impact négatif sur l'ensemble de l'année 2020.

L'indicateur de confiance dans l'industrie, en baisse depuis 2018, a vu son recul s'accroître lors de la première moitié de 2020 et atteignant des niveaux exceptionnellement bas. Depuis l'été, la confiance s'est néanmoins améliorée, retrouvant peu à peu un niveau proche de sa moyenne historique.

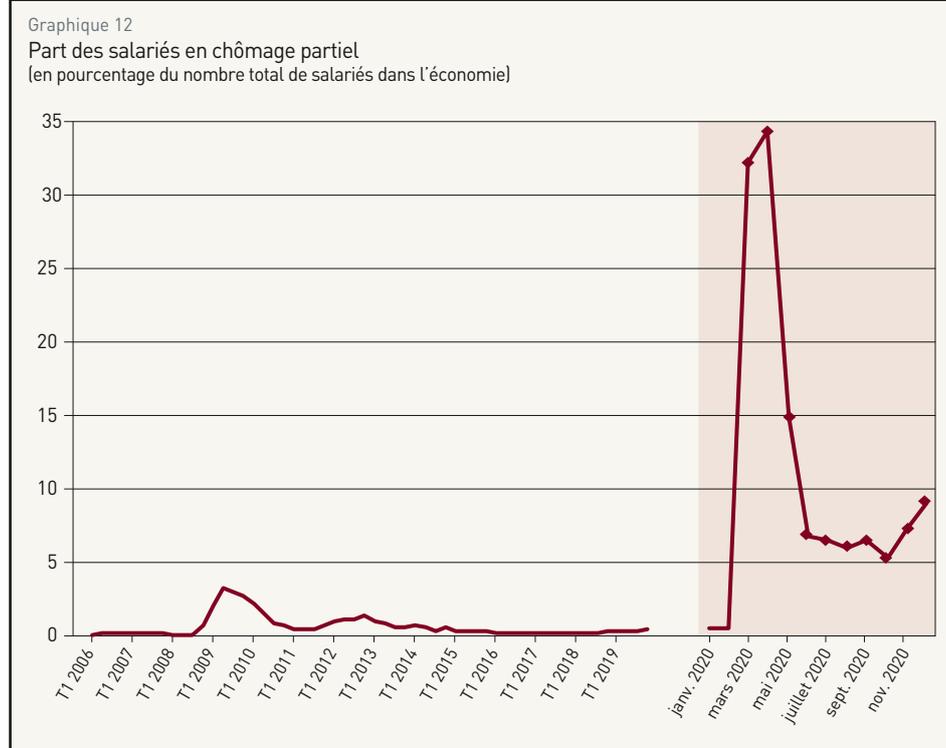
Cette dynamique défavorable est également observée au sein de la zone euro. La production industrielle, qui avait baissé de 1,3 % en 2019, a chuté de 10,7 % lors des trois premiers trimestres de 2020. Depuis 2018 toutefois, la production industrielle dans la zone euro connaît globalement une évolution plus favorable qu'au Luxembourg.

Tableau 6 :

Indicateurs relatifs aux secteurs de l'industrie et de la construction (en taux de variation annuel)

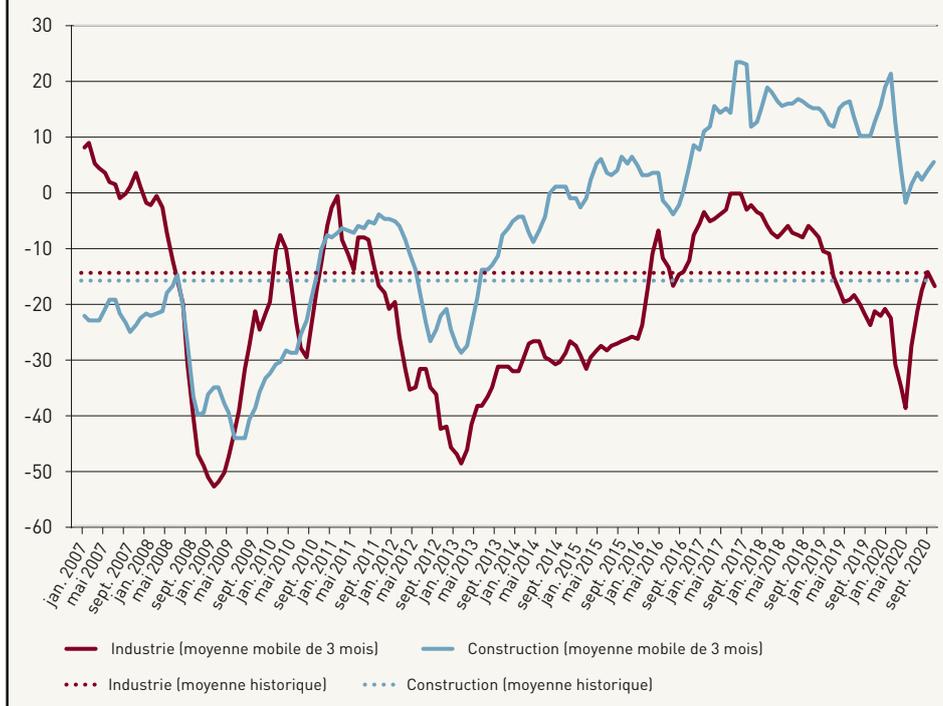
	2018	2019	2020-T1	2020-T2	2020-T3
Industrie					
Production par jour ouvrable - Total	-1,1	-3,4	-10,2	-22,5	-8,7
Production par jour ouvrable - Sidérurgie	14,3	-9,1	-20,8	-17,0	-1,4
Production par jour ouvrable - Industrie, sidérurgie exclue	-1,3	-3,2	-9,9	-22,7	-8,9
Construction					
Production par jour ouvrable - Total	3,7	0,9	-8,4	-18,4	-1,8
Heures travaillées	4,0	1,4	-8,1	-21,5	-3,5
Permis de bâtir	11,1	-1,2	-29,7		

Sources : STATEC, calculs BCL



Sources : ADEM, STATEC, calculs BCL

Graphique 13
Indicateurs de confiance dans l'industrie et la construction
(moyenne mobile de 3 mois)¹⁶



Sources : Commission européenne, calculs BCL

L'activité dans le secteur de la **construction**, qui avait connu une progression modérée en 2019, a fortement chuté lors des trois premiers trimestres de 2020. Le recul de la production s'est établi à 9,8 % en moyenne, alors que le nombre d'heures travaillées reculait de manière plus marquée (-11,4 %). L'activité dans la construction, qui a été mise à l'arrêt durant le confinement, a été pénalisée au premier et au second trimestre mais a nettement rebondi au troisième trimestre.

Après avoir reculé de 1,8 % en 2019, le nombre de permis de bâtir délivrés a reculé de 30 % au premier trimestre 2020.

La confiance dans ce secteur, qui avait chuté au début de l'épidémie et durant le confinement, connaît une embellie depuis l'été (voir le graphique 13).

1.2.3.2 Le commerce et les autres services non financiers

Les chiffres d'affaires dans le commerce ont évolué de manière globalement défavorable sur les six premiers mois de l'année 2020, suite à l'apparition de la COVID-19 sur le continent européen et aux mesures de confinement qui ont suivi.

Au troisième trimestre, les évolutions ont été contrastées (voir tableau). Les ventes ont continué à reculer dans le commerce de gros tandis qu'elles se sont redressées dans le commerce de détail. Dans le même temps, la croissance sur un an du chiffre d'affaires a progressé de manière considérable dans le commerce et la réparation d'automobiles et de motocycles. Les nouvelles immatriculations automobiles, qui se sont redressées au troisième trimestre 2020, ont enregistré des baisses en octobre et novembre derniers (respectivement -18,6 % et -3,6 %). Les statistiques couvrant les pays de l'Union européenne, indiquent également une baisse des immatriculations en octobre 2020 (-7,8 %).

Dans le secteur de l'hôtellerie-restauration, le chiffre d'affaires a poursuivi son retrait au troisième trimestre 2020. Les dernières mesures de restrictions, impliquant, une fermeture des bars et des restaurants du 26 novembre au 15 décembre 2020, ne sont guère de bon augure pour les derniers mois de l'année. Les évolutions au sein du secteur des transports sont de leur côté variées. Force est de constater que les chiffres d'affaires des secteurs du transport aérien et de l'entreposage et des services auxiliaires aux transports ont cru, en moyenne, de manière notable aux deuxième et troisième trimestres 2020. Le chiffre d'affaires dans le terrestre a, de son côté, reculé au cours de ces deux derniers trimestres.

16 Données corrigées pour les variations saisonnières.

Tableau 7 :

Immatriculations de voitures et chiffre d'affaires dans différents secteurs*

(en taux de variation annuel)

	2018	2019	2019-T3	2019-T4	2020-T1	2020-T2	2020-T3
Immatriculations de voitures	0,1	4,2	1,7	14,6	-19,9	-45,4	11,2
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	4,7	8,9	11,4	9,9	-6,9	-29,7	13,6
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	6,6	4,6	2,0	-8,8	-8,7	-32,5	-8,4
Commerce de détail	6,4	5,6	5,3	5,1	0,3	-16,1	6,2
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et VCMS)	3,8	4,1	4,6	4,3	1,0	-7,0	8,2
Hôtels et restaurants	4,7	5,0	4,4	4,4	-13,5	-59,8	-28,1
Transports aériens	7,7	-4,9	-5,1	-7,8	-11,3	23,5	7,7
Transports par eau	-16,6	25,4	25,4	32,6	9,4	13,5	-17,7
Transports terrestres	4,4	4,1	1,5	4,2	3,4	-14,3	-4,8
Entreposage et services auxiliaires des transports	5,7	-7,9	-10,3	-5,1	4,0	2,2	12,5

* En valeur

Note : Les secteurs du commerce, des transports et de l'entrepotage et de l'hôtellerie-restauration représentaient en 2019 près de 30 % de la valeur ajoutée du secteur des services non-financiers – soit un peu plus que les 25 % du secteur publique (Codes NACE O à Q).

Sources : STATEC, calculs BCL

1.2.3.3 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

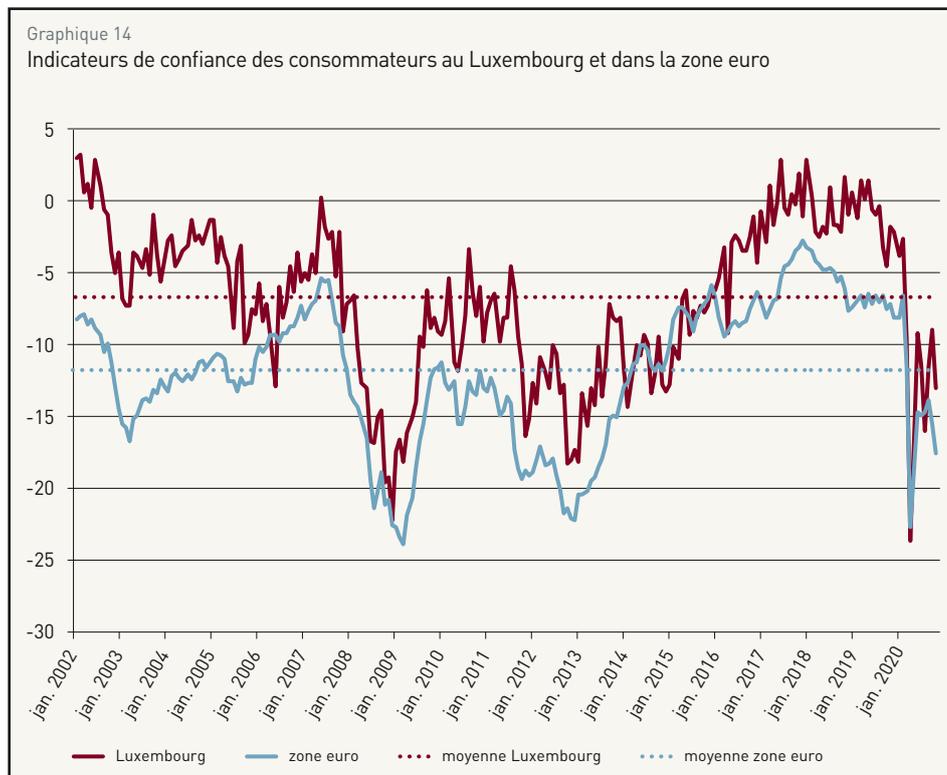
L'indicateur de confiance des consommateurs du Luxembourg a fortement chuté en mars et avril derniers, avant de rebondir aux mois de mai et juin. Depuis lors, la confiance a été très volatile et, en novembre¹⁷, l'indicateur de confiance s'est établi à un niveau qui reste inférieur à ceux observés avant le début de la pandémie.

La remontée de la confiance des consommateurs observée au cours des mois de mai et juin pourrait résulter des premières mesures de déconfinement qui avaient été annoncées par le gouvernement en avril 2020, lors de la première vague de l'épidémie de la COVID-19. Ces mesures, qui faisaient suite à l'arrêt de la dégradation des statistiques sanitaires depuis la fin du mois mars comprenaient la reprise des chantiers de construction le 20 avril 2020, suivie de la réouverture des commerces non essentiels et d'établissements scolaires la première quinzaine de mai. Elles semblent avoir été accueillis favorablement par les ménages du Luxembourg.

Les statistiques sanitaires ont commencé à se dégrader dès le début du mois de juillet et, le même mois, la confiance des consommateurs a reculé. Les oscillations au cours des quatre mois suivants indiquent qu'en moyenne, la confiance ne s'est que légèrement modérée, malgré l'arrivée en début octobre d'une seconde vague de contaminations à la COVID-19. De nouvelles mesures sanitaires sont entrées en vigueur le 26 novembre dernier, soit après la réalisation de l'enquête du mois de novembre. Enfin, il est important de rappeler que les annonces de plusieurs laboratoires pharmaceutiques, allant dans le sens de la découverte d'un vaccin contre la COVID-19 se sont multipliées depuis le début du mois de novembre. Ces derniers événements pourraient expliquer pourquoi, en dépit de la hausse des nouveaux cas de contamination détectés depuis octobre, la confiance des ménages du Luxembourg fait preuve d'une relative résilience.

17 Cette enquête a été réalisée avant l'annonce du 23 novembre relative à l'introduction de nouvelles mesures restrictives.

Graphique 14
Indicateurs de confiance des consommateurs au Luxembourg et dans la zone euro



Sources : BCL, Commission européenne

Il apparaît que la confiance des consommateurs est demeurée en dessous de sa moyenne historique depuis mars 2020¹⁸. Ça a été également le cas pour deux de ces quatre composantes. Il s'agit des anticipations des ménages portant sur, d'une part, leur situation financière et, d'autre part, la situation économique générale au Luxembourg. Les anticipations des ménages portant sur leur situation financière se situent, néanmoins, depuis octobre dernier à un niveau légèrement inférieur à leur moyenne historique. En revanche, les attentes des ménages concernant la situation économique générale au Luxembourg restent très nettement défavorables et se situent désormais à un niveau proche à celui observé en moyenne lors de la crise financière de 2008-2009. À l'opposé, les évolutions des deux autres composantes ont été plus

favorables au cours des derniers mois. Les intentions des ménages en termes d'achats importants, très volatiles en général, ont évolué en moyenne au-dessus de leur moyenne historique sur la période allant de mai à novembre 2020. Enfin, les perceptions des agents eu égard à leur situation financière passée ont enregistré en novembre leur troisième mois consécutif de hausse et, par là même, sont repassées au-dessus de leur moyenne historique.

Au niveau de la zone euro, la confiance des consommateurs a aussi été ébranlée par la crise sanitaire en mars et avril dernier. Elle s'est ensuite redressée en mai et a continué à progresser de manière quasi-continue jusqu'en septembre. Les résultats des enquêtes d'octobre et novembre indiquent de sensibles dégradations de la confiance des consommateurs, ce qui est sans doute lié à l'introduction de nouvelles mesures sanitaires dans la plupart des pays européens.

18 Les données sont disponibles sur le site internet de la BCL à l'adresse suivante : http://www.bcl.lu/fr/statistiques/series_statistiques_luxembourg/05_Economie_reelle/index.html

Encadré 1 :

L'ENQUÊTE SUR LE COMPORTEMENT FINANCIER ET DE CONSOMMATION DES MÉNAGES FRONTALIERS : RÉSULTATS PRINCIPAUX DE LA TROISIÈME VAGUE

Cet encadré présente les principaux résultats de la troisième vague de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages frontaliers (XB-HFCS), dont au moins un membre travaille au Luxembourg. Cette édition a été conduite en 2018 par la Banque centrale du Luxembourg (BCL) en collaboration avec le *Luxembourg Institute of Socio-Economic Research* (LISER). L'objectif de cette enquête est de recueillir des informations détaillées sur la situation économique des ménages des travailleurs frontaliers, qui représentaient presque 50 % de l'emploi salarié au Luxembourg en 2018.

Les travailleurs frontaliers contribuent de manière substantielle à l'économie luxembourgeoise, en termes de production, de consommation et de recettes fiscales. Toutefois, cette population n'est que partiellement couverte par les statistiques officielles. Pour cette raison, la BCL conduit régulièrement l'enquête XB-HFCS qui recueille des informations détaillées sur les actifs, passifs et revenus des ménages des travailleurs frontaliers, ainsi que sur leurs attitudes, attentes et projets futurs. Afin de permettre des comparaisons avec les résidents au Luxembourg, le questionnaire a été conçu sur base de l'enquête LU-HFCS sur le comportement financier et de consommation des ménages résidant au Luxembourg.

Le tableau 1 détaille les **principales caractéristiques** des travailleurs frontaliers et de leurs ménages. Celles-ci sont restées relativement inchangées entre 2014 et 2018. Les frontaliers résident généralement dans leur pays de naissance. La plupart d'entre eux vivent avec un partenaire. Ils disposent souvent d'un niveau de formation élevé et sont généralement employés dans le cadre d'un contrat à durée indéterminée. Par rapport aux ménages des employés résidant au Luxembourg, les frontaliers sont légèrement plus jeunes en moyenne.

Tableau 1 :

Caractéristiques générales du ménage selon le pays de résidence

CARACTÉRISTIQUES	TRAVAILLEURS FRONTALIERS				TRAVAILLEURS RÉSIDENTS		
	BELGIQUE	FRANCE	ALLEMAGNE	TOTAL	NATIFS	ETRANGERS	TOTAL
Général							
Age moyen	41,4	41,0	43,1	41,6	44,1	43,6	43,8
Taille du ménage	3,0	2,8	2,8	2,9	2,7	2,8	2,8
Résidant dans leur pays natal (%)	85,7	89,6	87,5	88,2	100,0	0,0	41,8
Temps moyen de trajet vers le lieu de travail (minutes)	51,0	55,0	49,0	53,0	23,2	26,9	25,3
Contrat en CDI (%)	97,5	96,4	98,1	97,1	94,9	93,5	94,1
État civil (%)							
Célibataire	22,7	27,4	23,4	25,3	37,4	27,3	31,5
En couple	69,4	64,4	66,2	66,0	49,8	56,5	53,7
Divorcé(e)	7,7	7,7	10,2	8,3	10,4	14,2	12,6
Veuf/veuve	0,3	0,5	0,3	0,4	2,4	2,0	2,1
Education (%)							
Primaire ou secondaire inférieur	10,7	3,4	20,4	9,5	11,5	26,1	20,0
Secondaire supérieur	29,5	45,6	45,4	41,7	51,8	26,4	37,0
Universitaire	59,8	51,0	34,3	48,8	36,7	47,5	43,0
Résidence et propriété (%)							
Pleine propriété	45,3	55,9	29,7	46,7	40,4	21,5	29,4
Propriétaires avec une dette hypothécaire	35,8	21,1	41,5	29,8	44,7	30,2	36,3
Locataires ou autres	18,9	23,0	28,8	23,5	15,0	48,2	34,3

*Ce tableau présente les informations fournies par le représentant du ménage.

Source : Calculs BCL basés sur la 3^e vague de la XB-HFCS et LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Par ailleurs, les frontaliers sont moins nombreux à travailler dans le secteur public au Luxembourg. Entre 2014 et 2018, les principaux secteurs d'emploi sont toujours i) les activités financières et d'assurance, ii) le commerce, transports, hôtels, restaurants et cafés, iii) l'industrie (y compris énergie) et iv) la construction. En 2018, la voiture personnelle restait le principal moyen de transport pour se rendre au travail. Le temps moyen de déplacement (aller simple) était de 53 minutes en 2018, soit une augmentation de 7 minutes par rapport à 2014.

Pour cette troisième vague, l'enquête s'est intéressée pour la première fois à la mobilité résidentielle. Environ 10 % des ménages des travailleurs frontaliers ont déjà vécu au Luxembourg. Comme indiqué dans le tableau 2, ils l'ont généralement quitté pour rentrer dans leur pays de naissance, tout en conservant leur emploi à Luxembourg. Parmi les ménages frontaliers dont la personne de référence est née au Luxembourg, l'Allemagne était le pays de résidence le plus choisi.

Tableau 2 :

Mobilité résidentielle des ménages frontaliers qui ont déjà vécu au Luxembourg
(pourcentage)

ORIGINE / RÉSIDENCE	BELGIQUE	FRANCE	ALLEMAGNE
Belgique	66,6	7,7	1,2
France	7,0	65,0	0,5
Allemagne	3,8	0,3	39,4
Luxembourg	12,7	10,2	55,0
Autres pays	9,9	16,8	4,0

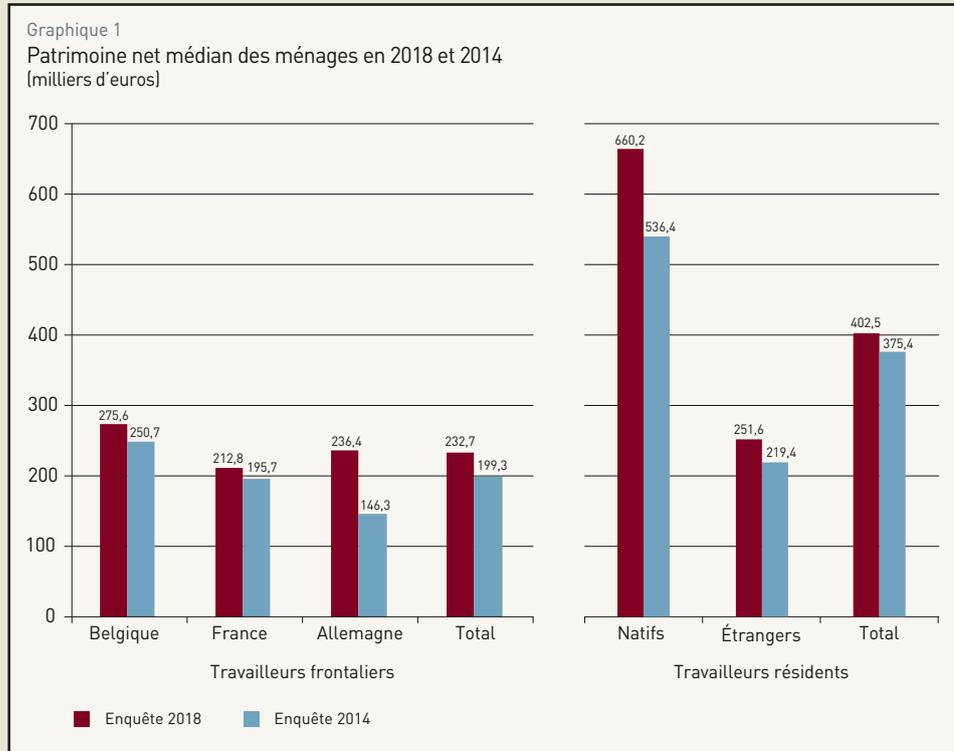
Source : Calculs BCL basés sur la 3^e vague de la XB-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples

Selon les résultats de l'enquête, le prix de l'immobilier ainsi que le coût de la vie au Luxembourg étaient les deux principales raisons avancées pour le déménagement à l'étranger. En moyenne, les frontaliers ayant déjà vécu au Luxembourg percevaient un revenu brut inférieur à celui des ménages des salariés résidant au Luxembourg. Cela pourrait signifier que seuls les ménages disposant d'un plus haut revenu peuvent acheter une propriété à Luxembourg, les autres déménageant de l'autre côté de la frontière. Le patrimoine net médian des ménages ayant déménagé à l'étranger était également inférieur à celui des ménages des employés résidant au Luxembourg.

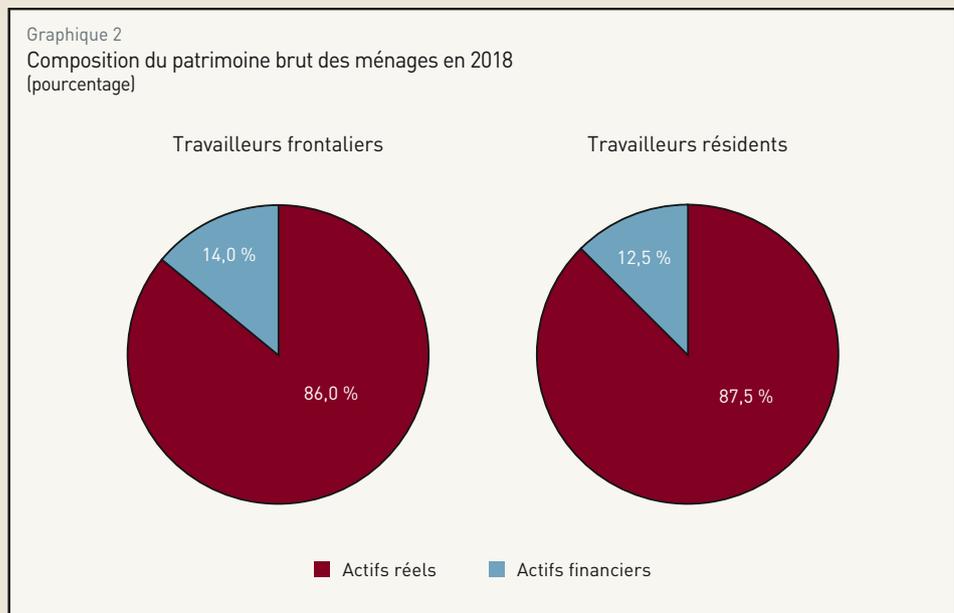
En comparant les ménages des frontaliers par pays de résidence (graphique 1), le **patrimoine net médian** des frontaliers résidant en Belgique (275 600 euros) était légèrement supérieur à celui des frontaliers résidant en France (212 800 euros) et en l'Allemagne (236 400 euros). Entre 2014 et 2018, les frontaliers résidant en Allemagne ont connu la plus forte progression de leur patrimoine net médian (62 %), du fait d'une augmentation importante du taux de propriété et de la valeur médiane de leur résidence principale (18 %). En 2018, le patrimoine net médian était plus élevé parmi les ménages des employés résidant au Luxembourg dont la personne de référence est née au Luxembourg (660 200 euros), ce qui reflète leur taux élevé d'accession à la propriété ainsi qu'un prix moyen de l'immobilier plus élevé au Luxembourg. Le patrimoine net médian des ménages frontaliers était comparable à celui des ménages des employés résidant au Luxembourg dont la personne de référence est née à l'étranger.

La composition du patrimoine des ménages frontaliers et des ménages résidents était similaire. Les actifs réels (comprenant les biens immobiliers) sont restés la composante la plus importante (graphique 2).

En moyenne, les frontaliers étaient plus susceptibles d'être **propriétaires** de leur résidence principale que leurs homologues travaillant dans leur pays de résidence ou que les ménages au Luxembourg dont la personne de référence est née à l'étranger (graphique 3). La part de propriétaires était plus élevée parmi les frontaliers résidant en Belgique (81 %) que parmi ceux résidant en France (77 %) ou en Allemagne (72 %). Parmi les ménages des employés résidant au Luxembourg, si la personne de référence est née à l'étranger, près de la moitié louaient leur logement, contre seulement 15 % si elle est née au Luxembourg. Ce dernier groupe affichait le taux de propriété le plus élevé et la valeur médiane de leur résidence principale était également la plus élevée.

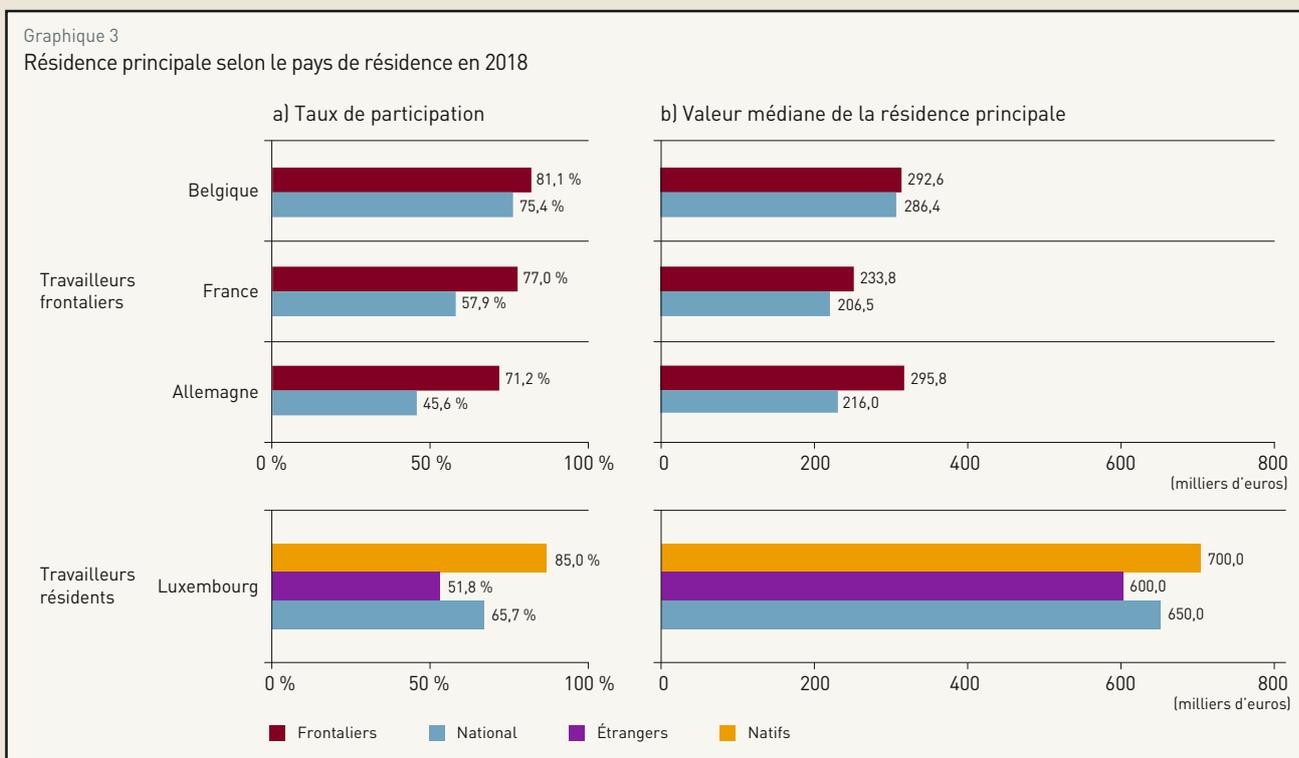


Sources : Calculs BCL basés sur la 3^e vague des enquêtes XB-HFCS et LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.



Sources : Calculs BCL basés sur la 3^e vague des enquêtes XB-HFCS et LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Graphique 3
Résidence principale selon le pays de résidence en 2018



Sources : Calculs BCL basés sur la 3e vague des enquêtes XB-HFCS et LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Pour les frontaliers qui étaient propriétaires, la valeur médiane de la résidence principale était généralement supérieure à celle de leurs homologues dans leur pays de résidence (graphique 3). En Allemagne en particulier, la valeur médiane de la résidence principale des frontaliers travaillant au Luxembourg dépassait de presque 80 000 euros celle de l'ensemble des employés résidant en Allemagne. La part de ménages qui avaient une dette hypothécaire était aussi plus élevée (de 25,6 points de pourcentage) pour les frontaliers résidant en Allemagne que pour leurs homologues résidant dans le même pays (tableau 4).

En 2018, la plupart des ménages détenaient au moins un type d'actif financier, quel que soit leur lieu de résidence (tableau 3). Le dépôt bancaire était le type d'actif financier le plus courant. Les ménages des frontaliers résidant en Allemagne étaient plus susceptibles d'investir dans des actifs à risque (actions et fonds communs de placement). En comparaison, les ménages des frontaliers résidant en France étaient plus prudents. Parmi les ménages des employés qui résident au Luxembourg, ceux dont la personne de référence est née à l'étranger avaient le plus faible taux de participation aux actifs risqués (14,6 %). Cependant, parmi ceux qui en détenaient, le montant médian était le plus élevé (40 000 euros). Les ménages des frontaliers français avaient un taux de participation aux actifs risqués presque aussi limité, mais parmi ceux qui en détenaient, le montant médian s'élevait à 11 100 euros.

Tableau 3 :

Actifs financiers – Taux de participation

(pourcentage)

CARACTÉRISTIQUES	TRAVAILLEURS FRONTALIERS				TRAVAILLEURS RÉSIDENTS		
	BELGIQUE	FRANCE	ALLEMAGNE	TOTAL	NATIFS	ETRANGERS	TOTAL
Actifs financiers	98,1	91,5	93,5	93,6	99,5	96,3	97,6
Dépôts	96,6	90,3	90,5	91,9	99,5	95,9	97,4
Obligations	3,1	1,4	1,6	1,8	1,5	1,2	1,3
Actifs à risque	20,4	14,7	24,2	18,5	15,1	14,6	14,8
Autre investissement financiers	2,3	0,7	3,3	1,7	1,4	1,6	1,5
Pension et assurance vie volontaire	45,7	26,0	55,2	38,2	32,3	17,7	23,8

Source : Calculs BCL basés sur la 3^e vague des enquêtes XB-HFCS et LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Frontaliers ou résidents, les ménages des employés au Luxembourg étaient fortement endettés en 2018 par rapport à la moyenne de la zone euro (42 %). **La part des ménages endettés** variait de 57 % pour les ménages des frontaliers résidant en France à 71 % pour les ménages des employés résidant au Luxembourg dont la personne de référence est née au Luxembourg (tableau 4). Ce niveau plus important d'endettement s'explique notamment par un taux de propriété plus élevé (graphique 3).

Tableau 4 :

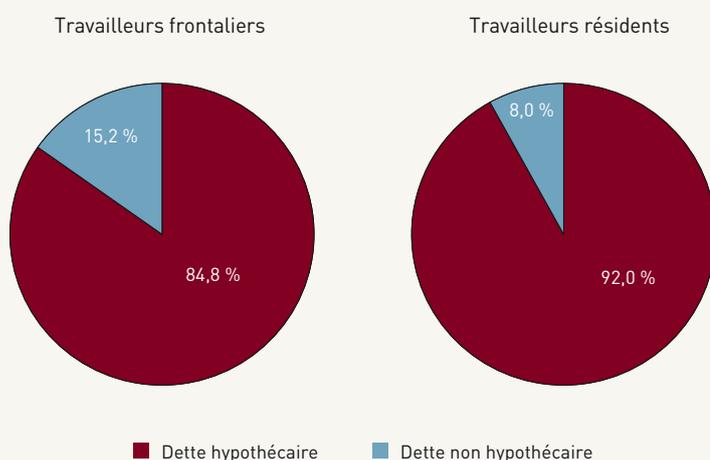
Taux de participation à la dette en 2018

(pourcentage)

	TRAVAILLEURS FRONTALIERS				TRAVAILLEURS RÉSIDENTS		
	BELGIQUE	FRANCE	ALLEMAGNE	TOTAL	NATIFS	ETRANGERS	TOTAL
Dette totale	69,7	57,2	63,8	61,9	70,9	59,2	64,1
Dette hypothécaire	43,2	26,3	47,0	35,6	50,5	35,2	41,6
Dette non hypothécaire	47,2	45,1	33,7	42,7	44,5	38,4	40,9

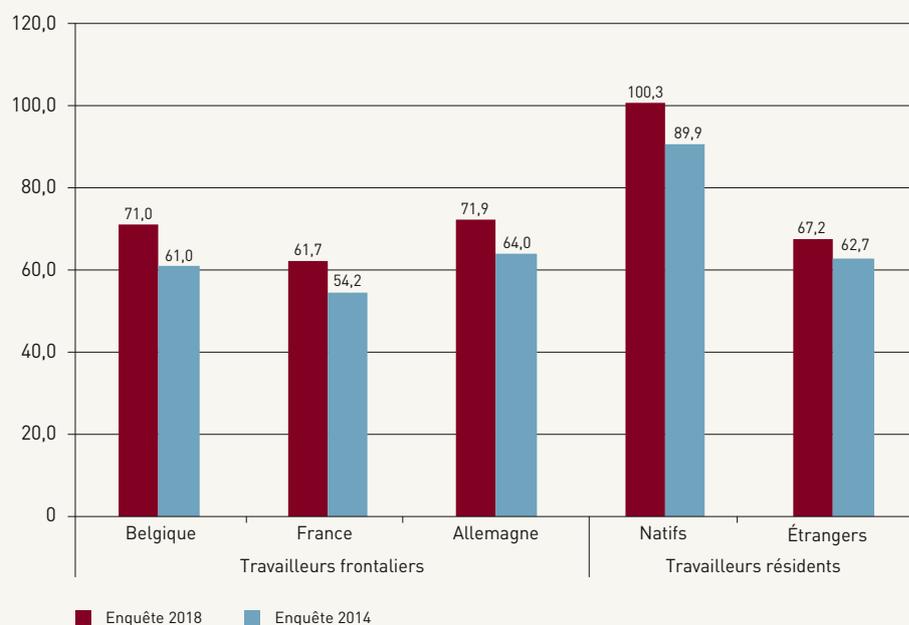
Source : Calculs BCL basés sur la 3^e vague des enquêtes XB-HFCS et LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Graphique 4
Composition de la dette moyenne en 2018
(pourcentage)



Sources : Calculs BCL basés sur la 3^e vague des enquêtes XB-HFCS et LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Graphique 5
Revenu brut médian par pays de résidence et enquête
(milliers d'euros)



Sources : Calculs BCL basés sur la 3^e vague des enquêtes XB-HFCS et LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Le graphique 4 montre que les ménages s'endettent principalement pour financer leur logement. Les crédits hypothécaires représentaient en moyenne plus de 90 % de la dette des ménages des employés résidant au Luxembourg, soit davantage que pour les ménages frontaliers. Ceci s'explique par les prix immobiliers plus élevés au Grand-Duché.

En 2018, le revenu brut médian était plus élevé parmi les ménages des employés résidant au Luxembourg dont la personne de référence est née au Luxembourg (graphique 5). Le **revenu brut** des frontaliers résidant en France était inférieur à celui des frontaliers résidant en Belgique ou en Allemagne ou à celui des ménages résidant au Luxembourg dont la personne de référence est née à l'étranger. Toutefois, les frontaliers jouissaient d'un revenu brut médian plus élevé que celui des ménages comparables dans leur pays de résidence. Entre 2014 et 2018, les ménages des frontaliers résidant en Belgique ont connu la plus forte progression du revenu brut médian (16,4 %), suivis par les frontaliers résidant en France (13,9 %) et en Allemagne (12,4 %). Cette progression a été plus limitée pour les ménages des employés résidant au Luxembourg dont la personne de référence est née à l'étranger (7,2 %).

1.2.4 Le secteur financier

1.2.4.1 Les établissements de crédits

L'évolution du nombre d'établissements de crédit

Au 31 octobre 2020, le nombre d'établissements de crédit inscrits sur la liste officielle s'est élevé à 128 unités, par rapport à 130 en octobre 2019. Cette évolution s'explique par la fermeture de 8 banques et six constitutions. Les banques allemandes ont continué à dominer le paysage bancaire de la place financière avec 22 unités présentes. On a également dénombré 14 banques françaises, 14 banques chinoises et 13 banques suisses. Par ailleurs, parmi les banques inscrites sur la liste officielle se trouvent respectivement neuf banques luxembourgeoises, six banques japonaises, cinq banques italiennes et cinq banques américaines.

L'évolution de l'effectif dans les établissements de crédit

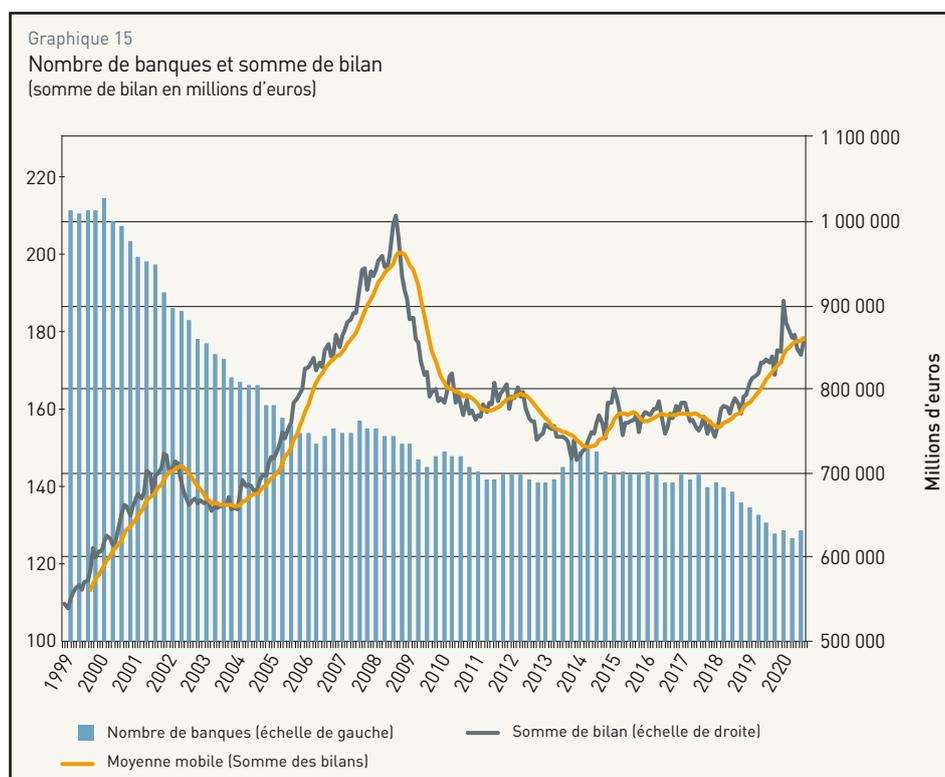
Si entre mi-2015 et mi-2019 l'emploi dans le secteur bancaire s'est inscrit en hausse, le nombre de personnes travaillant dans le secteur bancaire a légèrement reculé depuis lors. Sur un an, l'emploi bancaire s'est replié de 284 unités, passant de 26 438 en septembre 2019 à 26 154 personnes en septembre 2020. En comparaison trimestrielle, le nombre d'employés a diminué de 67 postes.

Le bilan des établissements de crédit

Au 31 octobre 2020, l'activité bancaire, mesurée par la somme des bilans de l'ensemble des établissements de crédit présents sur le territoire luxembourgeois, s'est élevée à 852,4 milliards d'euros. Le total bilantaire a enregistré une hausse de 23,9 milliards d'euros, soit 2,9 %, par rapport au 31 octobre 2019.

Évolution des principaux postes de l'actif

Les créances interbancaires ont représenté plus de la moitié (52,4 %) du total de l'actif fin octobre 2020. Ces créances ont augmenté de 14,0 milliards d'euros pour porter l'encours à 446,5 milliards d'euros, soit une hausse de 3,2 % en glissement annuel.



Source : BCL

Tableau 8 :

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

(en millions de EUR; données brutes; encours en fin de période)

ACTIF	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ¹⁾
	10-2019	12-2019	10-2020	10-2019 – 10-2020		12-2019 – 10-2020		10-2020
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances interbancaires	432 543	420 174	446 512	13 969	3,2	26 338	6,3	52,4
Créances sur la clientèle	244 294	244 803	245 368	1 074	0,4	565	0,2	28,8
Portefeuille titres	130 851	130 177	139 035	8 184	6,3	8 858	6,8	16,3
Autres actifs	20 885	19 900	21 518	633	3,0	1 618	8,1	2,5
Total de l'actif	828 573	815 054	852 433	23 860	2,9	37 379	4,6	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

Les établissements de crédit luxembourgeois ont augmenté leurs dépôts auprès de la BCL de 38,8 milliards d'euros en rythme annuel pour atteindre 153,4 milliards d'euros fin octobre 2020. Ce montant se décompose en 106,8 milliards d'euros sur les comptes courants et 46,5 milliards dans la facilité de dépôt. Les excédents de réserves, qui sont compris dans le montant des comptes courants, ainsi que les montants déposés dans la facilité de dépôt, ont enregistré une hausse consécutive en rythme annuel et ce malgré le fait que le taux d'intérêt appliqué ait été négatif sur cette même période. Pour la période de constitution des réserves obligatoires prenant fin le 3 novembre 2020, le montant moyen sur la période de constitution de ces réserves a été de 5,3 milliards d'euros, auxquelles se sont ajoutées des réserves excédentaires moyennes de 102,0 milliards d'euros.

Les créances sur la clientèle non bancaire ont augmenté de 1,1 milliard d'euros en glissement annuel, soit une hausse de 0,4 %, pour atteindre un encours de 245,4 milliards d'euros fin octobre 2020. Entre octobre 2019 et octobre 2020, les banques de la place ont augmenté l'octroi de crédits aux entreprises non financières résidant au Luxembourg à concurrence de 773 millions d'euros, soit une hausse de 2,8 %. Le crédit immobilier aux ménages luxembourgeois, ainsi qu'aux institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM), a augmenté de 3,1 milliards d'euros sur douze mois, soit une hausse de 9,6 %.

Le portefeuille de titres financiers détenus à l'actif a augmenté de 8,2 milliards d'euros par rapport à son niveau de l'année précédente pour atteindre un montant de 139,0 milliards d'euros fin octobre 2020, soit une hausse de 6,3 %. Ce portefeuille a représenté 16,3 % du total de l'actif en fin de période et s'est composé à 93,2 % de titres de créance à revenu fixe et à 6,8 % de titres à revenu variable comprenant des actions, participations et parts d'OPC monétaires. Fin octobre 2020, le portefeuille obligataire a atteint un montant de 129,6 milliards d'euros, ce qui correspond à une hausse nominale de 8,4 milliards d'euros (6,9 %) en rythme annuel. Le portefeuille de titres à revenu variable a diminué de 0,2 milliard d'euros sur cette même période.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a augmenté de 0,6 milliard d'euros en rythme annuel pour s'établir à 21,5 milliards d'euros fin octobre 2020, soit 3,0 % de l'actif.

Évolution des principaux postes du passif

Le financement interbancaire a augmenté de 7,6 milliards d'euros sur une année pour atteindre un encours de 278,4 milliards d'euros fin octobre 2020. À titre d'information, le concours de la BCL aux établissements de crédit a augmenté de 11 milliards d'euros sur la même période, tandis que les dettes interbancaires hors-BCL ont diminué de 3,4 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 30,4 milliards d'euros fin octobre 2020.

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 ¹⁾
	2019 10	2019 12	2020 10	2019 10 - 2020 10		2019 12 - 2020 10		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Dettes interbancaires	270 777	258 619	278 367	7 590	2,8	19 748	7,6	32,7
Dettes envers la clientèle	398 838	399 861	416 986	18 148	4,6	17 125	4,3	48,9
Dettes représentées par un titre	74 529	71 665	69 731	-4 798	-6,4	-1 934	-2,7	8,2
Autres passifs	84 428	84 909	87 349	2 921	3,5	2 440	2,9	10,2
Total du passif	828 573	815 054	852 433	23 860	2,9	37 379	4,6	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

Source : BCL

Au 31 octobre 2020, les dettes envers la clientèle non bancaire ont augmenté de 18,1 milliards d'euros (soit 4,6 %) en glissement annuel, pour atteindre un encours de 417,0 milliards d'euros. Elles correspondaient ainsi à 48,9 % du total du passif et représentaient la principale source de financement des banques.

Cette évolution est dans une grande mesure imputable à une hausse conséquente des dépôts de la clientèle résidente dans la zone euro (+14,4 milliards d'euros).

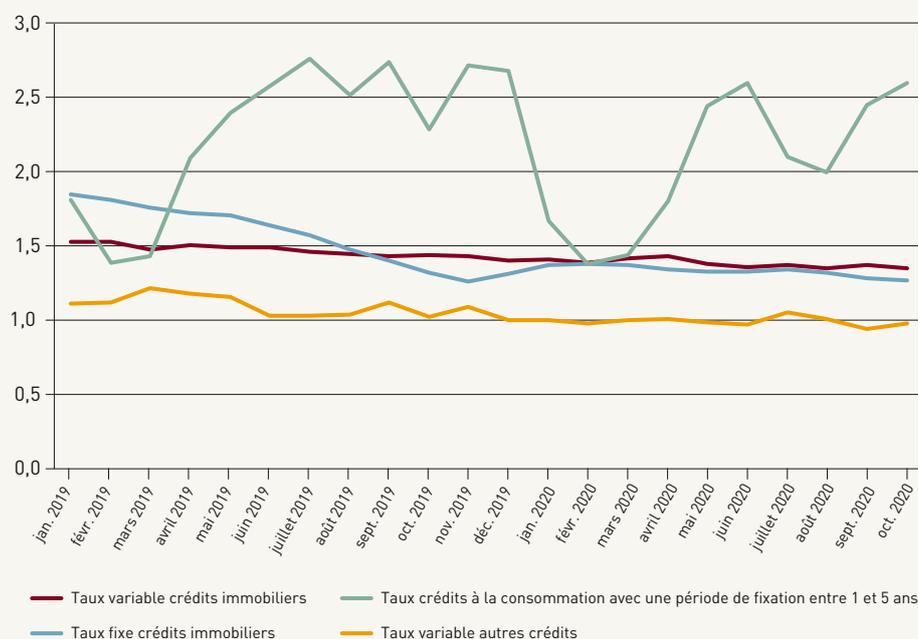
Le financement par émission de titres de créance a diminué de 4,8 milliards d'euros par rapport à octobre 2019 et a représenté 69,7 milliards d'euros en fin de période, soit 8,2 % du total du passif. Tout comme à l'actif, les titres financiers étant comptabilisés à leur juste valeur, les effets de valorisation ont également été pris en compte.

Enfin, l'encours des autres passifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a progressé de 2,9 milliards d'euros en rythme annuel pour s'établir à 87,3 milliards d'euros fin octobre 2020, soit 10,2 % du passif.

Taux d'intérêt

Selon les derniers chiffres disponibles relatifs au mois d'octobre 2020, les taux d'intérêt appliqués aux crédits nouvellement octroyés par les banques luxembourgeoises aux ménages et aux entreprises de la zone euro sont restés relativement stables.

Graphique 16
Évolution des principaux taux sur les nouveaux crédits aux ménages
(en %)



Source : BCL

Graphique 17
Évolution des principaux taux sur les nouveaux crédits aux sociétés non financières
(en %)



Source : BCL

Le taux variable des nouveaux crédits immobiliers aux ménages s'est inscrit à 1,35 % au mois d'octobre 2020, en repli de 9 points de base sur un mois, tandis que le volume d'activité mensuelle est évalué à 289 millions d'euros en octobre 2020 contre 279 millions d'euros un an auparavant. Le taux fixe sur les crédits immobiliers nouvellement accordés a atteint 1,27 % durant le mois d'octobre 2020 tandis que le volume de ces crédits s'est inscrit à 546 millions d'euros. En comparaison annuelle, le taux d'intérêt s'est contracté de 5 points de base pour ce type de contrats tandis que le volume d'activité mensuelle a progressé de 54 millions d'euros. Après un ralentissement de l'activité observé lors du premier confinement durant le mois d'avril, l'octroi de nouveaux crédits immobiliers est donc reparti à la hausse et a dépassé les niveaux observés avant crise en raison d'une demande soutenue.

Concernant les crédits à la consommation, le taux sur les nouveaux crédits accordés avec une période de fixation entre 1 à 5 ans s'est établi à 2,6 % en octobre 2020 pour un volume d'activité de 28 millions d'euros. En comparaison annuelle, ce taux d'intérêt a augmenté de 31 points de base tandis que le volume d'activité mensuelle a baissé de 4 millions d'euros.

Comme illustré sur le graphique ci-dessus, cette série est marquée par d'importants effets saisonniers en raison des conditions avantageuses offertes par les banques durant le traditionnel festival de l'automobile qui persistent au premier trimestre. Ces conditions se traduisent

typiquement par une baisse des taux sur les nouveaux contrats conclus et une hausse des volumes entre le mois de janvier et le mois de mars. Malgré le début de la pandémie à la fin du premier trimestre 2020, il convient de souligner que les volumes de nouveaux crédits accordés durant cette édition du festival de l'automobile sont comparables avec l'année précédente.

Le taux variable sur la catégorie résiduelle des autres créances aux ménages s'est replié de 12 points de base sur un an pour s'établir à 98 points de base en octobre 2020. Notons que cette catégorie hétérogène regroupe divers segments d'activité tels les prêts aux étudiants, les prêts liés à des investissements financiers ou encore les crédits accordés aux sociétés unipersonnelles et les associations sans but lucratif au service des ménages. Le volume d'activité mensuel s'est inscrit à 733 millions d'euros durant la dernière période de référence, en baisse de 128 millions d'euros en comparaison mensuelle.

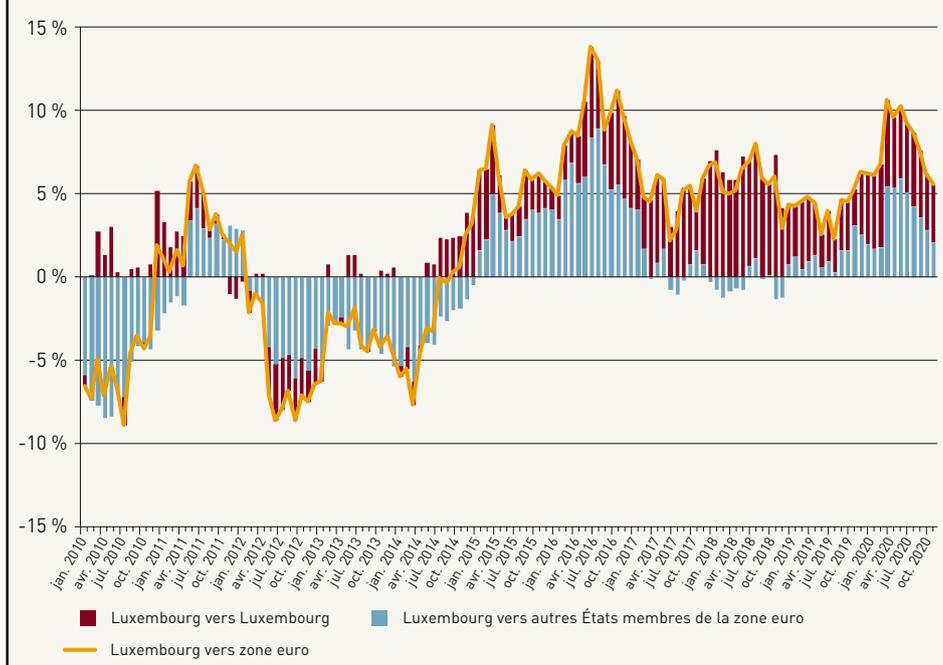
Les principaux taux d'intérêt des nouveaux prêts aux entreprises ont suivi une évolution contrastée. Le taux variable sur les crédits nouvellement accordés avec une catégorie de montant inférieur à un million d'euros, qui reflète les conditions d'emprunt des petites et moyennes entreprises, s'est élevé à 1,51 % en octobre 2020 contre 1,63 % un an auparavant. Le volume d'activité mensuel s'est établi à 733 millions d'euros en octobre 2020, en retrait de 128 millions sur un an. Le taux variable pour les nouveaux contrats supérieurs à un million d'euros qui sont typiquement consentis aux entreprises plus grandes a atteint 1,25 % en octobre 2020 contre 1,11 % durant le mois d'octobre 2019. Le volume de nouveaux prêts s'est inscrit à 3 319 millions d'euros durant la dernière période de référence, en baisse de 1 424 millions d'euros en comparaison mensuelle.

Au niveau du passif des banques, la rémunération des différents instruments de dépôts demeure toujours à des niveaux historiquement bas. Le taux d'intérêt sur les dépôts à vue des ménages s'est établi à 5 points de base en octobre 2020 tandis que le taux envers les dépôts à vue des sociétés non financières est descendu à -2 points de base. Concernant l'ouverture de nouveaux dépôts à terme, le taux avec une maturité initiale à un an s'est établi à 7 points de base en octobre 2020 pour les ménages et -22 points de base pour les sociétés non financières.

L'évolution des crédits au secteur privé

En octobre, les crédits que les banques luxembourgeoises ont octroyés au secteur privé non bancaire de la zone euro ont progressé de 5,6 % sur base annuelle, après 7,4 % en moyenne au troisième trimestre et 9,6 % au deuxième. Ce ralentissement est principalement attribuable aux crédits aux sociétés non-financières (SNF) qui ont progressé de seulement 1,2 % sur base annuelle en octobre (après 11,5 % au deuxième trimestre). Cette évolution en dents de scie est essentiellement imputable à un nombre limité de succursales étrangères, qui ont connu une augmentation significative de leurs encours de crédits lors du deuxième trimestre, liée à des entreprises situées majoritairement dans d'autres pays membres de la zone euro (notamment l'Allemagne). Cette augmentation a été suivie d'un important remboursement. Concernant les principales banques de détail au Luxembourg, la croissance des crédits aux SNF a légèrement diminué au deuxième et troisième trimestre.

Graphique 18
 Les crédits octroyés au secteur privé hors IFM
 (progression annuelle en pourcentage, contributions à la progression annuelle en points de pourcentage)

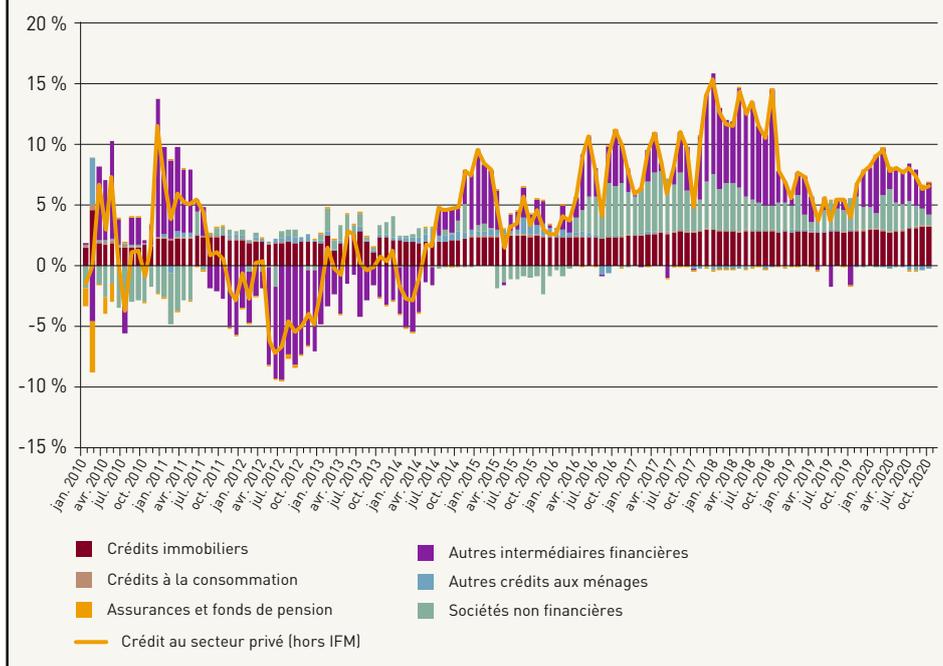


Source : BCL

Le graphique 18 décompose la croissance annuelle des crédits octroyés au secteur privé selon l'origine géographique des contreparties. Due au phénomène précité, les crédits aux contreparties non résidentes ont nettement diminué leur contribution à partir du mois de mai, tandis les crédits aux contreparties résidentes n'ont que légèrement diminué leur contribution sur cette période.

Selon les données d'octobre 2020, le secteur non financier a absorbé la plupart des crédits octroyés au secteur privé de la zone euro : 42 % des encours ont été attribués aux sociétés non financières, 30 % aux ménages, principalement pour l'acquisition de biens immobiliers, 26 % aux autres intermédiaires financiers (AIF), majoritairement des holdings financiers et des fonds d'investissement non monétaires, et seulement une faible partie aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension.

Graphique 19
 Ventilation sectorielle des crédits octroyés aux contreparties résidentes
 (progression annuelle en pourcentage, contributions à la progression annuelle en points de pourcentage)



Source : BCL

Les crédits accordés aux contreparties résidentes ont progressé à un rythme annuel de 6,5 % en octobre (voir graphique 19), une légère décélération par rapport à la croissance enregistrée au troisième trimestre (7,3 % par an en moyenne). Ce ralentissement est largement attribuable à l'évolution des crédits aux sociétés non financières qui ont contribué 0,9 p.p. à la croissance annuelle en octobre, par rapport à 1,7 p.p. en moyenne au troisième trimestre. Les crédits immobiliers octroyés aux ménages ont contribué à hauteur de 3,3 p.p. à la croissance en octobre et les crédits aux AIF résidentes ont contribué 2,6 p.p.

Concernant l'évolution par secteur résident, les crédits immobiliers accordés aux ménages ont ralenti légèrement au deuxième trimestre, avant de progresser plus rapidement. La croissance annuelle s'est établie à 9,5 % en octobre, après 9,1 % au troisième trimestre. Les crédits à la consommation ont ralenti à un taux annuel de 4,8 % en octobre, comparé à 6,4 % en moyenne au troisième trimestre. 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. Les crédits accordés aux SNF établies au Luxembourg ont connu une progression annuelle de 2,9 % en octobre, après 5,8 % au troisième trimestre. Pourtant, ce ralentissement est largement imputable aux activités d'un nombre limité de succursales de banques étrangères. La progression annuelle des crédits octroyés aux AIF résidents a été de 8,5 % en octobre après 8,8 % au troisième trimestre.

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*, BLS) 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 des informations harmonisées relatives aux évolutions des politiques de crédit des banques. L'enquête contient aussi des questions sur les conditions de l'offre et de la demande de crédits¹⁹. Lors de l'édition d'octobre 2020, 143 banques ont participé à l'enquête au sein de la zone euro, dont six au Luxembourg. L'enquête a été menée du 21 septembre au 6 octobre.

Au cours du troisième trimestre, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont continué à durcir leurs critères d'octroi pour toutes les catégories de prêts couverts par le BLS, à la suite d'une dégradation de leur perception des risques concernant la situation et perspectives économiques globales. Selon les banques, la demande de crédits immobiliers a augmenté au troisième trimestre, tandis que la demande de crédits de la part des entreprises a diminué. Concernant les entreprises, les banques ont signalé une diminution de l'investissement en capital fixe mais également que la trésorerie des entreprises était en position relativement saine suite aux mesures gouvernementales en relation avec la crise du COVID-19. Selon les banques, la demande pour les prêts couverts par la garantie étatique restait faible.

Crédits accordés aux entreprises

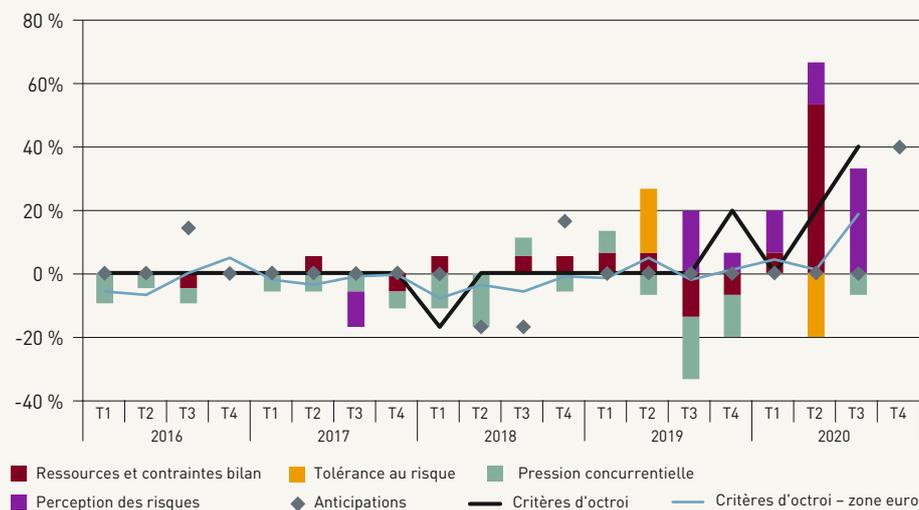
Les critères d'octroi appliqués aux crédits aux entreprises auraient durci au cours du troisième trimestre (voir graphique 20). Selon les banques luxembourgeoises, le durcissement a surtout concerné les crédits aux grandes entreprises. Quant aux facteurs influençant les critères d'octroi, les banques ont souligné la détérioration de leur perception des risques concernant la situation et perspectives économiques globales et plus particulièrement de leur perception des risques concernant le secteur des PME. Les banques ont également déclaré qu'elles ont diminué leur tolérance au risque pour les prêts aux grandes entreprises. Le seul effet assouplissant provenait d'une augmentation de la pression concurrentielle entre banques.

Au niveau de la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi pour les crédits aux entreprises auraient également durci au cours du troisième trimestre. Les banques ont principalement attribué ce durcissement à leur perception des risques concernant la situation et perspectives économiques globales et à une diminution de leur tolérance au risque.

¹⁹ Le questionnaire est disponible en anglais à l'adresse suivante https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls_questionnaire_201804.pdf. Les résultats pour le Luxembourg sont disponibles dans l'Entrepôt de données statistiques (Statistical data warehouse (SDW)) de la BCE.

Graphique 20

Évolution des critères d'octroi des crédits accordés aux entreprises et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg (en pourcentages nets²⁰)



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

Pour le quatrième trimestre, les banques au Luxembourg et dans la zone euro s'attendaient à un nouveau durcissement de leurs critères d'octroi de crédits aux entreprises. Au Luxembourg, les banques anticipaient un durcissement plus prononcé pour les crédits aux grandes entreprises et pour les crédits à long terme.

En plus des critères d'octroi, qui encadrent la décision d'attribuer un crédit, l'enquête BLS renseigne également sur les conditions d'octroi²¹, qui déterminent la nature du crédit une fois accordé. Concernant les crédits aux entreprises, les banques au Luxembourg ont déclaré qu'elles ont augmenté leurs marges sur les prêts de risque moyen et sur les prêts plus risqués au cours du troisième trimestre, sans changer les autres conditions d'octroi. Au niveau de la zone euro, les

banques ont également indiqué qu'elles ont augmenté leurs marges sur les prêts de risque moyen et sur les prêts plus risqués. De plus, elles ont signalé qu'elles ont augmenté leurs demandes de garanties et réduit le montant des crédits accordés.

Selon les banques au Luxembourg, la demande de crédits émanant des entreprises a légèrement diminué au troisième trimestre (voir graphique 21). Cette demande a particulièrement diminué pour les grandes entreprises et, dans une moindre mesure, pour les PME. Selon les banques, les entreprises avaient moins besoin de financement pour des investissements en capital fixe. Elles ont également indiqué que les mesures gouvernementales en relation avec la crise du COVID-19 ont soutenu la trésorerie des entreprises et donc réduit la demande de crédit. Pourtant, des restructurations de dettes ont soutenu la demande de crédits au troisième trimestre.

Au niveau de la zone euro, les banques ont aussi signalé une légère diminution de la demande de crédits émanant des entreprises. Cette diminution a été essentiellement attribuée à une réduction de l'investissement en capital fixe. Cependant, des restructurations de dettes et un besoin accru en fonds de roulements auraient eu un effet positif sur la demande de crédit.

20 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 » ou « quelque peu durcis » et, d'autre part, la somme des pourcentages des réponses signalant que les critères se sont « quelque peu assouplis » ou « 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.

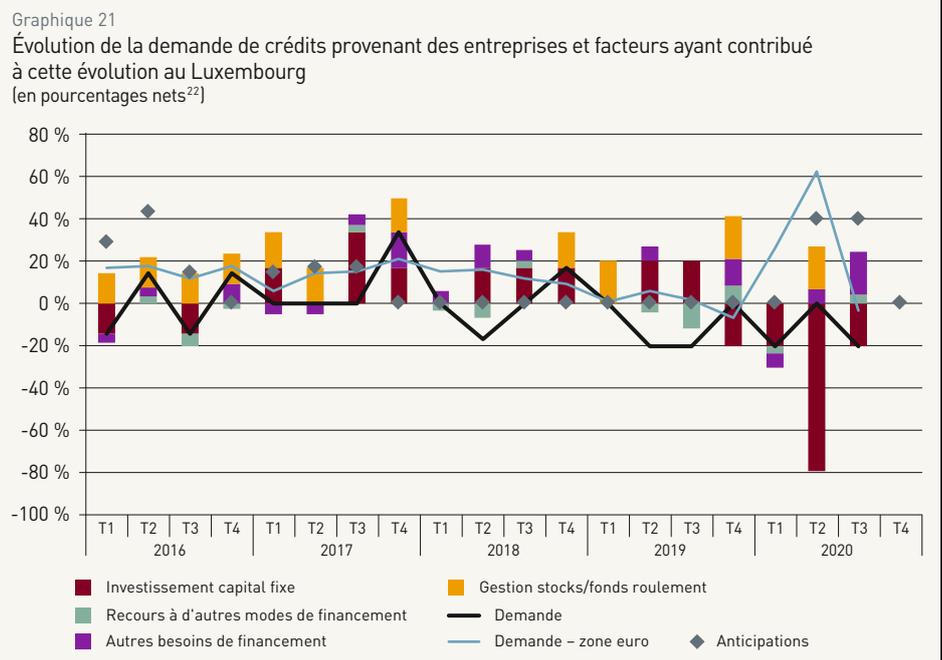
21 Les conditions d'octroi des crédits se rapportent aux conditions d'un crédit que la banque est prête à octroyer, c'est-à-dire les conditions du crédit réellement approuvées ainsi que déterminées dans le contrat de prêt qui avait été conclu entre la banque (le prêteur) et l'emprunteur.

Pour le quatrième trimestre, les banques au Luxembourg anticipaient une stabilisation de la demande de crédits. Elles s'attendaient à une diminution de la demande seulement parmi les grandes entreprises. Dans la zone euro, les banques anticipaient que les entreprises allaient augmenter leur demande de crédits au quatrième trimestre.

Crédits à l'habitat accordés aux ménages

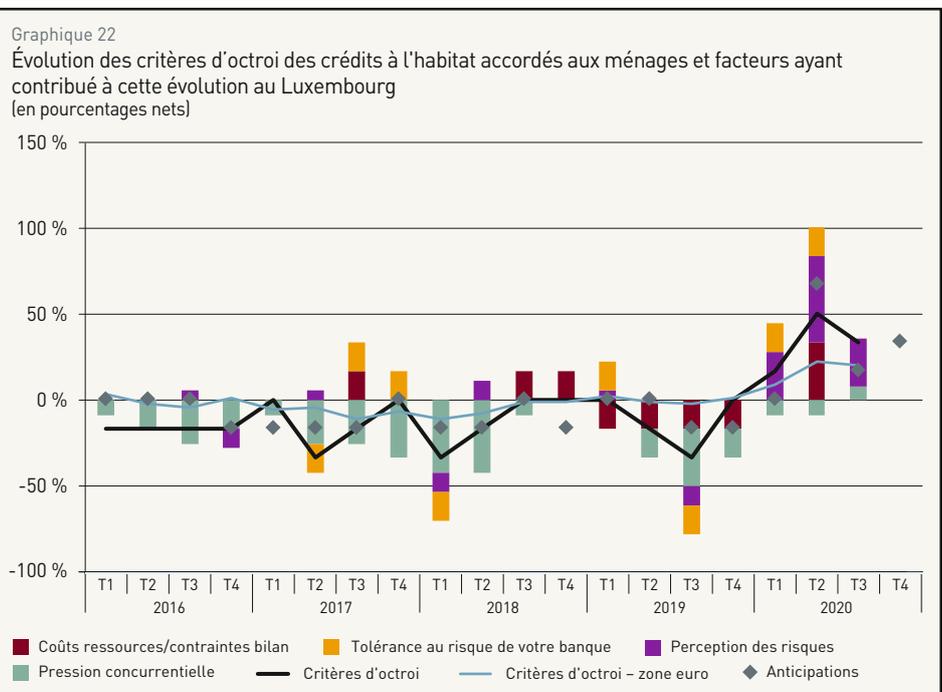
Pour les crédits à l'habitat accordés aux ménages, les banques au Luxembourg ont déclaré avoir durci les critères d'octroi au cours du troisième trimestre 2020 (voir graphique 22). Les banques ont souligné une détérioration de leur perception des risques liés à la situation économique en générale et plus particulièrement à la solvabilité de l'emprunteur et aux perspectives sur le marché du logement. Au niveau de la zone euro, les banques ont également déclaré avoir durci leurs critères d'octroi, en notant une diminution de leur tolérance au risque et une détérioration de leur perception des risques liés à la situation économique.

22 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.



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

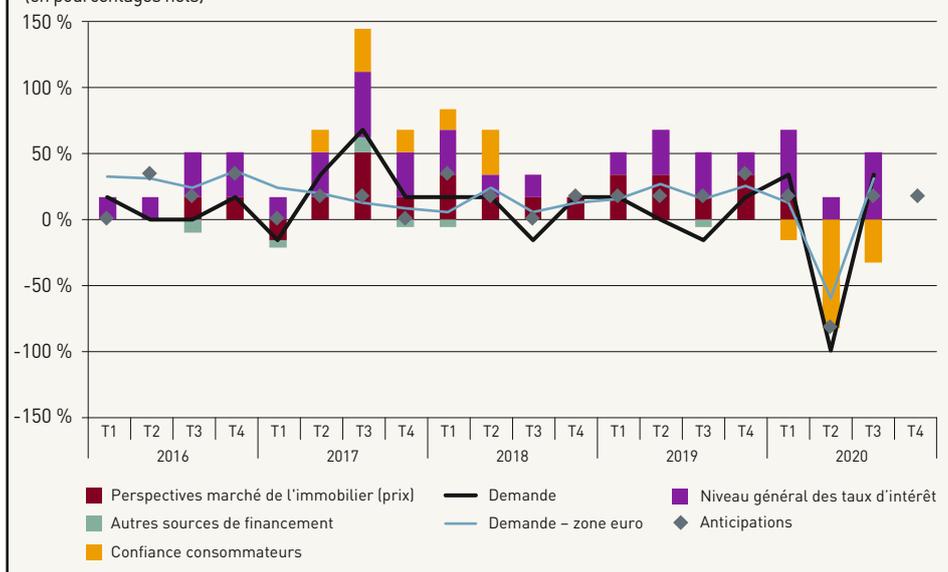


Note : « Pression concurrentielle » est la moyenne non pondérée des éléments « Concurrence d'autres banques » et « Concurrence d'institutions non bancaires ». « Perception des risques » est la moyenne non pondérée des éléments « Situation et perspectives économiques globales », « Perspectives sur le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

Source : BCL

Graphique 23

Évolution de la demande de crédits à l'habitat provenant des ménages et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg (en pourcentages nets)



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 ».

Source : BCL

Pour le quatrième trimestre, les banques au Luxembourg s'attendaient à un durcissement de leurs critères d'octroi pour les prêts immobiliers aux ménages, tandis que les banques de la zone euro anticipaient un léger assouplissement.

En ce qui concerne les conditions d'octroi pour les prêts à l'habitat, les banques ont déclaré qu'elles ont augmenté leurs marges sur les prêts plus risqués au troisième trimestre, mais qu'elles ont diminué leurs marges sur les prêts de risque moyen. Concernant les autres conditions d'octroi, les banques ont indiqué qu'elles ont réduit la durée des prêts accordés et augmenté leurs demandes de garanties. Au niveau de la zone euro, les banques ont également indiqué une légère diminution de leurs marges sur les prêts de

risque moyen et une augmentation des marges sur les prêts plus risqués. De plus, elles ont déclaré qu'elles ont diminué leur quotité d'emprunt et augmenté leurs demandes de crédits.

Selon les banques au Luxembourg, la demande des ménages relative aux crédits à l'habitat a connu une reprise après la forte baisse au deuxième trimestre (graphique 23). Les banques ont principalement attribué cette hausse aux taux d'intérêts historiquement bas et à un effet de décalage de la demande suite au confinement. D'autre part, la demande aurait été freinée par une baisse de la confiance de consommateurs. Au niveau de la zone euro, les banques ont également indiqué une augmentation de la demande de crédits immobiliers, en l'attribuant également aux perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel et au faible niveau des taux d'intérêt. Une baisse de la confiance des consommateurs aurait aussi freiné la demande de crédits.

Crédits à la consommation et autres prêts accordés aux ménages

Concernant les crédits à la consommation et autres prêts accordés aux ménages, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont déclaré qu'elles ont durci leurs critères d'octroi au cours du troisième trimestre, en attribuant cette décision à une dégradation de leur perception de la situation et perspectives économiques globales ainsi que de leur perception de la capacité de remboursement de l'emprunteur. Au niveau de la zone euro, les banques ont aussi indiqué un durcissement de leurs critères d'octroi, attribuée principalement à la dégradation des perspectives économiques et de la capacité de remboursement des ménages.

Pour le quatrième trimestre, les banques au Luxembourg et dans la zone euro s'attendaient à un durcissement des critères d'octroi pour les crédits à la consommation et autres prêts.

Au niveau des conditions d'octroi pour les crédits à la consommation, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont déclaré qu'elles n'ont pas changé leurs marges et autres conditions d'octroi. Les banques de la zone euro ont indiqué une légère hausse de leurs marges sur les prêts plus risqués et une augmentation de leurs demandes de garanties pour ces crédits.

Selon les banques au Luxembourg, la demande pour les prêts à la consommation et autres prêts aux ménages a diminué au cours du troisième trimestre. Elles ont attribué cette baisse à une diminution de la confiance des consommateurs et des dépenses en biens durables. Au niveau de la zone euro, les banques ont noté une légère hausse de la demande de crédit, motivé par le bas niveau des taux d'intérêts et par une réduction de l'épargne des ménages.

Pour le quatrième trimestre, les banques au Luxembourg anticipaient une stabilisation de la demande de crédits à la consommation et autres prêts de la part des ménages. Au niveau de la zone euro, les banques s'attendaient à une légère hausse de la demande pour ces crédits.

Questions ad hoc

Outre les questions régulières, le questionnaire d'octobre comprenait des questions ad hoc. La première s'intéressait à l'impact que la situation sur les marchés financiers a pu avoir sur les conditions d'accès des banques aux financements de marché et sur la capacité des banques à transférer le risque.

Selon les banques au Luxembourg, leur accès au financement par dépôts a détérioré au troisième trimestre, surtout pour les dépôts à long terme. Leur accès aux financements par titres de créances à long terme aurait également souffert. Par contre, les banques ont indiqué une amélioration de leur financement par le marché interbancaire et par des titres de créances à court terme. Pour le quatrième trimestre, elles anticipaient une amélioration de leur accès aux financements par dépôts. Au niveau de la zone euro, les banques ont déclaré que leurs conditions d'accès au financement de détail et au financement de marché se sont améliorées, surtout pour le financement par titres de créance. Pour le quatrième trimestre, elles anticipaient une continuation de cette tendance.

La deuxième question ad hoc s'intéressait aux éventuels effets du programme étendu d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) sur les actifs et la rentabilité des banques. Selon les banques au Luxembourg, entre avril et septembre 2020 les achats d'actifs par l'Eurosystème ont contribué à améliorer leur position de liquidité et leurs conditions de financement de marché. Elles ont également signalé que les programmes d'achats ont contribué à augmenter leurs actifs totaux et à diminuer leur ratio de fonds propres. Cependant, les banques ont signalé une dégradation de leur niveau de rentabilité par une réduction de leurs marges nettes d'intérêt, partiellement compensée par des plus-values réalisées sur les titres détenus. Selon les banques, les programmes d'achats ont eu une légère incidence positive sur leurs conditions d'octroi de crédits sur les six derniers mois.

Pour la période entre octobre 2020 et mars 2021, les banques au Luxembourg anticipaient que l'APP et le PEPP continueraient à peser sur leur rentabilité, toujours en réduisant leurs marges nettes d'intérêt. Par contre, elles anticipaient que les programmes d'achats auraient une incidence positive sur leurs conditions d'octroi et sur leurs volumes de crédits sur cette période.



Selon les banques de la zone euro, entre avril et septembre 2020 les achats d'actifs de l'Eurosystème ont amélioré leur position de liquidité et leurs conditions de financement de marché. Comme au Luxembourg, les banques de la zone euro ont déclaré un impact négatif sur leur niveau de rentabilité provenant d'une détérioration de leur marge d'intérêt. Pour la période d'octobre 2020 à mars 2021, elles anticipaient que les programmes d'achats continueraient à peser sur leur rentabilité, mais continueraient à améliorer leur position de liquidité et leurs conditions de financement de marché.

Les banques ont également été interrogées sur 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 qu'entre avril et septembre 2020 cette mesure a eu un effet négatif sur leur produit net d'intérêts. En effet, le taux négatif aurait contribué à baisser les taux d'intérêt que les banques appliquaient aux prêts aux entreprises et aux ménages, ainsi que les marges sur ces prêts. Par contre, le taux négatif aurait aussi contribué à augmenter le volume de crédits accordés aux ménages et aux entreprises, au Luxembourg comme au niveau de la zone euro. Du côté des dépôts, les banques ont indiqué qu'entre avril et septembre le taux négatif a conduit à une baisse des taux de rémunération appliqués aux dépôts au Luxembourg et dans la zone euro. Cette baisse a été plus prononcée pour les dépôts des entreprises que pour les dépôts des ménages.

Une sous-question visait à évaluer l'incidence du système à deux paliers mise en place pour la rémunération des excédents de liquidité que les banques détiennent auprès de la banque centrale. Les banques de l'échantillon luxembourgeois, comme celles au niveau de la zone euro, ont indiqué qu'entre avril et septembre ce système a eu une incidence positive sur leur rentabilité globale, résultant d'une augmentation de leur produit net d'intérêts et, dans une moindre mesure, d'une amélioration de leur position de liquidité. Selon les banques au Luxembourg, ce système n'a pas eu d'incidence sur leurs taux débiteurs ni sur leurs taux de rémunération des dépôts.

Profits et pertes

Sur la base de chiffres provisoires, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts des établissements de crédit (y compris les succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois) s'est contracté de 2,8 % sur un an pour s'établir à 3,7 milliards d'euros à la fin du mois de septembre 2020. Le produit net bancaire, qui regroupe les principales sources de revenus, est resté relativement stable en comparaison annuelle tandis que les charges ont progressé durant cette période sous l'impulsion des amortissements sur actifs immobiliers.

Tableau 10 :

**Compte de résultats agrégé en cours d'année des établissements de crédit,
y compris les résultats des succursales étrangères des établissements luxembourgeois***

(en millions d'euros, sauf indication contraire)

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	2019 09	2020 09	VARIATION ANNUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION ANNUELLE EN POURCENT
1	Produits d'intérêts	11 799	8 739	-3 060	-25,9
2	Intérêts bonifiés	7 865	4 709	-3 156	-40,1
3	Marge sur intérêts (1-2)	3 934	4 030	96	2,4
4	Revenus nets sur commissions	4 034	4 293	259	6,4
5	Revenus sur opérations de change	369	514	145	39,3
6	Dividendes reçus	409	455	46	11,2
7	Autres revenus nets	465	- 40	- 505	-108,6
8	Revenus hors intérêts (4+5+6+7)	5 277	5 222	- 55	-1,0
9	Produit bancaire (3+8)	9 211	9 252	41	0,4
10	Frais de personnel	2 655	2 681	26	1,0
11	Frais d'exploitation	2 395	2 367	- 28	-1,2
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	5 050	5 047	- 3	-0,1
13	Amortissements sur immobilisé non financier	369	519	150	40,7
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	3 792	3 685	- 107	-2,8

Sources : CSSF, calculs BCL

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

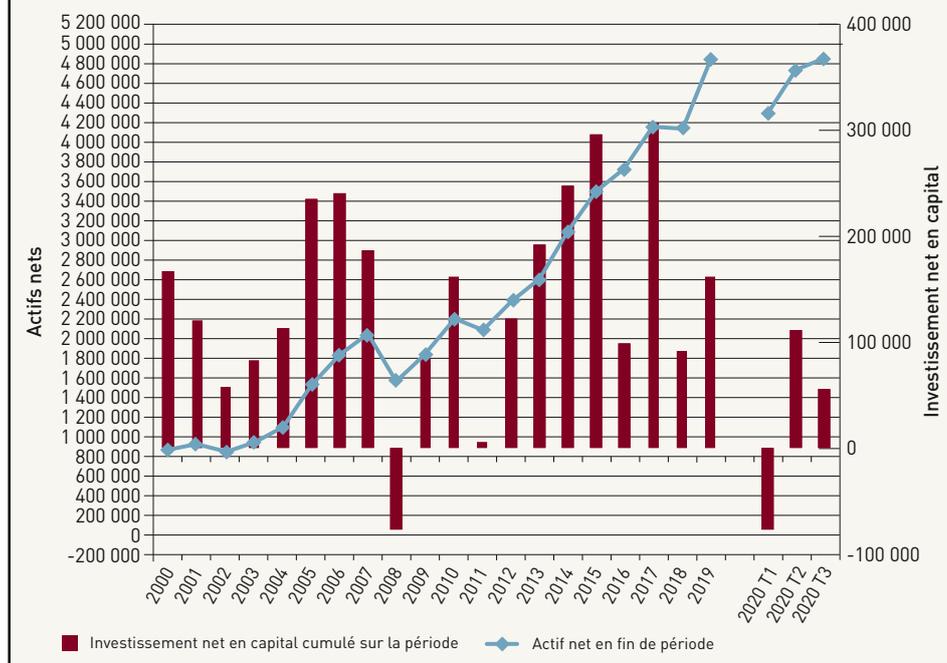
Au niveau des revenus récurrents, les produits d'intérêts se sont contractés de 25,9 % en rythme annuel pour s'inscrire à 8,8 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2020. Les charges d'intérêts ont fortement diminué de plus de 40 % durant cette période pour atteindre 4,7 milliards d'euros. Par conséquent, cette baisse des coûts de financement a permis au secteur bancaire de dégager une marge d'intérêts de 4 milliards d'euros fin septembre 2020, en progression de 2,4 % sur un an. De plus, les commissions nettes perçues ont continué de croître cette année pour devenir la principale source de revenus bancaires en atteignant 4,3 milliards d'euros.

Concernant les autres sources de revenus, les dividendes reçus ainsi que les gains tirés des opérations de change ont continué de progresser en rythme annuel pour s'élever respectivement à 455 et 514 millions d'euros à la fin du mois de septembre 2020. Précisons enfin que la catégorie résiduelle des autres revenus nets s'est inscrite en terrain négatif pour afficher un solde net de -40 millions d'euros à la fin du troisième trimestre 2020. Cette catégorie de nature hétérogène et fortement volatile est cependant influencée par les résultats d'un nombre limité de banques de la place financière.

Le produit bancaire, qui regroupe les sources de revenus nets précitées est resté relativement stable en comparaison annuelle pour se maintenir à 9,2 milliards d'euros.

Du côté des frais bancaires, les principaux postes des charges ont suivi des évolutions contrastées. En effet, si les frais de personnel et d'exploitation sont restés relativement stables entre le mois de septembre 2019 et le mois de septembre 2020, les amortissements sur actifs immobiliers ont fortement progressé de plus de 40 % sur un an.

Graphique 24
Évolution des actifs nets et de l'investissement net en capital des OPC
(en millions d'euros)



Sources : CSSF, BCL

marchés financiers s'est traduite par des effets de revalorisation positifs (391,5 milliards d'euros) sous l'effet, notamment, du rebond des indices boursiers mondiaux et de la baisse des primes de risque sur le segment des obligations à haut rendement. Les investissements nets ont également contribué, mais dans une moindre mesure, à la hausse des actifs sous gestion (168,8 milliards d'euros). Dans l'ensemble, les fortes pertes enregistrées en début d'année par les fonds d'investissement luxembourgeois ont ainsi été globalement effacées, la VNI ayant retrouvé, en fin de période, un niveau historiquement élevé.

1.2.4.2 Les organismes de placement collectif

L'évolution en nombre

Depuis la fin du mois de mars 2020, le nombre des fonds d'investissement a diminué de 43 unités, pour s'établir à un total de 3 824 unités à la fin septembre 2020. Le nombre de compartiments a également baissé de 110 unités au cours de cette période, passant ainsi de 15 066 à 14 956 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 13 % pour s'établir, à la fin septembre 2020, à 4 871,0 milliards d'euros. Sur cette période, l'évolution des

23 Les chiffres relatifs à l'activité des OPC incluent, depuis décembre 2018, les fonds d'investissement alternatifs non réglementés soumis au reporting statistique de la BCL. Voir à ce sujet l'encadré du présent bulletin sur « Les fonds d'investissement alternatifs non réglementés ».

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 ¹⁾²⁾	VARIATION DES MARCHÉS FINANCIERS ³⁾³⁾	VARIATION ANNUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION ANNUELLE EN %	VARIATION MENSUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION MENSUELLE EN %
2002	1 941	7 806	409	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	413	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	402	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	414	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	409	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	412	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	403	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
2009	3 463	12 232	407	1 840 993	84 369	196 971	281 340	18,0		
2010	3 667	12 937	381	2 198 994	161 568	196 433	358 001	19,4		
2011	3 845	13 294	331	2 096 512	5 284	-107 766	-102 482	-4,7		
2012	3 845	13 420	197	2 383 826	123 090	164 224	287 314	13,7		
2013	3 902	13 685	195	2 615 363	193 567	37 970	231 537	9,7		
2014	3 905	13 849	167	3 094 987	248 953	230 671	479 624	18,3		
2015	3 878	14 108	158	3 506 201	297 971	113 243	411 214	13,3		
2016 ⁴⁾	4 144	14 595	152	3 741 330	99 603	135 526	235 129	6,7		
2017	4 044	14 728	145	4 159 614	308 346	109 938	418 284	11,2		
2018 ⁵⁾	3 997	15 041	139	4 141 627	92 417	-187 387	-17 987	-0,4		
2019	3 905	15 093	147	4 875 471	163 225	570 619	733 844	17,7		
2020										
jan.	3 879	15 101	147	4 948 687	36 983	36 233	590 074	14,1	70 883	1,5
fév.	3 874	15 088	148	4 826 903	11 071	-132 855	406 059	9,5	-121 784	-2,5
mars	3 867	15 066	148	4 310 702	-124 223	-391 978	-200 533	-4,6	-516 201	-10,7
avril	3 860	15 016	145	4 566 750	43 312	212 736	-1 253	0,0	256 048	5,9
mai	3 855	15 026	144	4 643 546	33 523	43 273	165 263	3,8	76 796	1,7
juin	3 843	15 021	142	4 753 115	35 554	74 015	173 808	3,9	109 569	2,4
juillet	3 837	15 021	142	4 785 602	32 279	208	132 621	3,0	32 487	0,7
août	3 828	14 994	139	4 864 657	12 101	66 954	194 269	4,3	79 055	1,7
sept.	3 824	14 956	139	4 870 954	11 996	-5 699	126 187	2,8	6 297	0,1

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.

4) À partir de décembre 2016, les SICAR sont incluses dans le champ des statistiques des OPC.

5) À partir de décembre 2018, les fonds d'investissement alternatifs non réglementés soumis au reporting de la BCL sont inclus dans le champ des statistiques des OPC.

Sources : CSSF, BCL

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⁾	1 159 128	1 033 408	680 968	57 482	193 580	36 878
2015	1 228 323	1 148 602	821 048	71 529	231 137	40 752
2016	1 313 407	1 169 819	888 772	82 773	264 458	48 259
2017	1 411 743	1 356 609	1 011 613	93 925	258 963	59 175
2018	1 353 352	1 329 410	1 025 040	122 405	255 883	77 417
2019	1 549 514	1 614 835	1 157 040	146 604	247 327	120 817
2020						
janvier	1 606 498	1 646 357	1 184 822	152 776	262 130	112 166
février	1 633 216	1 563 035	1 170 641	155 679	274 019	124 053
mars	1 444 532	1 350 909	1 057 218	159 615	262 343	121 236
avril	1 490 434	1 476 900	1 102 692	164 108	260 716	123 440
mai	1 507 663	1 508 650	1 104 388	163 870	242 855	124 159
juin	1 522 227	1 541 758	1 105 961	162 312	253 485	127 728
juillet	1 525 453	1 573 007	1 120 248	161 261	252 309	146 199
août	1 535 459	1 639 272	1 124 168	161 194	256 644	147 467
septembre	1 544 375	1 644 521	1 118 696	162 402	256 720	152 416

Source : BCL

¹⁾ Les services statistiques de la BCL ont procédé à une reclassification des fonds par politique d'investissement à partir de décembre 2014. La classification actuelle des fonds domiciliés au Luxembourg est désormais en ligne avec les recommandations publiées par la BCE dans le Manual on investment fund statistics. Cette reclassification s'est notamment traduite par une augmentation des actifs sous gestion des Hedge funds au détriment des fonds mixtes et des autres fonds. En outre, depuis septembre 2018, la BCL a étendu la collecte statistique aux fonds d'investissement alternatifs non réglementés.

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 39 milliards d'euros.

Au cours de la période sous revue, l'activité des fonds obligataires a connu une hausse de 6,9 %. Le bilan des fonds investis principalement en actions a, quant à lui, augmenté de 21,7 % sur la même période pour atteindre un encours de 1 644,5 milliards d'euros à la fin du mois de septembre 2020. Les actifs des fonds mixtes ont connu une hausse de 5,8 %. Enfin, les fonds immobiliers, les *hedge funds*, et les « autres fonds » ont respectivement affiché des évolutions de leur total bilantaire de 1,7 %, -2,1 % et 25,7 %.

Les OPC monétaires

Le nombre de compartiments

Fin septembre 2020, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 139 unités, un effectif en baisse de 9 unités par rapport au mois de mars 2020.

Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était tombé de 331 à 209 en raison d'un changement de définition²⁴.

Les actifs sous gestion

Entre la fin du premier trimestre de 2020 et la fin du troisième trimestre de 2020, le montant des actifs sous gestion a augmenté de 15,4 %, passant de 355,9 milliards d'euros à 410,7 milliards d'euros. Cette évolution s'explique principalement par le dynamisme 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 2020, le portefeuille de titres représentait 71 % de l'actif, soit 299,6 milliards d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 27,6 %, soit 116,4 milliards d'euros. Au cours de la période sous revue, l'évolution du total bilantaire s'est accompagnée d'une hausse de l'encours du portefeuille de titres (+22,6 %) et d'une baisse de l'encours des créances (-0,6 %).

Tableau 13 :

Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan des OPC monétaires et leur évolution

(en millions de EUR; données brutes; encours en fin de période)

ACTIF	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ¹⁾
	09-2019	03-2020	09-2020	09-2019 - 09-2020		03-2020 - 09-2020		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances	74 837	117 053	116 386	41 549	55,5	- 667	-0,6	27,6
Portefeuille titres	260 903	244 338	299 640	38 737	14,8	55 302	22,6	71,0
Autres actifs	5 737	5 680	5 897	160	2,8	217	3,8	1,4
Total de l'actif	341 477	367 071	421 923	80 446	23,6	54 852	14,9	100,0

1) 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 (152,1 milliards d'euros), de titres émis par le secteur public (90,9 milliards d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (53,2 milliards d'euros).

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

Entre la fin du premier trimestre de 2020 et la fin du troisième trimestre de 2020, le volume total des titres en portefeuille, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, a augmenté de 22,1 %. 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 +44,3 %, +16,9 % et +7,7 %.

Tableau 14 :

Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par contreparties¹⁾

(en millions de EUR; données brutes; encours en fin de période)

ÉMETTEUR DES TITRES	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ²⁾
	09-2019	03-2020	09-2020	09-2019 - 09-2020		03-2020 - 09-2020		09-2020
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Établissements de crédit	149 794	130 185	152 131	2 337	1,6	21 946	16,9	51,4
Administrations publiques	52 256	63 002	90 881	38 625	73,9	27 879	44,3	30,7
Autres secteurs	57 029	49 379	53 157	-3 872	-6,8	3 778	7,7	17,9
Total	259 079	242 566	296 169	37 090	14,3	53 603	22,1	100,0

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Poids relatif par rapport au total des actifs.

Source : BCL

Encadré 2 :

LES FONDS D'INVESTISSEMENT ALTERNATIFS NON RÉGLEMENTÉS

Cet encadré présente l'activité des fonds d'investissement alternatifs non réglementés (FIANR) domiciliés au Luxembourg. L'analyse se base sur des données collectées par la Banque centrale du Luxembourg (BCL) et complétées, le cas échéant, par les informations disponibles dans les documents publiés auprès du Registre du Commerce et des Sociétés (RCS). L'environnement réglementaire des FIANR est abordé dans un premier temps. Les statistiques relatives à l'activité des FIANR sont présentées dans un second temps.

L'environnement réglementaire

Les fonds d'investissement alternatifs (FIA) regroupent l'ensemble des fonds qui ne sont pas sous le régime de la directive OPCVM (Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières). Les FIA, qui investissent généralement dans des classes d'actifs alternatifs comme les biens immobiliers, les projets d'infrastructure, ou encore les titres d'entreprises non cotées, sont encadrés par la Directive sur les Gestionnaires de Fonds d'Investissement Alternatifs (GFIA). Il existe deux types de FIA au Luxembourg : les FIA réglementés et les FIANR.

Les FIA réglementés sont enregistrés sous la partie 2 de la loi de 2010, la loi sur les Fonds d'Investissement Spécialisés (FIS), ou la loi sur les Sociétés d'Investissement en Capital à Risque (SICAR). Ces fonds doivent obtenir un agrément de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) pour être mis sur le marché. Leur activité est également directement supervisée par la CSSF.

Les FIANR sont quant à eux définis par la CSSF comme des FIA qui ne font pas l'objet d'un agrément préalable et/ou d'une supervision prudentielle par une autorité de surveillance (Circulaire CSSF 15/612). Les FIANR sont toutefois réglementés et supervisés de manière indirecte, par le biais de leur GFIA qui peut être domicilié au Luxembourg ou dans un autre État membre de l'Union européenne (UE), et ce conformément à la Directive européenne sur les GFIA, transposée en droit luxembourgeois par la loi du 12 juillet 2013.

Suite à la mise en place de la Directive GFIA, le législateur luxembourgeois a introduit, par le biais de la loi du 23 juillet 2016, un nouveau véhicule d'investissement alternatif non réglementé : le Fonds d'Investissement Alternatif Réservé (FIAR). Les FIAR ont été créés dans la lignée des FIS, et ce pour étoffer la gamme des fonds alternatifs et renforcer la compétitivité de la place financière. Les FIAR, qui sont réservés à des investisseurs avertis, peuvent investir dans toutes les classes d'actifs : capital-investissement, immobilier, infrastructure, acquisition de dettes et montage de prêts, etc. En outre, lorsque leur GFIA est domicilié dans l'UE, les FIAR bénéficient du passeport européen pour la commercialisation de leurs parts.

Les FIAR représentent ainsi un véhicule d'investissement dédié à la gestion alternative qui offre la même flexibilité et les mêmes avantages que les FIS ou les SICAR, à la différence près que les FIAR ne sont pas soumis à l'agrément et à la supervision de la CSSF. L'absence d'une autorisation préalable et d'une supervision directe de la part du régulateur implique, d'une part, que le délai de mise en place de ces fonds est beaucoup plus court, et d'autre part, que les coûts opérationnels de fonctionnement sont réduits. Toutefois, étant donné que la loi du 12 juillet 2013 sur les GFIA s'applique aux FIAR, ces derniers sont indirectement supervisés par le biais de leur GFIA de sorte que, malgré leur statut de véhicule non réglementé, les FIAR assurent un niveau élevé de protection aux investisseurs.

Le champ des FIANR ne se limite cependant pas aux FIAR. En effet, d'après la loi du 12 juillet 2013 sur les GFIA, une société de participations financières (SOPARFI) peut être gérée par un GFIA lorsqu'elle se qualifie de FIA²⁵. Tout comme pour les FIAR, et contrairement aux SOPARFI, qui sont des entités non réglementées, les SOPARFI qui sont qualifiées de FIA sont réglementées de manière indirecte, via la supervision de leur GFIA. À noter également que les sociétés en *partnership* ou les sociétés de gestion de patrimoine familial (SPF) peuvent, au même titre que les SOPARFI, entrer dans le champ de la Directive GFIA. En revanche, les véhicules de titrisation ne sont pas autorisés à être qualifiés de FIA.

L'activité des fonds d'investissement alternatifs non réglementés

Le champ de l'étude porte sur les FIANR qui sont couverts par la collecte statistique de la BCL. À l'heure actuelle, il n'existe pas encore, à notre connaissance, d'études ou de chiffres disponibles sur l'activité de ces fonds. Les informations présentées ci-dessous, qui proviennent de la collecte statistique de la BCL, sont par conséquent inédites²⁶.

Depuis septembre 2018, la BCL a introduit une collecte statistique pour les FIANR qui entrent dans le champ de la Directive GFIA et qui dépassent le seuil de 500 millions d'euros d'actifs sous gestion. Conformément à la circulaire 2018/241, ces fonds doivent notamment envoyer à la BCL des rapports bilantaires trimestriels et des rapports titre par titre mensuels.

La liste des FIANR est établie par les services statistiques de la BCL sur la base des informations disponibles auprès du RCS, de la CSSF et de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF). Les FIANR incluent les FIAR pour lesquels un GFIA est requis, mais également les SOPARFI et les sociétés en *partnerships* qui sont gérées par des GFIA. Sur les 2 750 FIANR recensés à la fin du mois de juin 2020, 309 entités étaient soumises à la collecte statistique de la BCL.

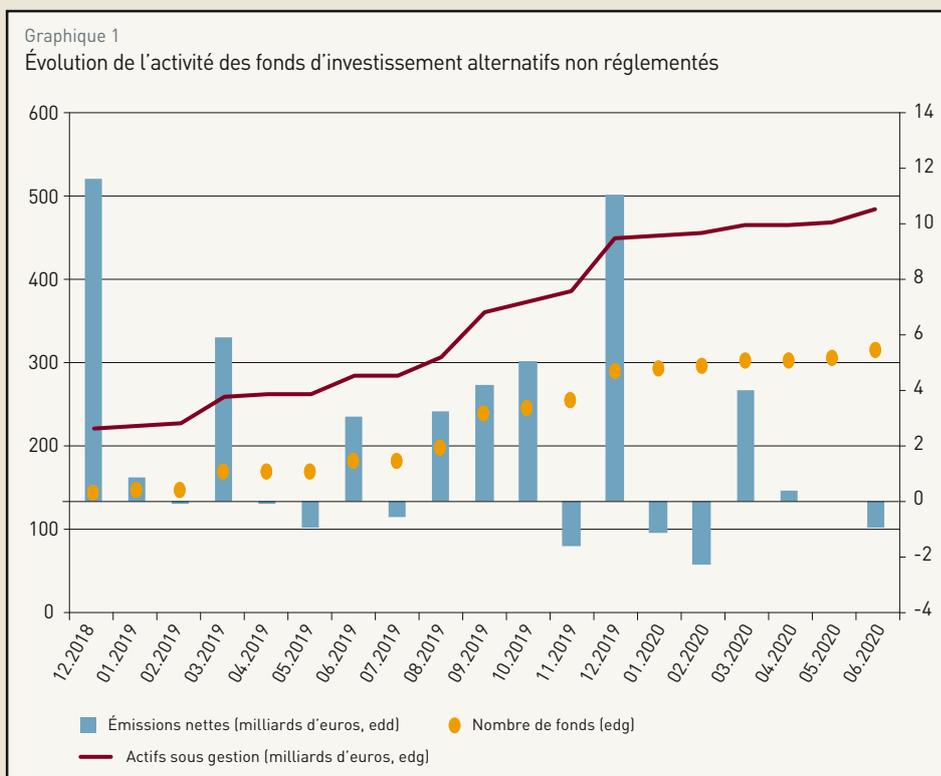
Le graphique 1 présente l'évolution du nombre de fonds, du montant des actifs sous gestion et des émissions nettes de parts des FIANR sur la période allant de décembre 2018 à juin 2020. L'activité des FIANR soumis à la collecte statistique de la BCL a augmenté de manière significative au cours de la période sous revue pour atteindre 167,9 milliards d'euros répartis entre 309 entités à la fin du mois de juin 2020. Les 20 fonds les plus importants représentaient environ 31 % des actifs sous gestion de cet échantillon. Par ailleurs, 56,1 % et 29,1 % de ces fonds étaient respectivement enregistrés sous le régime des SOPARFI et des FIAR, le reste des entités étant principalement constitué de simples *partnerships*.

L'activité des FIANR ventilée selon la politique d'investissement est présentée dans le graphique 2. Les fonds de *private equity*, qui investissent principalement dans les titres de participations des entreprises non cotées, représentent près d'un tiers de l'activité des FIANR qui entrent dans le champ de la collecte statistique de la BCL. En termes d'actifs sous gestion, la

25 Pour une présentation détaillée de l'activité des SOPARFI, voir le rapport du Comité du Risque Systémique « *Analysis on the shadow banking content of captive financial companies in Luxembourg* », avril 2017.

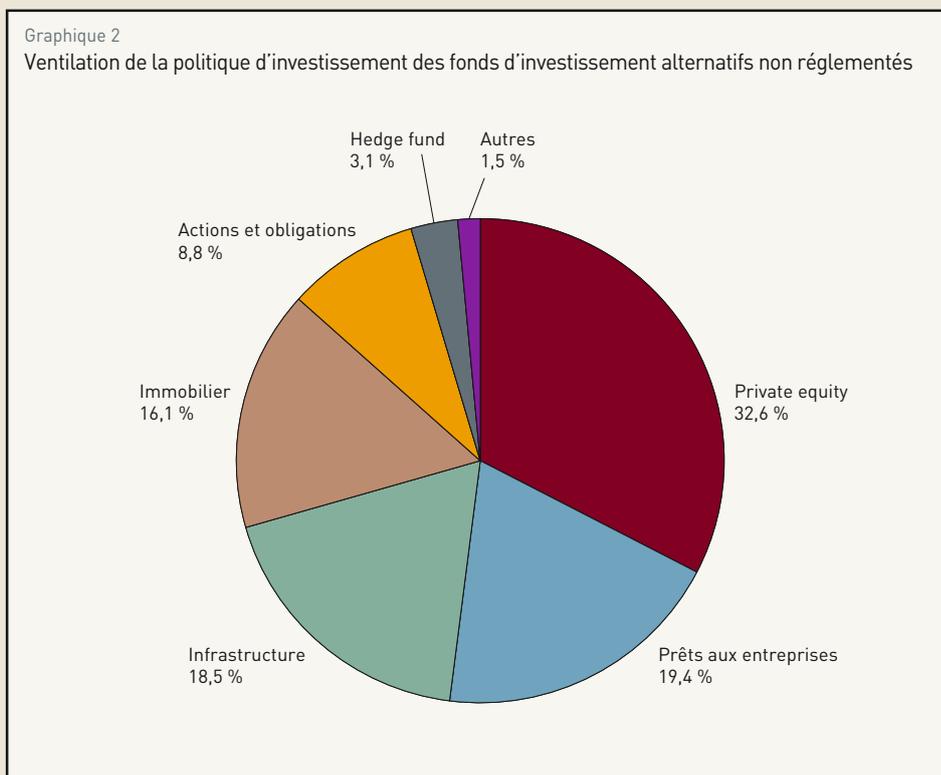
26 En décembre 2018, la CSSF a publié un rapport intitulé « *AIFM reporting dashboard* ». Cependant, le champ d'étude de ce rapport n'est pas le même puisque les statistiques qui y sont présentées portent sur l'ensemble des FIA (luxembourgeois et non luxembourgeois, réglementés et non réglementés) gérés par des GFIA luxembourgeois. L'analyse développée dans cet encadré se concentre sur les FIA non réglementés qui sont domiciliés au Luxembourg et soumis à la collecte statistique de la BCL, y compris ceux gérés par des GFIA non luxembourgeois.

Graphique 1
Évolution de l'activité des fonds d'investissement alternatifs non réglementés



Source : BCL

Graphique 2
Ventilation de la politique d'investissement des fonds d'investissement alternatifs non réglementés



Source : BCL

taille moyenne de ces fonds est supérieure à un milliard d'euros. Les fonds de prêt, qui sont spécialisés dans l'octroi et le rachat de crédits à des entreprises²⁷, arrivent en deuxième position, avec 19,4 % du montant total de l'activité des FIANR. Les fonds qui investissent dans des biens immobiliers et des projets d'infrastructure sont également des acteurs importants dans le paysage des FIANR, avec un encours des actifs sous gestion de respectivement 16,1 % et 18,5 % du total de ces fonds. De manière assez étonnante, près de 8,8 % de l'activité des FIANR porte sur des fonds qui investissent dans des actifs traditionnels (actions et obligations). La plupart de ces fonds est enregistrée en tant que FIAR et bénéficie ainsi des avantages procurés par ce régime en termes de délais de mise sur le marché et de frais de fonctionnement. Enfin, les *hedge funds* sont peu représentés au niveau des FIANR, avec seulement 3,1 % du montant total de l'activité de ces fonds. Cependant, ce résultat n'est guère surprenant étant donné que la majeure partie de l'activité des *hedge funds* domiciliés au Luxembourg est encadrée par la Directive OPCVM (*Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières*)²⁸.

27 Voir à ce sujet l'encadré du Bulletin BCL 2019 - 2 sur « L'activité des fonds de prêt au Luxembourg ».

28 Voir à ce sujet l'encadré du Bulletin BCL 2018 - 3 sur « Les *hedge funds* au Luxembourg ».

La composition du bilan agrégé des FIANR qui entrent dans le champ de la collecte statistique de la BCL est présentée dans le tableau 1. Avec un actif total de 202,9 milliards d'euros et une valeur nette d'inventaire de 167,9 milliards d'euros, les FIANR affichent un levier d'endettement élevé, à hauteur de 17,2 %. Cependant, ce chiffre doit être relativisé en raison de l'importance du montant des financements intragroupes.

Tableau 1 :

Composition du bilan des fonds d'investissement alternatifs

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

Dépôts et créances	21,7	Emprunts	26,5
dont dépôts bancaires	4,5	dont dette	6,9
dont créances sur des entreprises	3,9	dont repos et ventes à découvert	2,3
dont créances sur des AIFs	13,2	dont financement intra-groupe	17,3
Titres de créance	35,3		
dont obligations cotées	7,7		
dont titres non cotés	27,6		
Titres de participations	125,3	Valeur Nette d'Inventaire	167,9
dont actions cotées	4,9		
dont parts de fonds	31,5		
dont participations non cotées	88,9		
Actifs non financiers	11,7		
Autres actifs et instruments financiers dérivés	8,9	Autres passifs et instruments financiers dérivés	8,5
Total de l'actif	202,9	Total du passif	202,9

Source : BCL

Du point de vue de l'actif, les dépôts et créances représentent 10,7 % du total du bilan de ces fonds. De manière assez intéressante, le montant des créances sur les Autres Intermédiaires Financiers (AIF) est relativement élevé, ce qui illustre le fait que les FIANR utilisent largement des sociétés ad-hoc (*Special Purpose Vehicles*, SPV) pour cibler leur portefeuille d'actifs.

Le montant des détentions de titres de dette non cotés (35,3 milliards d'euros) et de participations dans des entreprises non cotées (125,3 milliards d'euros) reflète non seulement l'activité des fonds de dette privée et des fonds de *private equity*, mais également l'existence de ces structures à double niveau, qui impliquent le plus souvent des sociétés du secteur financier non bancaire luxembourgeois.

En effet, au niveau des titres de participation émis par des entreprises non cotées, l'essentiel des actifs du portefeuille porte sur des titres émis par des entités luxembourgeoises, avec un encours de près de 56,9 milliards d'euros. Le reste des positions inclut notamment des titres émis par des sociétés résidentes dans les autres pays de la zone euro (11,3 milliards d'euros) et aux États-Unis (10,8 milliards d'euros). En ce qui concerne les titres de dette non cotés, les pays émetteurs sont principalement le Luxembourg, les autres pays de la zone euro et la Grande-Bretagne, avec des montants respectifs de l'ordre de 17,1 milliards d'euros, 4,5 milliards d'euros et 3,5 milliards d'euros.

Les détentions de parts d'OPC sont également relativement élevées, à hauteur de 31,5 milliards d'euros, et reflètent, d'une part, l'activité des fonds de fonds, et d'autre part, l'existence de structures maître-nourricier²⁹. Les parts d'OPC détenues dans le portefeuille des FIANR sont quant à elles principalement émises par des entités résidentes dans les autres pays de la zone euro (10,1 milliards d'euros), au Luxembourg (9,6 milliards d'euros), et aux États-Unis (4,6 milliards d'euros). Enfin, les montants rapportés pour les actifs traditionnels (actions et obligations) et les actifs non financiers (principalement des détentions de biens immobiliers) atteignent respectivement 12,6 milliards d'euros et 11,7 milliards d'euros.

²⁹ Dans le cadre d'une structure maître-nourricier, la quasi-totalité des actifs perçus par le fonds nourricier est investie dans un autre fonds, qualifié de fonds maître.

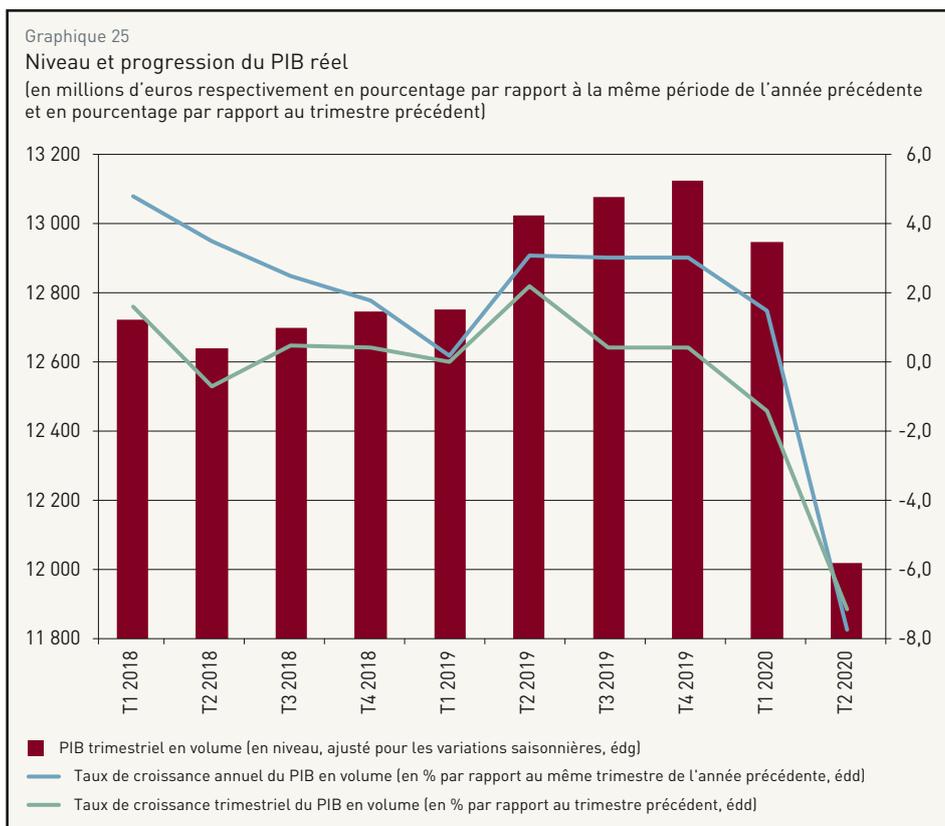
1.2.5 La croissance économique

Comptes annuels

La première estimation du PIB en volume pour l'année 2019 a fait ressortir une hausse du PIB réel de 2,3 % en 2019, après une hausse de 3,1 % l'année précédente. L'estimation la plus récente de la comptabilité nationale, publiée en septembre 2020, n'a pas apporté de révisions aux données publiées antérieurement.

D'après cette version des comptes nationaux, en 2019, la consommation privée aurait progressé de 2,8 % et la consommation publique de 4,8 %. La formation brute de capital fixe se serait inscrite en hausse de 3,9 %, après une baisse de 5,9 % en 2018. Les exportations auraient légèrement augmenté de 0,8 % et les importations de 0,9 %. La performance de l'économie luxembourgeoise en 2019 aurait été principalement imputable à la demande interne, dont la contribution à la croissance économique se serait établie à hauteur de 2,3 p.p., après 1 p.p. l'année précédente.

Selon l'optique de production, la valeur ajoutée, exprimée en termes réels, aurait progressé en 2019 principalement par la bonne performance du secteur public au sens large et de la branche « information et communication ». En revanche, les services financiers auraient fourni une contribution légèrement négative (-0,2 p.p.) à l'évolution annuelle de la valeur ajoutée.



Sources : STATEC, calculs BCL

Comptes trimestriels

Selon la première estimation de la croissance pour le deuxième trimestre 2020, le PIB réel a baissé de 7,2 % par rapport au trimestre précédent. En glissement annuel, le PIB aurait affiché un recul de 7,8 %. Au vu de ces développements, l'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2020 aurait atteint -5,8 % à l'issue du deuxième trimestre 2020³⁰.

La ventilation des composantes de la demande révèle qu'au deuxième trimestre 2020 la consommation privée aurait diminué de 19 % en glissement annuel. Ce fort repli s'inscrit dans un contexte marqué par la pandémie et les mesures de confinement. Par contre, la consommation publique aurait augmenté de 6 %. La formation brute de capital fixe se serait inscrite en baisse de 20 %

30 Rappelons que l'acquis de croissance du PIB en volume pour l'année 2020 est calculée en reportant le niveau du PIB trimestriel réel observé au deuxième trimestre 2020 (soit 12 016 millions d'euros après ajustement saisonnier) sur les deux trimestres restants de 2020.

(après une diminution de 14 % le trimestre précédent). Les exportations et les importations auraient affiché des taux de croissance négatifs (2,9 % et 3,6 %), après les hausses observées sur les trimestres précédents. En glissement trimestriel, toutes les composantes de la demande se seraient inscrites en baisse, à l'exception de la consommation publique (+3,3 %).

Tableau 15 :

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			
	T3 2019	T4 2019	T1 2020	T2 2020	T3 2019	T4 2019	T1 2020	T2 2020
Consommation privée	0,1	0,4	-4,5	-16,1	2,7	1,9	-2,7	-19,4
Consommation publique	1,8	1,4	-0,4	3,3	5,4	5,3	3,8	6,1
Formation brute de capital fixe	0,0	5,1	-18,9	-5,6	9,3	7,5	-13,9	-19,6
Exportations	1,1	-0,1	-0,8	-3,1	3,4	0,9	2,5	-2,9
Importations	1,4	0,3	-2,6	-2,7	3,9	1,1	0,6	-3,6
PIB réel	0,4	0,4	-1,4	-7,2	3,0	3,0	1,5	-7,8

Source : STATEC, calculs BCL

Au niveau sectoriel, la valeur ajoutée brute aurait sensiblement diminué au deuxième trimestre 2020 par rapport à la même période de l'année précédente dans l'industrie (-22 %), le commerce au sens large (y compris transports et HORECA) (-22 %) et la construction (-20 %). Des baisses moins importantes auraient été enregistrées dans le secteur financier (-4,2 %) et pour les services aux entreprises (-6,2 %). Cependant, la valeur ajoutée se serait inscrite en hausse dans la branche « Information et communication » (+9,2 %) et dans le secteur public au sens large (+0,9 %). En glissement trimestriel, la valeur ajoutée aurait diminué dans l'ensemble des secteurs, à l'exception de la branche « Information et communication ».

Tableau 16 :

Croissance de la valeur ajoutée par branche économique

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

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT				POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE			
	T3 2019	T4 2019	T1 2020	T2 2020	T3 2019	T4 2019	T1 2020	T2 2020
Secteur primaire	-2,4	0,6	1,3	-4,6	0,8	5,4	1,3	-5,1
Industrie, y compris énergie et distribution d'eau	-1,2	-1,9	-2,8	-17,7	0,1	-2,2	-5,2	-22,4
Construction	-0,7	-0,7	-4,6	-15,3	2,8	0,0	-5,0	-20,3
Commerce, transports, hébergement et restauration	-2,0	0,4	-6,9	-14,7	1,2	-0,8	-4,9	-21,9
Information et communication	0,0	2,7	2,4	3,7	12,9	4,6	13,1	9,2
Activités financières et d'assurance	2,5	-2,1	1,0	-5,5	0,0	5,8	3,1	-4,2
Activités immobilières	0,5	0,0	1,8	-0,3	2,6	1,3	2,2	2,0
Services aux entreprises et location	0,3	1,6	-1,6	-6,4	4,7	4,0	5,2	-6,2
Administrations publiques, éducation et santé	1,1	1,8	0,1	-2,1	5,0	5,4	4,7	0,9
Autres activités de services	1,8	0,0	-1,7	-3,5	7,1	5,5	0,2	-3,4
Valeur ajoutée totale	0,4	0,3	-1,0	-7,0	2,9	3,1	1,9	-7,3
PIB réel	0,4	0,4	-1,4	-7,2	3,0	3,0	1,5	-7,8

Source : STATEC, calculs BCL



Toutes ces informations doivent être interprétées avec prudence au regard de leur caractère provisoire. En effet, les comptes nationaux sont régulièrement sujets à des révisions lorsque de nouvelles informations deviennent disponibles. Par ailleurs, le contexte actuel est entouré d'une incertitude particulièrement importante. Dans ces conditions, il convient de mentionner qu'au niveau des comptes nationaux trimestriels, la plus récente version (publiée en septembre 2020) a apporté des révisions au profil de croissance du PIB en volume sur douze mois : +1,5 % au lieu de -0,2 % pour le premier trimestre 2020. Aucune information n'était encore disponible pour le troisième trimestre 2020 lors de la rédaction de ce bulletin.

1.2.6 Projections macroéconomiques de décembre 2020

Les dernières projections macroéconomiques de la BCL, élaborées dans un contexte conjoncturel inédit et difficile, datent de juin 2020³¹. La propagation de la nouvelle maladie à coronavirus (COVID 19) a constitué un choc majeur pour l'économie, non seulement au Luxembourg et dans la zone euro, mais aussi au niveau mondial. L'activité économique dans la zone euro a ainsi chuté et le taux de croissance trimestriel du PIB réel est tombé à -4,3 % en moyenne sur la première moitié de l'année. Au Luxembourg, les mesures de confinement ont largement interrompu l'activité économique de la mi-mars à la fin mai 2020. Dans ce contexte, la BCL prévoyait, lors de la finalisation de ses dernières projections, une chute importante de la croissance du PIB réel à -7,8 % en 2020 et une forte reprise en 2021.

1.2.6.1 Évolutions récentes

Depuis la finalisation des projections de juin 2020, l'évolution de la pandémie a eu des effets additionnels sur l'économie. Dans un premier temps, le ralentissement des nouvelles infections et la levée des mesures de confinement ont engendré un fort rebond de l'activité économique au troisième trimestre au Luxembourg et dans la zone euro dans son ensemble. Dans un deuxième temps, l'émergence en automne d'une seconde vague de la pandémie et l'activation de nouvelles mesures sanitaires devraient à nouveau peser sur l'activité économique au quatrième trimestre 2020, voire au début de l'année 2021.

La publication, en septembre 2020, des comptes nationaux trimestriels laisse entrevoir un impact des mesures de confinement sur l'activité économique inférieur aux anticipations antérieures. Ainsi, au premier semestre de l'année 2020, le niveau du PIB en volume aurait chuté de 8,5 % par rapport à son niveau observé à la fin de l'année 2019, ce qui serait donc plus favorable qu'admis par la BCL dans ses projections de juin 2020. Sur la base de ces données, à la fin du deuxième trimestre 2020, l'acquis de croissance pour l'année 2020 se chiffrerait à -5,8 %. Rappelons toutefois l'incertitude très élevée entourant l'estimation des comptes nationaux trimestriels.

Il faut aussi noter que, contrairement au cycle de publication normal, les estimations de la comptabilité nationale pour l'année 2019 n'ont pas été actualisées en octobre et que leur mise à jour a été reportée à une date ultérieure. Par conséquent, les projections macroéconomiques de décembre 2020 se basent sur les données des comptes nationaux de mars 2020. Il s'agit donc aussi de la première estimation des données de l'année 2019, elle-même fondée sur les comptes nationaux trimestriels dont on sait qu'ils peuvent être sujets à des révisions importantes. Des révisions des données historiques peuvent également avoir une incidence sur les projections des agrégats macroéconomiques, en l'occurrence celles relatives à la première année qui suit les données.

L'irruption de la COVID-19 en Europe a fortement perturbé les marchés financiers au premier semestre 2020. Cependant, dans un premier temps, et selon les données disponibles, le secteur financier a pu maintenir un niveau d'activité relativement élevé. Ainsi, la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC, après deux baisses en février et mars, s'est inscrite en hausse au cours des mois suivants. Sur les dix premiers

31 Voir BCL, bulletin 2020/1, p. 52-71.

mois de l'année 2020, le taux de progression annuel moyen s'est élevé à +3,8 % et l'industrie des fonds devrait donc à nouveau connaître une année d'expansion, malgré le contexte économique très difficile. Puis, selon le compte de pertes et profits agrégé des banques, le produit bancaire aurait connu une hausse de 6,5 % au cours des trois premiers trimestres de 2020 par rapport à la même période de l'année précédente. Cependant, il reste à voir si la crise économique et sanitaire n'aura pas un impact retardé sur les résultats des banques, notamment par le truchement des dépréciations et la constitution de provisions.

Depuis le début de la pandémie, de nombreuses mesures prises par le gouvernement dans le but de stabiliser et de soutenir l'activité économique, principalement à travers le chômage partiel et les diverses aides financières offertes aux entreprises³², ont permis de limiter les répercussions négatives sur les activités du secteur privé. Ainsi ont été évités des pertes d'emplois importantes, une hausse significative du chômage et un nombre élevé de faillites d'entreprises dans le secteur non financier.

Les 29 octobre et 26 novembre 2020, face à la remontée du nombre d'infections et des hospitalisations liées à la COVID-19, le gouvernement a introduit de nouvelles mesures sanitaires. Ces mesures ont inclus une limitation plus stricte quant au nombre maximal de personnes autorisées à se rassembler en privé, l'instauration d'un couvre-feu et la fermeture des restaurants et cafés. Cependant, en comparaison des mesures sanitaires prises en mars lors de la première vague, les nouvelles mesures sont davantage ciblées et concernent de ce fait moins de branches d'activité. Par conséquent, l'impact négatif sur l'activité de l'ensemble de l'économie devrait être moindre.

Finalement, en novembre, plusieurs instituts de recherche, en Europe et aux États-Unis, ont annoncé la découverte de vaccins efficaces contre la COVID-19. Les procédures officielles d'autorisation de mise sur le marché ont été entamées et le déploiement effectif des vaccins dans tous les pays de l'UE pourrait commencer au début de l'année 2021. Cette étape ne signifie cependant pas la fin de la pandémie et n'aura aucune incidence sur l'activité économique à court terme. Elle permet toutefois d'entrevoir une amélioration de la situation sanitaire au cours des prochains mois et, par ricochet, la levée graduelle des mesures de restrictions qui pèsent sur l'activité économique.

Au total, sur base de ces observations, l'activité économique au Luxembourg devrait se contracter fortement en 2020. Dans l'hypothèse d'un endiguement efficace de la pandémie au cours de l'année 2021, l'économie devrait se normaliser graduellement et la croissance économique devrait pouvoir rebondir.

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 fondent, 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, qui reflètent ainsi l'opinion moyenne des opérateurs agissant sur ces marchés quant aux évolutions futures.

Le détail de ces hypothèses est présenté dans le tableau 17.

Entre juin et août 2020, le prix du pétrole a progressé de près de 11 %, pour s'établir à 44 dollars le baril, avant de retomber à un niveau moyen de 41 dollars le baril au cours des trois mois suivants. D'après les hypothèses basées sur les prix des contrats à terme, le prix du pétrole devrait remonter quelque peu au-dessus de 42 dollars le baril dès novembre 2020 et augmenter ensuite progressivement jusqu'en décembre 2023. En moyenne annuelle, le prix du pétrole s'établirait à environ 44 dollars

³² Voir BCL, bulletin 2020/1, encadré 3 « Mesures discrétionnaires adoptées par le gouvernement en réponse à la propagation du COVID-19 », p. 77-78.

en 2021, 46 dollars en 2022 et 47 dollars en 2023. Par rapport aux prévisions de juin 2020, les hypothèses concernant le prix du pétrole ont été révisées à la hausse de 2020 à 2022.

Dans un contexte de pandémie, le PIB mondial (hors zone euro) devrait fortement chuter en 2020, avant d'enregistrer un rebond technique en 2021 et de progresser ensuite plus modérément en 2022 et 2023. Le commerce mondial devrait pour sa part enregistrer une baisse de 9,2 % en 2020, avant de se redresser en 2021 et de progresser plus graduellement en 2022 et 2023.

La demande internationale adressée au Luxembourg devrait, de son côté, chuter de près de 11 % en 2020, avant de se redresser en 2021 puis de ralentir en 2022 et 2023. Rappelons que cette demande est calculée en fonction des importations des partenaires commerciaux du Luxembourg et constitue un facteur clé pour une économie fortement tournée vers l'extérieur. Par rapport à nos projections de juin 2020, la croissance de cette demande externe a été révisée à la hausse en 2020, à la baisse en 2021 et est restée quasiment inchangée en 2022.

Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée par l'indice EuroStoxx large, devraient reculer en 2020, rebondir en 2021, puis s'inscrire à nouveau en baisse en 2022 et 2023. Par rapport à juin, les évolutions anticipées de cet indice ont été révisées notablement à la hausse en 2020 et 2021, et sont restées quasiment inchangées en 2022. Enfin, les hypothèses sur le taux de change de l'euro ont été revues marginalement à la hausse par rapport à juin : l'euro devrait désormais s'établir à 1,18 dollar en moyenne annuelle de 2021 à 2023, après 1,14 dollar en 2020. Les anticipations portant sur les taux d'intérêt à trois mois et sur les taux à 10 ans ont été révisées à la baisse de 2020 à 2022.

Par rapport à l'exercice de juin 2020, les hypothèses techniques et les hypothèses relatives à l'environnement international sont, dans leur ensemble, nettement plus favorables pour 2020 et 2022, et moins favorables pour 2021.

Tableau 17 :

Projections de l'Eurosystème et hypothèses techniques
(taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)³³

	2020	2021	2022	2023
Prix du pétrole en \$/bl	41,6 (5,5)	44 (6,8)	45,7 (4,9)	46,9
Taux de change \$/€	1,14 (0,05)	1,18 (0,10)	1,18 (0,10)	1,18
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau en %)	-0,4 (-0,1)	-0,5 (-0,1)	-0,5 (-0,1)	-0,5
Taux d'intérêt à 10 ans (niveau en %)	0,0 (-0,2)	-0,1 (-0,6)	0,0 (-0,6)	0,1
Eurostoxx (évolution en %)	-4,2 (8,0)	3,8 (10,5)	-2,6 (0,3)	-2,6
Commerce mondial (hors zone euro)	-9,2 (3,7)	7,1 (-0,9)	3,9 (-0,4)	3,4
PIB mondial (hors zone euro)	-3,0 (1,0)	5,8 (-0,2)	3,9 (0,0)	3,6
PIB zone euro	-7,3	3,9	4,2	2,1
Demande internationale adressée au Luxembourg	-10,8 (1,2)	6,5 (-0,9)	4,9 (0,1)	3,6

Source : BCE

Au-delà de ces hypothèses purement techniques et communes à l'Eurosystème, les projections de la BCL s'insèrent dans le scénario général pour la zone euro. Ce scénario est décrit en détail dans la section 1.1.7 de ce bulletin. En 2020, il prévoit un recul du PIB de la zone euro, qui devrait s'établir 7,3 % en dessous de son niveau de 2019 en termes réels. En 2021, le PIB réel devrait rebondir de 3,9 %,

³³ Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de juin 2020. Celles-ci sont calculées en différence absolue pour le prix du pétrole, en pourcentage pour les variables en niveau et en points de pourcentage pour les taux de croissance, les taux d'intérêt et les rendements obligataires.

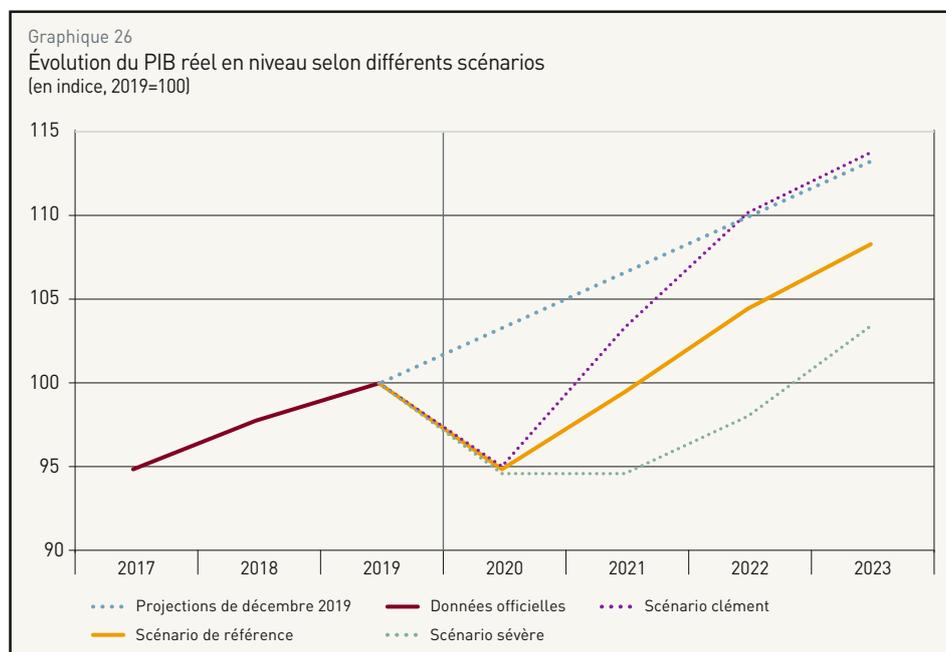
pour progresser ensuite de 4,2 % en 2022 et de 2,1 % en 2023. L'inflation, mesurée par la hausse de l'IPCH, devrait quant à elle s'élever à 0,2 % en 2020, 1,0 % en 2021, 1,1 % en 2022 et 1,4 % en 2023.

1.2.6.3 Projections du PIB réel et de ses composantes

L'incertitude entourant les projections est particulièrement élevée en temps de crise. Afin de mieux cerner cette incertitude, la BCL, à l'instar des autres banques centrales nationales de l'Eurosystème, a choisi de développer trois scénarios – clément, moyen et sévère. Ces scénarios sont établis en fonction d'hypothèses relatives à l'évolution de la pandémie et à l'assouplissement graduel des mesures de confinement.

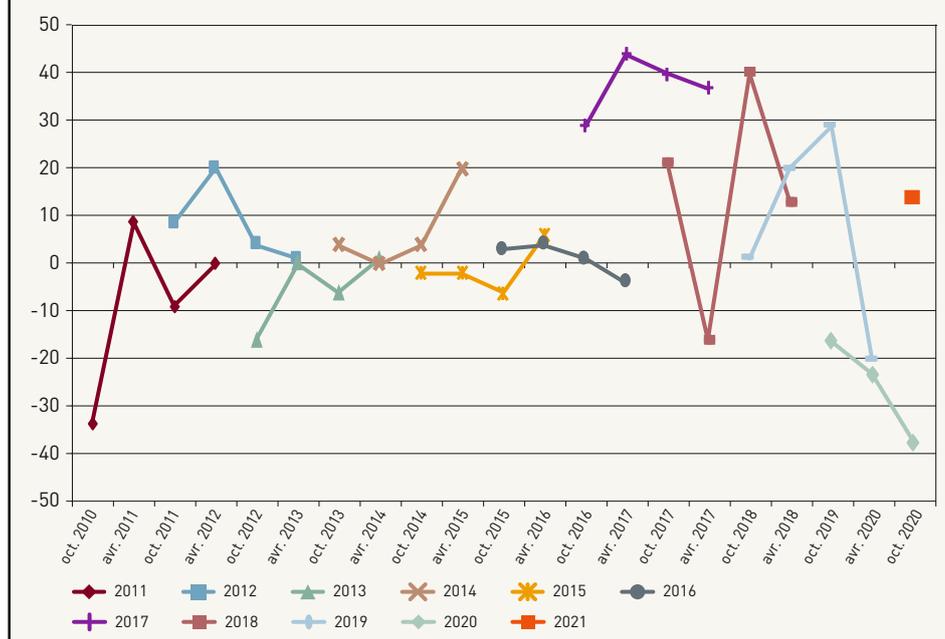
Le scénario moyen été retenu comme scénario de référence puisqu'il apparaissait comme étant le plus plausible sur la base des informations disponibles à la clôture de l'exercice. Ce scénario est présenté par la suite ; les deux autres scénarios seront abordés dans l'analyse des risques. En dépit de ce choix et d'un profil de croissance du PIB assez différent entre les scénarios, il est important de mentionner que cette approche ne parvient à capter qu'une partie de l'incertitude entourant les projections macro-économiques. En effet, de nombreux facteurs restent inconnus. Au-delà de l'évolution de la pandémie, on peut citer les répercussions liées aux arrêts de la production sur le marché du travail, sur les résultats opérationnels et sur la viabilité des entreprises, ainsi que les conséquences indirectes sur le secteur financier. En outre, la sélection du scénario de référence ne se fonde que sur une appréciation à un moment donné, qui est susceptible d'être rapidement modifiée en fonction de la propagation effective du virus et du déploiement du vaccin. Le graphique suivant montre l'évolution du PIB réel tel que projeté selon les différents scénarios.

Le scénario de référence de décembre 2020 fait état d'un recul important du PIB réel en 2020, de l'ordre de -5,2 %. La crise sanitaire a donc eu un impact considérable sur le niveau du PIB réel. La chute serait la plus importante jamais observée au Luxembourg. Elle proviendrait principalement de la perte d'activité liée aux mesures de confinement prises par le gouvernement, entre autres la fermeture des chantiers et des magasins non essentiels, des restaurants et des cafés, visant à contenir la propagation du coronavirus au premier semestre 2020. Les nouvelles mesures sanitaires instaurées le 29 octobre et le 26 novembre devraient avoir un effet négatif additionnel sur la croissance du PIB en 2020, d'une ampleur toutefois nettement inférieure à l'impact enregistré au printemps 2020. La réévaluation de l'incidence de la pandémie sur l'activité économique au premier



Note : La courbe rouge montre le niveau du PIB réel (normalisé à 100 pour 2019) depuis l'année 2017 jusqu'en 2019. La courbe jaune montre le scénario de référence de décembre 2020. La courbe bleue (en pointillé) montre les projections de la BCL datant de décembre 2019, étendues pour l'année 2023 avec la croissance tendancielle (c'est-à-dire d'un scénario avant la crise sanitaire). Les courbes violette et turquoise (en pointillé) montrent les scénarios alternatifs clément et sévère.
Source : BCL

Graphique 27
Enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie luxembourgeoise
(dépenses à prix courants, en taux de variation annuel)³⁵



Source : Commission européenne

semestre 2020 a mené à une révision à la hausse de la progression du PIB réel en 2020 par rapport aux projections de juin 2020. Elle se base sur la publication de nouvelles données statistiques, notamment les comptes nationaux trimestriels, le recours effectif des entreprises au chômage partiel³⁴ et les données récentes relatives au secteur financier. Ainsi, malgré l'émergence de la deuxième vague au quatrième trimestre 2020, le taux de croissance serait révisé à la hausse à concurrence de +2,7 p.p. par rapport aux anticipations antérieures.

Pour l'année 2021, le niveau du PIB réel devrait fortement rebondir dans le contexte d'un endiguement efficace de la pandémie. Sous l'hypothèse d'une baisse sensible du nombre d'infections et d'hospitalisations au premier semestre 2021,

l'économie luxembourgeoise pourrait reprendre un fonctionnement normal et progresser à un rythme élevé de 4,7 %. Le déploiement d'un vaccin efficace contre la COVID-19 au cours de l'année 2021 devrait sans doute avoir une incidence positive sur la croissance du PIB réel en 2021. La reprise de l'activité économique devrait aussi se poursuivre en 2022. En 2023, la croissance devrait se normaliser et se rapprocher à nouveau de la moyenne de la croissance luxembourgeoise telle qu'observée depuis la crise financière en 2008/2009.

L'année 2020 devrait être marquée par une chute de toutes les composantes de la demande, à l'exception de la consommation publique et des investissements publics. Dans le secteur privé, le verrouillage de l'économie, la fermeture des magasins non essentiels et l'incertitude liée à la pandémie de COVID-19 auraient un impact largement négatif sur la consommation des ménages et les dépenses d'investissement des entreprises³⁶. L'affaiblissement de la demande domestique s'accompagnerait d'une contribution négative des exportations nettes de biens et services. La reprise de l'activité économique à partir de 2021 devrait être soutenue par une contribution positive de toutes les principales composantes de la demande.

³⁴ Le scénario de croissance de juin 2020 pour l'année 2020 avait été préparé sur la base des estimations de la perte d'activité qui elles-mêmes étaient dérivées des demandes de chômage partiel des entreprises. Ex post, il s'est avéré que le recours effectif des entreprises au chômage partiel a été nettement inférieur à leurs demandes initiales, et ce de l'ordre de 40 %, ce qui explique un ajustement à la hausse de la projection de croissance du PIB réel pour l'année 2020. Voir aussi l'encadré « Estimation de la perte d'activité liée aux mesures de confinement selon l'approche « production » du PIB » publié aux p. 56-57 dans le bulletin 2020/1 de la BCL.

³⁵ 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 suivante (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.

³⁶ À ce stade, il est encore difficile d'apprécier dans quelle mesure cette retenue dans les dépenses résulte d'un acte forcé, en l'occurrence la fermeture des magasins et commerces, ou d'un choix délibéré des agents économiques qui reflète la détérioration de leur situation financière ainsi que leur appréciation de la situation économique future.

Selon les enquêtes d'investissement du mois d'octobre 2020 (voir le graphique 27), les chefs d'entreprises du secteur manufacturier anticipent un fort recul de leurs dépenses d'investissement pour l'année en cours. Cependant, cette dégradation aurait déjà commencé avant la pandémie de COVID-19. Pour l'année 2021 et selon ces mêmes enquêtes, les dépenses d'investissement pourraient progresser à nouveau. Après avoir chuté au deuxième trimestre 2020, le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur manufacturier aurait rebondi au troisième trimestre, atteignant un niveau observé avant la crise sanitaire. En général, si les effets de la crise sur les résultats opérationnels des entreprises sont considérables, leurs incidences sur les résultats financiers devraient être atténuées par les aides financières de l'État et la mise en œuvre de mesures exceptionnelles de politique monétaire de l'Eurosystème (voir sous 1.1.1).

Tableau 18 :

Projections macroéconomiques générales de décembre 2020 et révisions par rapport à juin 2020

(en pourcentage de variation et en points de pourcentage)

	SCÉNARIO DE RÉFÉRENCE DE DÉCEMBRE 2020					RÉVISIONS PAR RAPPORT À JUIN 2020			
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022
PIB réel	2,3	-5,2	4,7	5,0	3,8	-	2,7	-3,2	1,7
IPCH	1,6	0,0	1,9	1,7	1,7	-	0,2	0,5	-0,1
IPCN	1,7	0,9	1,5	1,6	1,7	-	0,2	0,2	-0,1
IPCN excluant l'énergie	1,8	1,5	1,6	1,7	1,7	-	0,1	-0,1	-0,1
IPCN énergie	1,6	-8,1	0,9	1,0	1,3	-	1,5	4,2	-0,2
Échelle mobile des salaires	1,4	2,5	0,0	1,9	1,5	-	-	-	0,2
Coût salarial moyen	1,7	-1,7	2,6	4,9	3,7	-	1,8	-2,3	1,4
Emploi salarié	3,7	1,9	1,1	2,1	2,7	-	0,5	0,0	0,2
Taux de chômage	5,3	6,5	7,0	6,7	6,3	-	-0,3	-0,1	-0,2
Solde public	2,4	-5,4	-1,5	-0,9	-0,8	0,3	0,7	-0,3	0,5
Dette publique	22,0	27,2	28,5	28,9	29,3	-0,1	-0,3	0,9	-0,1

Source : BCL

Au total, l'économie luxembourgeoise ne récupérerait pas la production « perdue » pendant la crise sanitaire. En cumulé, sur les années 2020 à 2023, et par comparaison avec le scénario d'avant la crise de la COVID-19, la pandémie se solderait par une perte de production (et de revenu) correspondant approximativement à un quart du PIB réel de 2019. Le niveau de production en fin d'horizon de projection resterait d'environ 5 % inférieur à celui anticipé en décembre 2019.

Implicitement, il est supposé que le retour graduel de l'activité économique à moyen terme serait possible grâce au maintien des mesures prises par le gouvernement pour stabiliser et soutenir l'activité économique, principalement à travers le chômage partiel et les diverses aides financières offertes aux entreprises. Ainsi, il est admis que les défauts de paiement sur les crédits bancaires (de la part des ménages et des entreprises) resteraient contenus, ce qui limiterait également les incidences indirectes de cette crise sur le secteur bancaire au Luxembourg.

Cette hypothèse tient en partie au fait que les caractéristiques structurelles du Luxembourg étaient relativement favorables avant la propagation de la COVID-19, surtout par rapport à d'autres économies de la zone euro qui font face à d'importants besoins d'ajustement interne ou externe. En effet, à la fin de 2020, la Commission européenne a conclu que le Luxembourg n'était pas en déséquilibre au sens de la

« procédure de déséquilibre macroéconomique »³⁷. L'absence de tels déséquilibres devrait augmenter la résilience de l'économie face aux chocs et permettre ainsi une sortie de crise plus rapide. Néanmoins, si la position macroéconomique est rassurante, établir un diagnostic de la santé des entreprises locales est un exercice plus délicat³⁸. Enfin, l'économie resterait fragilisée pendant un certain temps, ne serait-ce qu'en raison des conséquences de cette crise sur la situation budgétaire du Luxembourg.

1.2.6.4 Marché de l'emploi et coûts salariaux

La pandémie de coronavirus a fortement pesé sur le marché du travail. Selon des estimations, la progression annuelle de l'emploi total serait passée de 2,9 % au premier trimestre 2020 à 1,3 % au deuxième, avant de se redresser légèrement par la suite. Le taux d'emplois vacants a diminué, mais demeure supérieur à sa moyenne historique. D'après les enquêtes d'opinion auprès des entrepreneurs, les perspectives d'embauches se sont sensiblement dégradées et demeurent négatives dans l'ensemble des branches économiques, à l'exception de la construction. De même, les derniers mois ont été marqués par un net regain de pessimisme des consommateurs en ce qui concerne l'évolution future du chômage. Finalement, dans le sillage des mesures de confinement qui ont suivi la propagation du coronavirus, le recours au dispositif de chômage partiel a atteint des niveaux sans précédent au printemps 2020, ce qui a permis de contenir les effets de la crise sur le marché du travail³⁹. Depuis lors, la part des salariés en chômage partiel a fortement reculé pour se stabiliser autour des 6 %, un niveau encore élevé d'un point de vue historique. Par ailleurs, après l'annonce de nouvelles restrictions à partir du 26 novembre 2020 (fermeture des cafés et restaurants, des cinémas, des centres de fitness etc.), on peut s'attendre à une nouvelle hausse du recours au chômage partiel.

Dans une optique prospective, l'emploi marquerait le pas. Le nombre de personnes occupées devrait progresser de seulement 1,8 % en 2020 et 1,1 % en 2021, avant de se redresser graduellement les deux années suivantes. Le taux de chômage au sens « strict » augmenterait à 6,5 % en 2020 et 7 % en 2021. Par la suite, la dynamique projetée sur le front de l'emploi demeurerait insuffisante pour entraîner une baisse significative du taux de chômage, qui s'établirait à 6,3 % en 2023 et donc à un niveau supérieur à celui d'avant la crise. À la faible progression de l'emploi s'ajoute un chômage potentiellement structurel. La part importante de chômeurs de longue durée témoigne des difficultés d'une partie des chômeurs à retrouver un emploi. De même, les caractéristiques des demandeurs d'emploi, en partie peu qualifiés, âgés ou souffrant d'une incapacité partielle de travail (ou d'un handicap), pèsent sur leur employabilité et ne favorisent guère leur réinsertion sur le marché du travail primaire.

Nonobstant, les effets sur le taux de chômage seraient atténués par plusieurs facteurs. Tout d'abord, la chute de l'activité devrait, en grande partie, être absorbée par une baisse de la durée moyenne de travail, en particulier via un recours accru au chômage partiel⁴⁰. En effet, les expériences passées ont

37 Elle a néanmoins retenu que le niveau de la dette privée, la hausse des coûts salariaux unitaires et la progression des prix immobiliers dépassent le seuil indicatif. La Commission a aussi répété que la hausse conjointe et ininterrompue des prix immobiliers et de l'endettement des ménages constitue un risque pour l'économie, bien que ce risque lui semble encore contenu à l'heure actuelle. Voir sous https://ec.europa.eu/info/publications/2021-european-semester-alert-mechanism-report_en.

38 Fin mai, le STATEC a publié un communiqué relatif à une analyse de la liquidité des entreprises effectuée sur la base des données les plus récentes de la Centrale des Bilans. Il en ressort que la liquidité des entreprises nécessaire pour assurer le bon fonctionnement de leurs activités est à un niveau assez bas, entre autres dans la restauration et le commerce de détail. Voir STATEC, La Centrale des Bilans : check-up de la santé des entreprises en période de crise, STATENEWS N°16 du 29 mai 2020.

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

40 L'ajustement de la marge intensive pourrait aussi passer par une flexibilisation ou une réduction du temps de travail, notamment via l'utilisation de comptes épargne-temps, la réorganisation de congés annuels, le recours au télétravail, la baisse des heures supplémentaires ou encore la hausse du temps partiel.

montré que les entreprises luxembourgeoises tendent – tant que possible – à privilégier une rétention de leur main-d'œuvre⁴¹. Selon notre scénario de référence et au niveau de l'économie dans son ensemble, le nombre d'heures travaillées par personne employée diminuerait ainsi de 6,8 % en 2020, avant de se redresser de 2,8 % en 2021, de 3,2 % en 2022 et de 1,4 % l'année suivante. De même, l'emploi frontalier – surreprésenté dans des secteurs cycliques et soumis à la concurrence internationale – pourrait ralentir davantage que l'emploi des résidents. Finalement, la relance des mesures pour l'emploi permettrait de contenir la hausse du chômage au sens « strict ». Ainsi, le taux de chômage au sens « large » devrait progresser davantage que le chômage au sens « strict ».

À l'ajustement de la composante « volume » du marché du travail s'ajouterait celui du coût du travail. Face à une incertitude élevée et des perspectives économiques assombries, les partenaires sociaux devraient faire preuve de prudence. De plus, la persistance du chômage à un niveau élevé ne favoriserait guère le pouvoir de négociation des employés, qui devrait demeurer limité. Les estimations du scénario de référence se fondent sur l'hypothèse d'un gel des salaires dans la fonction publique (sur une large partie de l'horizon de projection). Elles tiennent également compte de l'ajustement du salaire social minimum de 2,8 % en janvier 2021 (et d'un probable ajustement en janvier 2023), eu égard à l'évolution observée des salaires réels horaires en 2018 et 2019 (2020 et 2021)⁴².

Le graphique 28 montre l'évolution du coût salarial moyen (tel que défini en comptabilité nationale⁴³) et la contribution de chaque composante selon le scénario de référence. Le coût salarial moyen diminuerait de près de 2 % en 2020. Cette baisse se décompose (principalement) en une contribution positive de l'échelle mobile des salaires (indexation) de 2,5 p.p. et une dérive salariale dont l'impact négatif est estimé à environ -5 p.p.

L'estimation de la dérive salariale est en ligne avec celle des heures travaillées qui, à son tour, se fonde sur les hypothèses relatives à l'évolution du niveau de production dans l'économie. Si cette évolution reflète principalement l'impact du recours au chômage partiel, elle inclut aussi d'autres éléments tels que la baisse des heures travaillées liées au congé pour raisons familiales exceptionnel, la baisse des heures supplémentaires ou encore le recul des primes distribuées.

41 Cela s'expliquerait notamment par les difficultés de recrutement de personnel, fréquemment mises en avant par les employeurs luxembourgeois. Traditionnellement, au Luxembourg, une partie de la demande de travail est satisfaite par un afflux de travailleurs provenant de l'étranger (frontaliers ou immigrés). Cependant, face à la COVID-19, ce canal de recrutement pourrait subir quelques entraves, ce qui renforcerait les réticences des entreprises à licencier dans la mesure où le recrutement pourrait être encore plus difficile une fois la reprise économique entamée.

Si les licenciements devenaient inévitables, les entreprises pourraient favoriser la résiliation ou la non-reconduction de contrats temporaires ou à durée déterminée. Le travail intérimaire, en particulier, constitue un facteur d'ajustement face aux retournements conjoncturels, en permettant aux entreprises de réagir rapidement à une baisse de l'activité sans procéder à des licenciements. Le fort repli de l'emploi intérimaire observé depuis le début de la pandémie semble corroborer cette hypothèse.

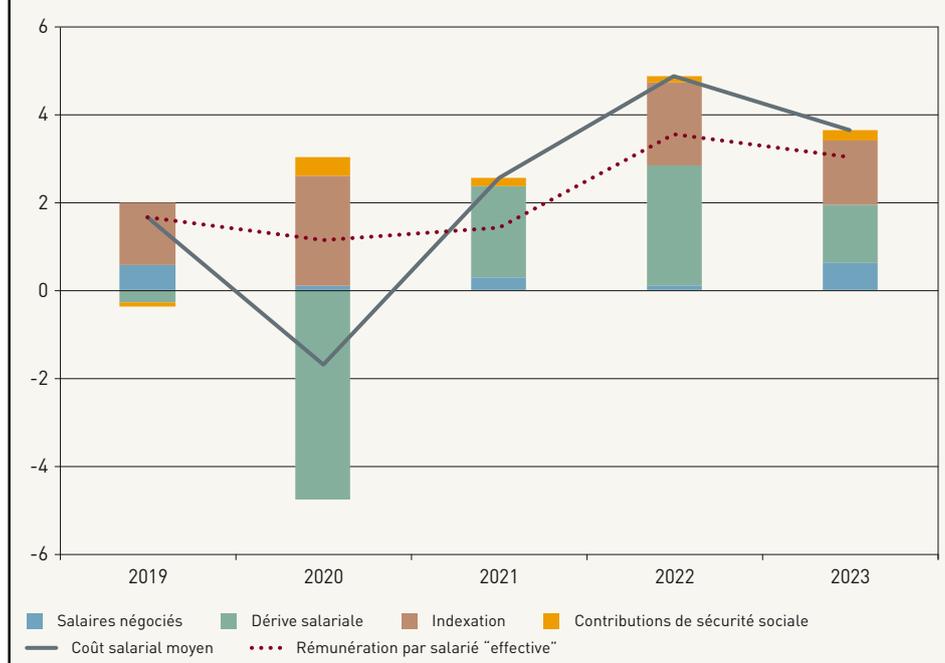
Par ailleurs, dans un contexte d'incertitude et d'inquiétude quant à de nouvelles vagues de COVID-19, l'ajustement de la marge extensive (c'est-à-dire du nombre de personnes employées), pourrait aussi, dans un premier temps, passer par un gel, un report, voire une annulation des embauches initialement prévues. Les données disponibles à l'heure actuelle semblent aller dans ce sens. En effet, la hausse du chômage observée jusqu'à présent s'est principalement expliquée par une réduction des flux de sortie du chômage (embauches) plutôt que par une hausse des flux d'entrée (licenciements). Dans ce contexte, il convient aussi de mentionner qu'on ne peut pas exclure l'apparition d'un « effet de découragement » qui pourrait s'avérer particulièrement important pour les chômeurs en fin de droits ou n'ayant pas droit aux allocations de chômage (comme par exemple les jeunes qui rentrent sur le marché du travail). Face à la hausse du chômage et aux perspectives moroses, certains pourraient, en effet, décider de ne pas (ou ne plus) s'inscrire auprès de l'Agence pour le développement de l'emploi (ADEM).

42 Rappelons qu'au Luxembourg, le salaire social minimum (SSM) est régi par le Code du travail et son niveau est fixé par la loi. Le SSM connaît deux types de revalorisations. i) La première résulte de l'adaptation automatique du SSM en fonction de l'évolution du coût de la vie (mécanisme d'indexation). ii) La deuxième dépend du développement économique et vise à faire participer les salariés rémunérés au SSM aux bénéfices de la croissance économique. À cette fin, tous les deux ans, le gouvernement soumet à la Chambre des députés un rapport sur l'évolution des conditions économiques générales et des revenus, accompagné, le cas échéant, d'un projet de loi portant sur l'ajustement du niveau du SSM. Le SSM est donc de manière générale adapté tous les deux ans en fonction de l'évolution moyenne des salaires horaires réels dans le reste de l'économie au cours des années A-2 et A-3. L'ajustement projeté pour 2023 devrait s'avérer modeste au regard de l'évolution projetée des salaires réels en 2020 et 2021, sur fond de crise de la COVID 19.

43 Voir l'encadré 2 « Ajustement du facteur travail dans le contexte de la crise actuelle », publié dans le Bulletin BCL 2020/1 (p.61-68) pour plus de détails.

Graphique 28

Décomposition de l'évolution projetée du coût salarial moyen
(en pourcentage ; sauf contributions, en points de pourcentage)



Sources : ADEM, STATEC (comptes nationaux 2019), scénario de référence (2020-2023) et calculs BCL

La courbe rouge, sur le graphique 28, montre l'évolution projetée de la rémunération moyenne effective perçue par les salariés, soit le total de la rémunération payée par l'employeur augmenté des indemnités de chômage partiel (versées par le Fonds pour l'emploi). Celle-ci devrait légèrement ralentir en 2020 sans pour autant diminuer, grâce à l'effet compensatoire de l'indexation et, principalement, des indemnités de chômage partiel. En 2021 et surtout en 2022 (et 2023), en supposant que le recours au chômage partiel ait largement diminué, les dynamiques seraient différentes. Le coût salarial moyen et la rémunération effective perçue par le salarié seraient en hausse, mais le taux de progression serait nettement plus élevé pour le coût salarial moyen.

1.2.6.5 Les prix à la consommation

L'inflation globale, mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) s'établirait à seulement 0,9 % en 2020, en forte décélération par rapport à 2019 (1,7 %). Elle accélérerait ensuite graduellement pour atteindre 1,5 % en 2021, 1,6 % en 2022 et 1,7 % en 2023.

L'inflation sous-jacente, telle que mesurée par l'IPCN excluant les prix de l'énergie, devrait s'établir à 1,5 % en 2020, en décélération par rapport à 2019 (1,8 %). Elle accélérerait ensuite à 1,6 % en 2021 et 1,7 % en 2022 et 2023, ce qui resterait toutefois en deçà de sa moyenne historique.

À court terme, l'inflation sous-jacente serait soutenue par l'augmentation du salaire minimum en janvier 2021 et par la dissipation de l'effet de la mise en place en mars 2020 de la gratuité des transports publics. Son accélération en 2021 serait néanmoins freinée par la faiblesse des augmentations salariales (autre que le salaire minimum) et une inflation modérée dans la zone euro et la plupart des pays voisins. L'Allemagne devrait toutefois connaître une inflation relativement élevée en raison de mesures spécifiques (introduction d'une taxe CO₂ et le retour aux taux de TVA habituels après une baisse temporaire en 2020). Pour le reste de l'horizon de projection, l'impact de l'indexation prévue pour le deuxième trimestre 2022 serait atténué par la faiblesse de la croissance des salaires réels. Dans ce contexte, l'inflation sous-jacente se stabiliserait à 1,7 %, un niveau proche de sa moyenne sur les dix dernières années.

Après avoir été inférieure à 1,0 % en 2020, l'inflation globale rebondirait à 1,5 % en 2021, sous l'effet de la contribution largement positive de la composante énergie liée à l'augmentation des prix du pétrole et

à l'introduction de la taxe CO₂ en janvier 2021⁴⁴. L'incidence du relèvement des accises sur l'essence, le diesel et le mazout de chauffage sur le taux de variation annuel moyen de l'IPCN serait de 0,25 p.p. en 2021. D'autres augmentations de la taxe CO₂, plus faibles, sont anticipées pour les années suivantes, mais leur impact sur l'inflation serait plus modéré et l'inflation globale s'établirait alors à un niveau similaire à l'inflation sous-jacente. Notons encore que l'impact de la taxe CO₂ sur l'inflation sera neutralisé dans le mécanisme de l'indexation des salaires. Dans ce contexte et en fonction des dernières données disponibles, le paiement de la prochaine tranche indiciaire est prévu pour avril 2022. La tranche suivante serait due en septembre 2023.

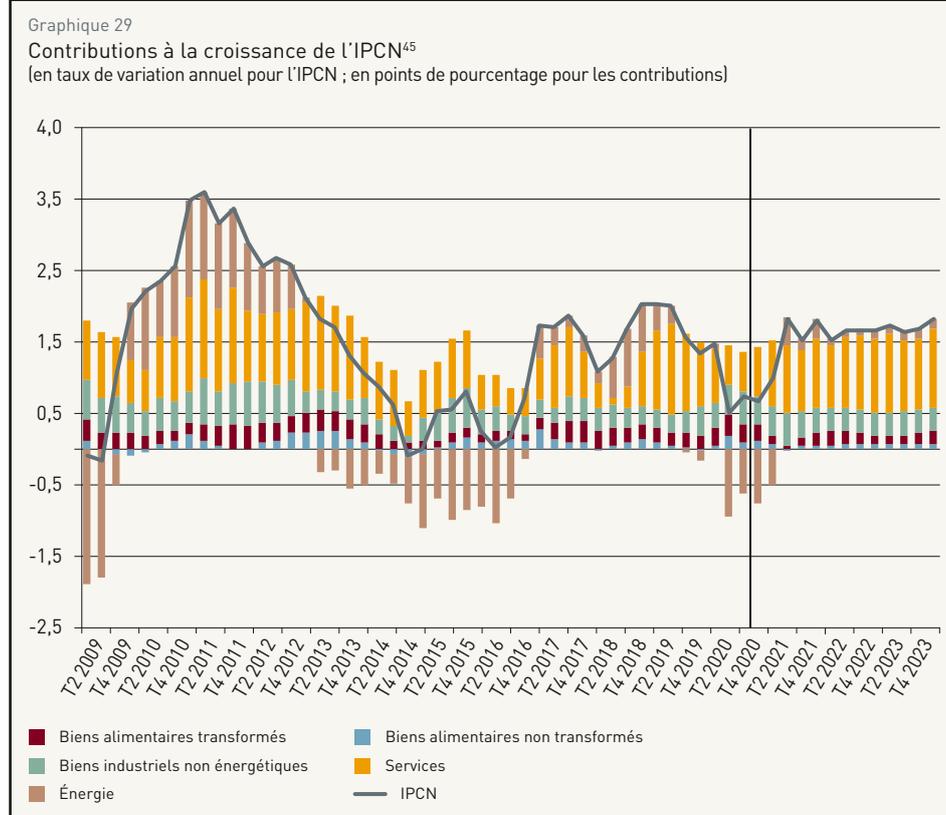
L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) présenterait un taux de progression nettement inférieur à l'IPCN en 2020 puisqu'il serait nul, notamment parce que les prix de l'énergie y ont un poids plus important. Cette différence de pondération explique également l'incidence beaucoup plus importante de la taxe CO₂ sur l'inflation IPCH, qui serait de l'ordre de 0,6 p.p. en 2021. L'inflation IPCH atteindrait 1,9 % en 2021 et serait donc nettement supérieure à l'IPCN. En 2022 et 2023, elle reculerait à 1,7 %, soit une évolution similaire à celle de l'IPCN.

En comparaison avec l'exercice de juin 2020, les projections de l'inflation sous-jacente ont été revues en hausse pour 2020 et légèrement abaissées pour le reste de l'horizon de projection. L'inflation globale a été révisée à la hausse en 2021, en raison notamment de l'inclusion de l'impact de la taxe CO₂ dans les prévisions.

1.2.6.6 Les finances publiques

En ce qui concerne les finances publiques, le solde des administrations publiques luxembourgeoises a révélé un excédent pour l'année 2019 de 2,4 % du PIB, en baisse par rapport à celui observé en 2018 (surplus de 3,1 % du PIB).

Pour 2020, il résulte de la progression des recettes et des dépenses que le solde des administrations publiques se dégraderait fortement, à concurrence de 7,8 p.p., pour s'établir à -5,4 % du PIB. Cette dégradation se matérialiserait essentiellement au niveau de l'administration centrale, qui afficherait



Sources : STATEC, BCL (projections)

⁴⁴ Pour plus de détails, voir l'avis de la BCL sur le projet de budget 2021.

⁴⁵ Indices calculés selon les définitions d'Eurostat. La contribution se calcule en multipliant la variation annuelle moyenne de l'indice par le poids de l'indice dans l'IPCN.

un déficit de 6,6 % du PIB en 2020, contre un solde quasiment à l'équilibre en 2019. Dans une moindre mesure, le solde des administrations locales se détériorerait également (déficit de 0,4 % du PIB en 2020, contre un surplus de 0,5 % du PIB en 2019). Le solde de la Sécurité sociale baisserait plus modérément (surplus de 1,6 % du PIB en 2020 contre 1,9 % du PIB en 2019).

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

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

Le ratio de dette publique, qui s'affichait à 22 % du PIB à la fin de l'année 2019, augmenterait fortement en 2020 (à 27,2 % du PIB) en raison des émissions effectuées dans le cadre de la crise sanitaire et économique. Au cours des années suivantes, le ratio continuerait à augmenter pour atteindre 29,3 % du PIB en 2023. Le financement des déficits observés au niveau de l'administration centrale alimenterait l'endettement de l'État, étant donné que les surplus dégagés par la Sécurité sociale ne viendraient pas compenser les déficits de l'administration centrale, mais seraient à juste titre utilisés pour alimenter les réserves de pension.

Les projections de finances publiques sont décrites en détail dans le chapitre 1.3.3 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 2021 et la programmation pluriannuelle pour la période 2020-2024⁴⁶.

1.2.6.7 Analyse des risques

Dans le cadre de l'exercice de l'Eurosystème, la BCL a préparé deux scénarios alternatifs – clément et sévère – pour mieux refléter l'incertitude liée à la crise sanitaire, ainsi que la sensibilité des estimations aux hypothèses retenues pour l'évolution de la pandémie. Le graphique 26 compare l'évolution du PIB réel selon les différents scénarios par rapport à la trajectoire de ce dernier telle que dégagée dans l'exercice de projection de décembre 2019. Le tableau 19 présente des estimations pour d'autres variables. Les scénarios varient en fonction de l'évolution de la pandémie, du degré et de la durée des mesures sanitaires, de l'efficacité des vaccins contre la COVID-19 et des effets persistants à moyen terme sur l'activité économique.

Tableau 19 :

Les scénarios clément et sévère

(en pourcentage de variation annuel, resp. en % de la population active)

	2019	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
	SCÉNARIO CLÉMENT					SCÉNARIO SÉVÈRE			
PIB réel	2,3	-5,0	8,3	6,9	3,6	-5,4	0,0	3,4	5,4
IPCH	1,6	0,0	2,1	1,7	1,7	0,0	1,7	1,7	1,7
Taux de chômage	5,3	6,4	6,3	6,0	5,6	6,5	7,3	7,0	6,6

Source : BCL

⁴⁶ Voir ci-après dans la deuxième partie de ce bulletin.

Le scénario clément est caractérisé par un succès de l'endiguement et une évolution relativement limitée de la COVID-19. Il est admis que les vaccins découverts à la fin de l'année 2020 pourraient être introduits rapidement et efficacement au début de l'année 2021. Par rapport au scénario de référence, le scénario clément permettrait une reprise plus rapide de l'activité économique dès 2021. Ainsi, le PIB réel se redresserait plus vigoureusement, récupérant son niveau d'avant la crise assez rapidement pour converger, à la fin de l'horizon de projection, vers la trajectoire anticipée dans les projections préparées en décembre 2019. Selon ce scénario, le taux de croissance du PIB réel serait de -5,0 % en 2020, de 8,3 % en 2021, de 6,9 % en 2022 et de 3,6 % en 2023.

Dans le scénario sévère, les cas d'infection et les hospitalisations resteraient élevés au début de l'année 2021, ce qui entraînerait un durcissement des mesures sanitaires. Ce scénario intègre aussi l'hypothèse que des problèmes opérationnels retarderaient le déploiement du vaccin contre la COVID-19 jusqu'en 2022. Les mesures contre la crise ne sauraient empêcher des effets persistants plus négatifs sur l'économie, ce qui conduirait à une forte augmentation du taux de chômage et des faillites d'entreprises dans le secteur privé. De surcroît, l'environnement international défavorable et le dysfonctionnement des marchés financiers ralentiraient davantage la reprise de l'activité économique. Dans l'ensemble, le niveau du PIB réel n'atteindrait son niveau d'avant la crise qu'en 2023 et de ce fait, à la fin de l'horizon de projection, resterait aussi nettement inférieur à son niveau anticipé avant la crise. Sur la période 2020-2023, la perte de « revenu » due à la pandémie serait donc bien plus importante que dans le scénario de référence. Le taux de croissance du PIB réel s'établirait à -5,8 % en 2020, 0,0 % en 2021, 3,4 % en 2022 et 5,4 % en 2023.

En comparaison avec les scénarios présentés en juin 2020, la découverte des vaccins a nettement réduit l'incertitude entourant les projections de croissance. Le scénario sévère a subi les révisions les plus importantes et il est désormais nettement moins défavorable en ce qui concerne la progression de l'activité économique et l'augmentation du taux de chômage.

Au-delà des risques émanant de la pandémie, l'évolution de l'économie luxembourgeoise reste évidemment aussi exposée aux risques qui sont habituellement présentés dans cette partie. Il s'agit par exemple du Brexit, de l'incidence de l'évolution des marchés financiers sur la performance du secteur financier, des adaptations réglementaires décidées au niveau international, notamment en matière d'imposition des profits, des risques pesant sur le marché immobilier résidentiel et des effets liés aux révisions des données de l'économie luxembourgeoise ainsi que de l'intégration de nouvelles observations⁴⁷.

1.2.7 Le commerce extérieur

Au cours de trois premiers trimestres 2020, les exportations et les importations de biens se sont globalement contractées de 12 % par rapport à la même période en 2019. Les plus fortes contractions ont eu lieu au deuxième trimestre 2020, les exportations et les importations ayant reculé respectivement de 22 % et de 24 %, par rapport au même trimestre en 2019. Le déficit du commerce extérieur s'est, pour sa part, largement résorbé (-13 %) en atteignant 4,5 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2020.

Les indices des valeurs unitaires indiquent une baisse des prix à l'importation au premier semestre 2020 (-1,4 %), alors que l'indice des valeurs unitaires à l'exportation ne s'est contracté que très légèrement (-0,2 %). En conséquence, l'indice des termes de l'échange s'est amélioré de 1,2 % au premier semestre 2020, contribuant ainsi au recul du déficit du commerce extérieur.

⁴⁷ Pour une présentation détaillée de ces risques, voir le bulletin 2019/3, p.76-77.

Les livraisons de produits sidérurgiques, qui constituent la catégorie dominante des exportations luxembourgeoises, se sont contractées de 20 % sur les trois premiers trimestres 2020, après avoir déjà reculé de 6 % sur toute l'année 2019. Toutes les autres grandes catégories de biens exportés ont également subi une évolution défavorable sur les trois premiers trimestres 2020. L'évolution des exportations par principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra zone euro, qui absorbent habituellement près de 70 % des exportations luxembourgeoises, étaient en recul de 11 % sur les trois premiers trimestres 2020. Les ventes vers les autres pays d'Europe (hors zone euro), et vers les États-Unis se sont réduites respectivement de 15 % et de 36 % sur les trois premiers trimestres 2020. Les livraisons vers l'Asie (Chine et Japon essentiellement), n'ont en revanche baissé que de 3 % sur les trois premiers trimestres 2020.

S'agissant des importations de biens, presque toutes les catégories de produits ont reculé sur les trois premiers trimestres 2020, les baisses les plus importantes ayant affecté les produits pétroliers (-36 %), les produits chimiques (-27 %), le matériel de transport (-7 %) ainsi que les machines et équipements (-12 %). Les importations en provenance de la zone euro (85 % de toutes les importations) se sont contractées de 12 % sur les trois premiers trimestres 2020 alors que celles en provenance des États-Unis (3 % de toutes les importations) se sont effondrées de 23 %. Les biens importés d'Asie (Japon et Chine essentiellement) ont, de leur côté, affiché un recul de 9 % sur les trois premiers trimestres 2020.

Tableau 20 :

Commerce extérieur du Luxembourg

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

PÉRIODE	EXPORTATIONS		IMPORTATIONS		SOLDE	
	VALEUR	VARIATION	VALEUR	VARIATION	VALEUR	VARIATION
2008	11 851	1,7	17 510	7,3	-5 659	21,4
2009	9 201	-22,4	13 863	-20,8	-4 662	-17,6
2010	10 638	15,6	16 302	17,6	-5 664	21,5
2011	11 999	12,8	18 786	15,2	-6 786	19,8
2012	10 953	-8,7	18 846	0,3	-7 893	16,3
2013	10 639	-2,9	18 041	-4,3	-7 402	-6,2
2014	11 389	7,1	18 129	0,5	-6 739	-8,9
2015	11 673	2,5	17 658	-2,6	-5 985	-11,2
2016	11 903	2,0	17 636	-0,1	-5 733	-4,2
2017	12 661	6,4	18 984	7,6	-6 323	10,3
2018	13 289	5,0	19 934	5,0	-6 645	5,1
2019	13 250	-0,3	20 479	2,7	-7 229	8,8
2020						
1 ^{er} trim.	3 125	-7,0	4 689	-8,5	-1 564	-11,5
2 ^e trim.	2 698	-22,4	3 926	-24,2	-1 228	-27,9
3 ^e trim.	3 046	-6,0	4 706	-3,6	-1 660	1,1

Source : STATEC

1.2.8 La balance des paiements

1.2.8.1 Révision des données

Les données de la balance des paiements, publiées en septembre 2020, se sont inscrites dans le cadre d'une grande révision qui aurait dû affecter en même temps la comptabilité nationale. Le STATEC a toutefois reporté la grande révision des comptes nationaux à l'année 2021. Les données de la balance

des paiements révisés depuis 2002 comportent non seulement de nombreuses mises à jour et corrections, mais également certains changements méthodologiques.

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

Par ailleurs, l'estimation de la production des sociétés financières captives, qui se faisait depuis 2014, a été améliorée et le champ étendu aux entités de type « invoicing / factoring » et aux « IP box (*intellectual property box*) ». Lors de la révision de septembre 2020, cette procédure a également été appliquée aux années 2002-2011. Le principal impact se situe au niveau des services financiers qui enregistrent désormais la partie exportée de la production de ces unités.

1.2.8.2 Le compte courant

Au premier semestre 2020, l'excédent du compte courant s'est établi à 706 millions d'euros, soit une chute de 67 % par rapport à la même période en 2019. Le solde des biens et celui des revenus se sont en effet dégradés, en grande partie sous l'impact négatif de la pandémie du COVID-19. La crise sanitaire a également eu des répercussions sur les échanges de services. Au niveau des biens, les exportations et importations ont affiché une baisse d'environ 17 % au premier semestre 2020, cette baisse ayant touché tous les types de produits. Le surplus des marchandises a, pour sa part, atteint 1,3 milliard d'euros au premier semestre 2020, soit une contraction de 19 % par rapport au même semestre en 2019. Cette détérioration s'explique essentiellement par la baisse sensible des exportations nettes en négoce international.

Les échanges internationaux de services ont été globalement moins affectés par la crise sanitaire, les exportations (-3 %) et les importations (-4 %) n'ayant reculé que légèrement au premier semestre 2020. Le surplus des services s'est élevé à 10,8 milliards d'euros au premier semestre 2020 et a légèrement progressé (0,7 %) par rapport à la même période en 2019. Les exportations nettes de services financiers sont restées quasi stables à 8,3 milliards d'euros. Après deux mois de baisse consécutive en février et mars 2020, les actifs nets sous gestion des fonds d'investissement (qui représentent la plus grande partie contribution aux prestations des services financiers) ont depuis lors renoué avec la croissance. En revanche, les services non financiers ont subi une baisse importante tant pour les exportations (-11 %) que pour les importations (-12 %). Les services les plus affectés ont été les voyages (avec l'effondrement des voyages d'affaires), les autres services aux entreprises, ainsi que les services personnels, culturels et de récréation.

Le déficit des revenus primaires s'est accru de 5 % en atteignant 10,8 milliards d'euros au premier semestre 2020. Cette évolution défavorable provient d'une baisse plus importante des dividendes à recevoir qu'à payer, dans un contexte économique difficile qui a poussé les entreprises à réduire les versements des dividendes. Le solde négatif de la rémunération des frontaliers s'est, quant à lui, résorbé de 7 % suite au chômage partiel.

Les revenus secondaires (transferts courants) se sont détériorés en se soldant par un déficit de 665 millions d'euros au premier semestre 2020, comparé à un déficit de 57 millions d'euros au même



semestre en 2019. Cette détérioration s'explique surtout par les indemnités versées aux frontaliers suite à la pandémie du COVID-19 (chômage partiel, congé extraordinaire pour raisons familiales, etc.).

1.2.8.3 Le compte financier de la balance des paiements

Dans le compte financier, au premier semestre 2020, les flux d'investissements directs sont restés caractérisés par des opérations de désinvestissement tant pour les avoirs (-123 milliards d'euros) que pour les engagements (-69 milliards d'euros). Ces opérations ont concerné quelques SOPARFI, qui ont poursuivi leurs opérations de restructuration, de cessation ou de délocalisation de leurs activités.

Concernant les investissements de portefeuille, le deuxième trimestre 2020 s'est caractérisé par la reprise des placements dans les actions luxembourgeoises (parts d'OPC en grande partie), après les ventes nettes observées au premier trimestre 2020, dans un contexte de chute des cours boursiers consécutive à la pandémie du COVID-19. Les transactions sur les actions luxembourgeoises se sont ainsi globalement soldées par des entrées nettes de 71 milliards d'euros au premier semestre 2020. Les titres de dette luxembourgeois ont en revanche subi des ventes nettes de 34 milliards d'euros au premier semestre 2020.

Les résidents luxembourgeois ont continué à se détourner des titres étrangers de participation dont les transactions se sont soldées par des ventes nettes de 35 milliards d'euros au premier semestre 2020. Par contre, les titres de dette étrangers ont subi des achats nets à concurrence de 63 milliards d'euros sur la même période.

Les flux d'investissements directs et de portefeuille se sont globalement soldés par des entrées nettes de 62 milliards d'euros au premier semestre 2020, compensées entièrement par des sorties nettes dans les produits dérivés ainsi que dans les flux d'autres investissements (dépôts et crédits classiques).

Tableau 21 :

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

	1 ^{ER} SEMESTRE 2019			1 ^{ER} SEMESTRE 2020		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
COMPTE COURANT	217 888	215 775	2 113	188 555	187 848	706
Biens	13 181	11 500	1 680	10 918	9 561	1 357
Marchandises générales (yc « or non monétaire »)	11 182	11 500	-318	9 582	9 561	22
Négoce international (exportations nettes)	1 998	0	1 998	1 335	0	1 335
Services	49 204	38 484	10 720	47 947	37 150	10 797
Services financiers	26 327	18 064	8 264	27 517	19 216	8 301
Services non financiers	22 877	20 420	2 456	20 430	17 934	2 496
Revenu primaire	150 674	160 904	-10 230	124 868	135 651	-10 783
Revenu secondaire	4 829	4 887	-57	4 821	5 486	-665
COMPTE DE CAPITAL	486	553	-67	668	754	-86
	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET
COMPTE FINANCIER			2 046			620
INVESTISSEMENTS DIRECTS	-65 968	-108 079	42 111	-123 242	-69 587	-53 655
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	-88 931	-39 807	-49 124	-53 698	-4 290	-49 407
Autres capitaux	22 963	-68 272	91 235	-69 544	-65 296	-4 248
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	50 855	78 555	-27 699	28 181	36 581	-8 400
Titres de participation	-40 056	66 558	-106 615	-35 020	71 092	-106 112
Titres de créance	90 912	11 996	78 916	63 201	-34 511	97 712
PRODUITS FINANCIERS DERIVÉS			7 201			21 116
AUTRES INVESTISSEMENTS	69 506	89 101	-19 594	100 684	59 165	41 518
AVOIRS DE RÉSERVE			27			41
ERREURS ET OMISSIONS			-1			-1

Sources : BCL, STATEC

1.2.9 La position extérieure globale

Par rapport au premier trimestre 2020, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg se sont accrus de 251 milliards d'euros en atteignant 10 969 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre 2020. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger ont, de leur côté, progressé de 253 milliards d'euros, en s'établissant à 10 932 milliards d'euros fin juin 2020. Ces hausses s'expliquent à la fois par de nouvelles acquisitions et par la remontée des marchés boursiers au deuxième trimestre 2020. La position extérieure nette du Luxembourg s'est, quant à elle, détériorée de 2 milliards en atteignant 36 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre 2020, les engagements ayant davantage augmenté que les avoirs financiers extérieurs.

Dans les différentes composantes de la position extérieure nette, le solde créditeur sur investissements directs s'est réduit de 44 milliards à 694 milliards d'euros, fin juin 2020. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, crédits commerciaux, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) s'est contracté de 48 milliards pour s'établir à 418 milliards d'euros. Le déficit structurel des investissements de portefeuille s'est, pour sa part, réduit de 74 milliards à 1 092 milliards d'euros, fin juin 2020.

L'encours d'avoirs en investissements directs s'est contracté à 4 835 milliards d'euros, fin juin 2020, après avoir subi un effet-flux négatif (désinvestissements de 24 milliards d'euros), renforcé par un effet négatif de valorisation (73 milliards d'euros). Le stock d'engagements d'investissements directs a, pour sa part, atteint 4 171 milliards d'euros fin juin 2020, soit une baisse de 53 milliards d'euros, résultante d'un effet négatif de valorisation.

Les investissements de portefeuille ont été favorablement impactés par la remontée des cours boursiers au deuxième trimestre 2020. L'encours d'avoirs en investissements de portefeuille s'est établi à 4 387 milliards d'euros fin juin 2020, soit une hausse de 460 milliards d'euros, résultante d'un large effet positif de valorisation (281 milliards d'euros) et d'un effet-flux positif (179 milliards d'euros). L'encours d'engagements en investissements de portefeuille a atteint 5 479 milliards d'euros fin juin 2020, soit une hausse de 386 milliards d'euros résultante à la fois d'un effet positif de valorisation (277 milliards) et d'un effet-flux positif (108 milliards d'euros).

Dans les autres investissements, l'encours de créances a atteint 1 566 milliards d'euros fin juin 2020, soit une baisse de 94 milliards d'euros résultante à la fois d'un effet-flux négatif et d'un effet de change négatif. Il en est de même pour l'encours d'engagements qui s'est réduit de 46 milliards d'euros pour atteindre 1 148 milliards d'euros fin juin 2020.

Tableau 22 :

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

	ENCOURS FIN 2020 T1	TRANSACTIONS	VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS	ENCOURS FIN 2020 T2
Position extérieure nette	38	1	-3	36
Avoirs extérieurs bruts	10 717	89	162	10 969
Engagements extérieurs bruts	10 679	89	165	10 932
Investissements directs nets	738	-37	-6	694
Avoirs	4 962	-24	-73	4 865
Engagements	4 224	14	-67	4 171
Investissements de portefeuille nets	-1 166	70	4	-1 092
Avoirs	3 927	179	281	4 387
Titres de participation	1 748	22	223	1 993
Titres de créance	2 179	157	58	2 394
Engagements	5 094	108	277	5 479
Titres de participation	3 968	133	289	4 390
Titres de créance	1 126	-25	-11	1 090
Produits dérivés nets	-1	18	-2	15
Autres investissements nets	466	-50	2	418
Avoirs	1 660	-84	-11	1 566
Engagements	1 194	-33	-13	1 148
Avoirs de réserve	0,95	0,05	-0,01	1,00

Source : BCL

2 ANALYSES

2.1 DO NEWER TENANTS PAY HIGHER RENT?⁴⁸

2.1.1 Introduction

This analysis asks whether newer tenants, who only recently entered the Luxembourg housing market, pay higher rent than tenants with long-standing rental contracts. Using data from the Household Finance and Consumption Survey (HFCS), we find that long-term tenants pay significantly lower rents than “newer” tenants renting comparable accommodation.

In Luxembourg, as in many other European countries⁴⁹, regulation fixes a maximum rent on residential property and limits rent increases for existing tenants.⁵⁰ In July 2020, the Luxembourg Minister of Housing presented a draft bill reviewing the law on renting residential property to clarify the calculation of the maximum rent⁵¹, to limit the rental deposit to 2 months’ rent, to ensure that agency fees are shared more equally between tenants and property owners, and to review other regulations in the rental market.⁵²

According to current legislation⁵³, rent cannot exceed 5% of the capital the owner invested in the property, which includes the purchase price, any construction costs and improvements carried out over the years. The capital investment can be updated (according to an official table) to account for increases in living costs, but cannot be adjusted to reflect unrealised capital gains. Since property prices in Luxembourg increase much faster than consumer prices, this may drive a wedge between rents on newer properties and rents on older properties (unless they changed hands recently). Rent adjustment is slowed further because existing contracts can only be adapted once every two years and because automatic adjustments are not enforceable.

The analysis that follows cannot claim to assess the effectiveness of rental regulation in Luxembourg. Instead, it focuses on one particular aspect, using survey data to explore the link between the level of rents and the duration of rental contracts. The empirical evidence confirms that long-term tenants pay less rent for comparable dwellings.

2.1.2 Data and descriptive statistics

We use household level data collected in the 2010, 2014 and 2018 waves of the Luxembourg Household Finance and Consumption Survey (LU-HFCS). Households who rented their main residence represented 999 unweighted observations. Given the limited sample size, we pool data from all three HFCS

48 Written by Yiwen Chen, Paolo Guarda, Thomas Y. Mathä, Giuseppe Pulina and Michael Ziegelmeier, economists in the Economics and Research Department. We thank research interns Barbara Schuster and Nicoleta Dicusar for their help during the preparatory stage.

49 OECD (2019): PH6.1 Rental regulation, OECD Affordable Housing Database, last updated 16/12/2019, <https://www.oecd.org/els/family/PH6-1-Rental-regulation.pdf>. According to Claveres et al. (2020) Luxembourg is characterised by relatively tight regulation compared to neighbouring countries and the OECD average.

50 Luxembourg, like Sweden, limits rents on all dwellings, while other European countries, such as France, Germany, Ireland and the Netherlands, only apply rent control to a portion of the housing stock.

51 The bill was presented following a well publicised court case that illustrated the confusion regarding the calculation of the maximum rent (<https://www.land.lu/page/article/918/336918/DEU/index.html>).

52 Le gouvernement luxembourgeois, communiqué 30 July 2020, https://gouvernement.lu/fr/actualites/toutes_actualites/communiqués/2020/07-juillet/30-kox-loyer.html

53 Loi du 21 septembre 2006 sur le bail à loyer à usage d’habitation.

waves to increase the precision of our parameter estimates. All monetary variables are adjusted for inflation to the 2018 price level using the National Consumer Price Index published by STATEC.⁵⁴

According to the LU-HFCS, the share of renters remained fairly stable over the years (see Table 1). In 2018, only 28% of households rented their household main residence (HMR).⁵⁵ Three quarters of these households rented an apartment, 22% rented a house and 3% rented other accommodation (e.g., farms). In 2018, the median surface of rented dwellings was 80 square meters, and the median monthly rent was 924 euros. This level of monthly rent may seem very low compared to the 1,467 euros average rent estimated by the *Observatoire de l'Habitat* using advertisements for vacant apartments in 2018⁵⁶. However, the *Observatoire* only observes the rents requested by property owners, not the agreed rent actually written into a contract, which could be lower. In addition, the *Observatoire* does not observe rents for apartments that are filled through private networks without ever being advertised. Finally, the *Observatoire* only monitors rents for vacant apartments that are available on the market, while the HFCS only observes rents on currently occupied dwellings⁵⁷, some subject to a long-standing contract.⁵⁸ According to the 2018 HFCS data, the rent-to-disposable income ratio was 29% for the median household and exceeded 40% for only 28% of tenant households.⁵⁹

We split the population of tenants into three groups, according to the duration of the rental contract (see Table 1). Following Wulff and Maher (1998), we define “long-term tenants” as those with a rental contract that has been in effect at least 10 years, “medium-term tenants” as those with contract duration between 5 and 9 years, and the rest as “short-term tenants”. Pooling all three survey waves in our sample, short-term tenants account for 55% of observations, medium-term tenants for 23% and long-term tenants for 22%.

Table 1:

Households with short-, medium- or long-term rental contract by year (percent)

	2010	2014	2018	ALL WAVES
Share of renters	30	27	28	28
of which				
Short-term renters: ≤ 4 years	54	57	55	55
Medium-term renters: 5-9 years	24	24	21	23
Long-term renters: > 10 years	22	19	24	22

Source: Own calculations based on the LU-HFCS data wave 1, 2 and 3 (2010, 2014 and 2018). Data are multiply imputed and weighted.

Figure 1 compares the monthly rent per square metre for tenants in the different groups. It suggests a negative relationship between the level of rent and the duration of the existing rental contract.

54 Monetary values for the 2010 and 2014 waves are multiplied with 1.149 and 1.043, respectively.

55 Based on LU-HFCS data, 69% of households are homeowners and 2.8% use their residence for free.

56 <http://observatoire.liser.lu>

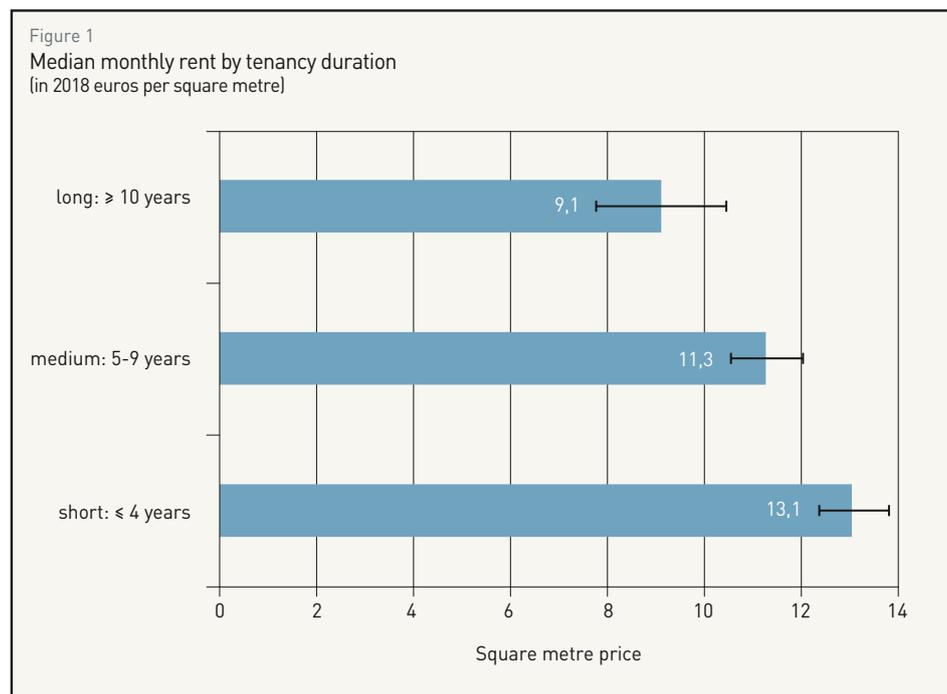
57 The separate EU Survey on Income and Living Conditions also takes a household perspective and reports that average rent in Luxembourg was 1,158 euros in 2018, which is closer to the HFCS estimate.

58 In addition, the *Observatoire* data is concentrated in the two largest cities, where the rental market is most active, while the HFCS is designed to be representative of the entire population in terms of sex, age and income class (not location). Thus the HFCS sample may be less representative of the population of tenants.

59 STATEC reported that low-income households spent 38% of their disposable income on rent and housing related expenses. See STATEC (2019): Rapport Travail et Cohésion Sociale, Analyses 2/2019

Long-term tenants pay significantly less rent per square metre compared to short- and medium-term tenants.

Table 2 shows that this result holds for each LU-HFCS wave separately. It is consistent with recent results from STATEC's "Loyer" survey on Luxembourg rents⁶⁰, which found that most rents were not adjusted between 2014 and 2018. This could explain why the median rent per square metre in 2018 was significantly higher (in real terms) than the median rent in 2010 (Table 2).



Source : Own calculations based on the LU-HFCS data wave 1, 2 and 3 (2010, 2014 and 2018). Data is multiply imputed and weighted.

Table 2:

Median monthly rent by tenancy duration and HFCS wave
(in 2018 euros per square meter)

	2010	2014	2018
All tenants	11.5	11.8	12.2***
Short-term (ref. cat.)	12.8	13.0	13.4
Medium-term	10.9	11.7	11.2
Long-term	8.0**	9.5***	10.4***

Note: In the top row we test for differences with respect to the reference year 2010. In the other rows, we test within each year whether the median rent of long- and medium-term tenants is statistically different from that of short-term tenants (reference category).

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Source: Own calculations based on the LU-HFCS data wave 1, 2 and 3 (2010, 2014 and 2018). Data are multiply imputed and weighted.

Table 3 provides summary statistics of the main tenant characteristics, splitting the sample into three groups by contract duration.⁶¹ As could be expected, the average tenant age increases with the duration of the contract. In other words, young tenants tend to belong to the group of short-term tenants and older tenants to the group of long-term tenants.

The share of foreign-born households is lower among long-term tenants (63%) than among short-term tenants (79%) or medium-term tenants (79%). Foreign-born residents are thus overrepresented in all three tenant groups, since they only account for 46% of the whole sample of surveyed households (pooling 2010, 2014 and 2018). This is not surprising, since most immigrants will probably become renters

60 STATEC's «Loyer» survey is based on a rotating panel of dwellings. Dwellings are kept in the panel for 4 years. For each dwelling, the rent is observed twice per year (Le logement en chiffres, Nr. 8, 10/2019).

61 Characteristics of individual household members refer to the reference person, which is defined as the Financially Knowledgeable Person (FKP) of the household.

on arrival in Luxembourg, before eventually buying a home. Instead, native-born individuals of the same age may live with their parents for an extended period before buying directly without passing through the rental market.

The share of singles is highest among short-term tenants and lowest among long-term tenants. As could also be expected, widowed households are more common among long-term tenants.

The duration of the contract is also linked to educational attainment. Most long-term tenants have not attained a high level of education. Highly educated households are more common in the group of short-term tenants, possibly because many are recent arrivals from abroad or young adults moving out of their parent's house. Highly educated individuals are more likely to earn higher income, which will eventually allow them to become homeowners, moving out of rented accommodation. In fact, average yearly gross income decreases with the duration of the rental contract. In other words, those renting long-term generally have less income than short-term tenants.

Table 3:

Tenant characteristics by duration of contract

	RENT DURATION		
	SHORT-TERM	MEDIUM-TERM	LONG-TERM
Gender (in %)			
Female	37	45*	42
Age in years (mean)	40.2	45.1***	56.1***
Foreign-born (in %)	79	79	63***
Civil status (in %)			
Single	42	31***	31**
Couple	31	44	28
Divorced	16	23*	20
Widowed	2	4	10***
Education (in %)			
Low	32	34	48***
Medium	31	35	35
High	37	31	17***
Annual gross income in 2018 euros (mean)	65,920	72,621	55,191**

Note: In the top row we test for differences with respect to the reference year 2010. In the other rows, we test within each year whether the median rent of long- and medium-term tenants is statistically different from that of short-term tenants (reference category).

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Source: Own calculations based on the LU-HFCS data wave 1, 2 and 3 (2010, 2014 and 2018). Data are multiply imputed and weighted.

2.1.3 Econometric specification and results

Table 4 reports the median results of a quantile regression examining the key determinants of monthly rent per square metre. In our most general specification, we estimate the following equation:

$$\text{rent} = \beta_0 + \beta_1 \text{duration} + \beta_2 \text{year} + \beta_3 \text{location} + \beta_4 X + \varepsilon$$

Column 1 of Table 4 reports coefficient estimates for a parsimonious specification including only the constant, the contract duration and the survey year. Column 2 reports the specification adding the vector of location characteristics. Column 3 reports the full specification also including the dwelling characteristics in vector X .

In all three specifications, the contract duration has a statistically significant negative impact on the rent per square metre. One additional year decreases the monthly rent by around 20 euros for 100 square meters. This means that if a household rents an apartment this size for five years and then moves out, then it will generally have to pay 100 euros more per month (in inflation-adjusted terms) to start renting a comparable apartment. The statistically significant coefficient for the survey year 2018 suggests that monthly rent for tenants observed in that year was generally 1 euro more per square metre (in real terms) than for tenants observed in 2010.

The specification reported in column 2 includes characteristics related to the dwelling location (vector X) as assessed subjectively by the survey interviewer. Rent per square meter in the suburbs averaged 2 euros less than in the town centre. In rural areas, rent per square meter was 3 euros lower than in the town centre.

The specification reported in column 3 considers additional dwelling characteristics, such as the type of accommodation (apartment, house, or other) and the total surface. It also includes a subjective rating of the surrounding buildings⁶² by the survey interviewer. Estimates suggest that rent per square metre is lower for dwellings with a larger total surface. This reflects the fact that fixed costs are similar (installing heating and lighting, furnishing the kitchen or bathroom), so building costs per square metre decrease with the surface of the dwelling⁶³. Comparing housing types, there is an additional effect by which rent per square metre for an apartment is around 1.30 euros higher than for a house. Finally, it is not surprising that the dwelling neighbourhood has an important impact on rent. Low ratings of surrounding buildings are associated with substantially lower rental costs (3.40 euros per square metre).

62 In alternative specifications, we include interviewer assigned ratings on dwelling quality, outward appearance of the dwelling and dwelling quality compared to the neighbourhood. However, none of these factors were statistically significant.

63 Fixed costs can also include the transactions costs involved in buying the dwelling, financing the acquisition and drawing up a rental contract.

Table 4:

Median regression: Determinants of rental price per square metre

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
Duration of rental contract	-0.206*** (0.034)	-0.217*** (0.034)	-0.189*** (0.029)
Survey year: 2010 (d)	(ref.)	(ref.)	(ref.)
Survey year: 2014 (d)	0.849 (0.617)	0.540 (0.593)	0.384 (0.466)
Survey year: 2018 (d)	1.113* (0.593)	1.004* (0.593)	1.346** (0.593)
Location: town centre (d)		(ref.)	(ref.)
Location: between town centre and suburbs (d)		-0.644 (0.576)	-0.299 (0.505)
Location: suburbs (d)		-2.068*** (0.617)	-0.802 (0.604)
Location: rural (d)		-3.173*** (0.798)	-2.876*** (0.828)
Surface of HMR			-0.055*** (0.007)
Type of HMR: house (d)			(ref.)
Type of HMR: apartment (d)			1.276** (0.559)
Type of HMR: other (d)			0.133 (1.729)
Rating of surrounding buildings: upscale (d)			(ref.)
Rating of surrounding buildings: midrange (d)			-1.437** (0.562)
Rating of surrounding buildings: modest (d)			-3.434*** (0.640)
Constant	12.448*** (0.521)	13.714*** (0.637)	18.753*** (1.301)
Observations	999	999	999

Note: Standard errors in parentheses. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Source: Own calculations based on the LU-HFCS data wave 1, 2 and 3 (2010, 2014 and 2018). Data is multiply imputed and weighted.

The 2018 LU-HFCS includes variables capturing additional dwelling characteristics that could influence rent. These include the number of bedrooms, the age of the dwelling and its energy rating. Adding these variables to the specification and re-estimating with only 2018 observations does not affect the conclusions. However, the number of bedrooms has a statistically significant negative impact on the rent per square metre. This confirms the negative effect of the total surface, as bigger dwellings typically have more bedrooms.

Notice that the coefficient estimate on the duration of the rental contract is relatively robust across the three specifications. An additional year lowers the monthly rent on 100 square meters by about 20 euros in real terms.

2.1.4 Discussion and concluding remarks

Using data from the Luxembourg Household Finance and Consumption Survey, this analysis provides evidence that tenants with long-standing rental contracts pay lower rents per square metre, even after accounting for several dwelling characteristics. One additional year of tenancy decreases the monthly rent by around 20 euros per 100 square metres. Thus, if a household rents a 100 square metre apartment for five years and then moves out, it will generally have to pay 100 euros more per month (in inflation-adjusted terms) to start renting a comparable apartment. This result controls for other dwelling characteristics that influence rents, including total surface of the dwelling, location, and quality of the neighbourhood.

The gap between rents paid by short-term and long-term tenants suggests that property owners tend not to raise rents in existing contracts. This may seem puzzling, since legislation explicitly recognises that the maximum rent can be adjusted for consumer price inflation (by updating the invested capital) and that rent can be adapted every two years. For many new dwellings, owners may not adapt rent to changes in the maximum because their cost of land and construction was so high that the maximum rent for their property is already above what the market will bear. However, if population growth continues to outstrip housing supply, rents on new properties will continue to rise and as a property ages its fixed rent eventually falls below the new market rate. At this point, it is not clear why the property owner does not increase the rent in the existing contract. The owner may want to avoid the costs of negotiating with existing tenants, who may only accept a rent increase in exchange for an additional capital investment by the owner (new windows, refurbished kitchen or bathroom, etc.). Tenants may also simply refuse a rent increase, forcing the owner to wait for them to move out before raising the rent in a contract with a new tenant.

Information asymmetries may make it rational for property owners to ignore some increases in market rents. Until a tenant moves in, it may be impossible for the owner to distinguish a “good” tenant, who maintains the property and makes regular payments, from a “bad” tenant who deteriorates the property, insists on the owner paying for repairs and improvements, or simply stops paying rent. Search costs and transaction costs will add to the incentive for the owner to keep a “good” tenant by leaving rent unchanged in existing contracts, even if it is below the market rate. In addition, many owners may be satisfied if the rent is enough to cover mortgage costs, focussing instead on long-term capital gains from the rapid increase in property prices. However, rising property prices will also increase market rents, widening the gap with contracts that have not been adjusted. According to data from the EU Survey on Income and Living Conditions, between 2010 and 2018 nominal rents in Luxembourg increased by 4% per year, significantly faster than consumer price inflation (1.6%). In these conditions, it would seem natural for property owners to consider a change in tenant as an opportunity to increase rents, but eventually they may be constrained by the legal maximum on their property.

From a theoretical perspective, if regulation keeps rents on some dwellings below market rates then the outcome will be inefficient. According to Friedman and Stigler (1946), rent control may help current tenants, but it also creates artificial scarcity, making it difficult for others to find rental housing. First, rent control reduces the incentive for property developers to build new housing for the rental market. Second, rent control provides property owners with an incentive to sell property rather than rent it below its market value. Third, rent control leads to an inefficient allocation of rental space, because it provides tenants with a strong incentive not to move out of their current accommodation. This leads to “overconsumption,” with tenants continuing to occupy larger dwellings, even if the household shrinks following a divorce, a death in the family, or children growing up and moving out.⁶⁴ Other forms of misal-

⁶⁴ According to the LU-HFCS data, long-term tenants occupy 47.5 square meters per person, nearly 10 square meters more than short-term tenants. The difference is statistically significant.



location can also occur, since available housing will not be occupied by those who value it most (see Olsen, 1972; Gyourko and Linneman, 1989). Using data on rent control in New York City, Glaeser and Luttmer (2003) find that approximately 20% of apartments are misallocated. Bulow and Klemperer (2012) find similar results in the UK. Diamond et al. (2019) extend these results to San Francisco and show that rent control policies reduce tenant mobility. They also show that property owners responded to the introduction of rent controls by reducing the supply of available rental housing, which contributes to the increase in rents.

However, the literature above also acknowledges that rent control provides tenants with insurance against rent increases, which can be particularly important for tenants who are engaged in the local community and have developed neighbourhood-specific capital (e.g., network of family and friends, proximity to a job or a local school).

This analysis has not established that Luxembourg regulation on rents restricts supply or leads to misallocation. Data is not even sufficient to estimate the share of existing contracts in which the legal maximum on rent is actually binding. However, this analysis did establish that long-term tenants in Luxembourg tend to pay less rent, even after controlling for several dwelling characteristics. It is not clear whether this was the intended effect of existing legislation.

2.1.5 References

Bulow, J., and P. Klemperer (2012): Regulated prices, rent seeking, and consumer surplus. *Journal of Political Economy*, 120(1): 160-186.

Claveres G., T.Y. Mathä, G. Pulina, J. Stráský, N. Woloszko and M. Ziegelmeier (2020): Housing and inequality: The case of Luxembourg and its cross-border workers, OECD Working Paper no. 1608.

Diamond, R., T. McQuade and F. Qian (2019): The Effects of rent control expansion on tenants, landlords, and inequality: Evidence from San Francisco. *American Economic Review*, 109(9): 3365-94.

Friedman and Stigler (1946): *Roofs or ceilings? The current housing problem*, (The Foundation for Economic Education, Inc.: Irvington-on-Hudson, New York).

Glaeser, E.L. and E.F.P. Luttmer (2003): The Misallocation of Housing under Rent Control. *American Economic Review*, 93(4): 1027-46.

Gyourko, J., and P. Linneman (1989): Equity and efficiency aspects of rent control: An empirical study of New York City. *Journal of Urban Economics*, 26(1): 54-74.

Olsen, E. (1972): An econometric analysis of rent control. *Journal of Political Economy*, 80(6): 1081-1100.

Wulff, M., and C. Maher (1998): Long-term renters in the Australian housing market. *Housing Studies*, 13(1), 83-98.

2.2 L'UTILISATION DES INSTRUMENTS DE PAIEMENT AU LUXEMBOURG⁶⁵

2.1. Introduction

Cette analyse offre une vue d'ensemble détaillée de l'utilisation des instruments de paiement au Luxembourg. Elle examine d'abord l'utilisation des différents instruments de paiement scripturaux. Puis, elle présente plus en détail le virement SEPA⁶⁶ instantané, qui pourra compléter l'offre actuelle dans diverses situations de paiement (magasins, commerce électronique et transactions de personne à personne).

2.2. L'utilisation des instruments de paiement scripturaux au Luxembourg

Cette section présente l'évolution du nombre et de la valeur des transactions pour les différents moyens de paiement scripturaux au Luxembourg⁶⁷. Ces moyens de paiement incluent les virements⁶⁸, les prélèvements⁶⁹, les cartes de paiement⁷⁰ et les systèmes de monnaie électronique⁷¹. Les données relatives aux instruments de paiement sont collectées par la BCL. L'analyse des instruments de paiement se positionne du point de vue débiteur, c'est-à-dire que les transactions considérées sont renseignées par les banques débitrices et concernent les clients « autres non-IFM »⁷², indépendamment de leur pays de résidence.

Pour les virements, les prélèvements et les cartes de paiement, notre analyse se base sur des données agrégées pour une sélection de prestataires de services de paiement, qui opèrent sur le modèle de la banque détail. Cet échantillon représente 95 % du nombre total de transactions pour la catégorie client « autres non-IFM ». La collecte des données relatives aux virements n'inclut pas le virement SEPA instantané. Pour les paiements en monnaie électronique, les données concernent une sélection d'établissements qui couvrent la plupart des transactions.

65 Analyse rédigée par Natalia Andries, économiste au département Économie et Recherche et Pavel Dvořák économiste statisticien dans la section Infrastructures et systèmes de paiement. Nous tenons à remercier Myriam Becker, Paolo Guarda, Pierre Thissen et Li-Chun Yuan pour leur contribution à cette analyse.

66 L'Espace unique de paiements en euros (en anglais, *Single Euro Payment Area*, SEPA) désigne une « zone géographique permettant aux utilisateurs (entreprises, consommateurs, etc.) d'effectuer des paiements en euro dans les mêmes conditions aussi facilement que dans leur pays » (BCL [2018], Rapport Annuel, p. 143).

67 L'utilisation de la monnaie fiduciaire (comprenant les pièces et les billets ayant cours légal) comme instrument de paiement n'est pas traitée dans cette analyse.

68 Le virement permet « sur la base d'une instruction donnée par le payeur à son prestataire de services de paiement, de débiter son compte et de créditer celui du bénéficiaire » (Banque de France [2019], « Paiements et infrastructures de marché à l'ère digitale », Chapitre 2, p. 22).

69 Le prélèvement, aussi appelé domiciliation, permet « sur la base d'une instruction donnée par le bénéficiaire à son prestataire de services de paiement, de débiter le compte d'un payeur » (Banque de France [2019], « Paiements et infrastructures de marché à l'ère digitale », Chapitre 2, p. 22). Autrement dit, alors que le virement est un transfert initié par le payeur, le prélèvement est un transfert initié par le payé sur la base d'une autorisation donnée par le payeur.

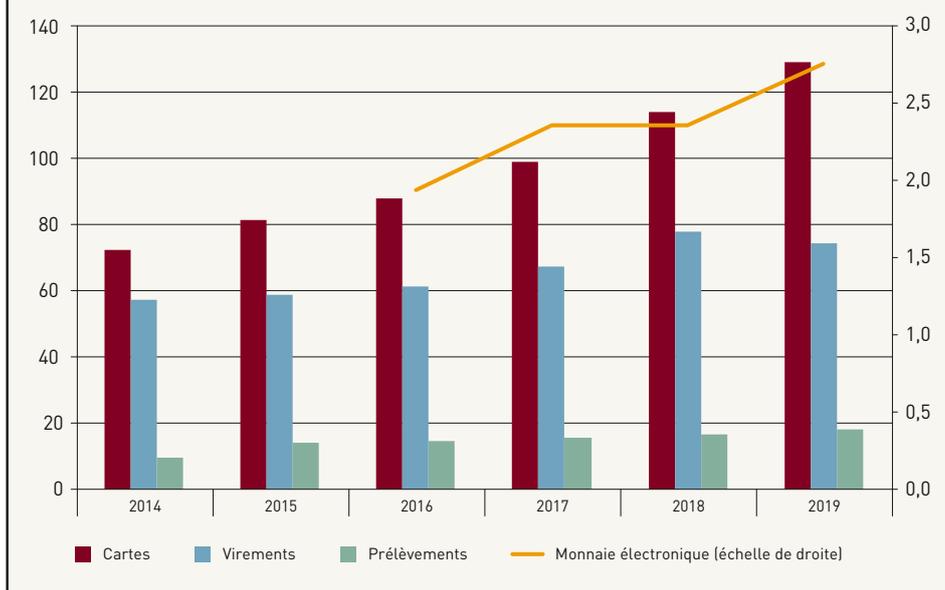
70 La carte de paiement permet « grâce à la combinaison de la lecture d'un élément physique (puce électronique, piste magnétique) et d'une donnée personnelle [signature ou saisie d'un code confidentiel « *Personal Identification Number* » – PIN], voire de la lecture de la seule puce lors d'un paiement sans contact, d'effectuer des paiements sur des terminaux de paiement électroniques. Des paiements peuvent également être effectués à distance (par exemple sur un site de e-commerce) par la communication du numéro de la carte associée à des éléments de sécurité. Les cartes de paiement permettent également d'effectuer des retraits de billets aux distributeurs automatiques » (Banque de France [2019], « Paiements et infrastructures de marché à l'ère digitale », Chapitre 2, p. 22).

71 La monnaie électronique est une « réserve électronique de valeur monétaire sur un support technique pouvant être largement utilisé pour effectuer des paiements au profit d'établissements autres que l'institution émettrice sans impliquer nécessairement de comptes bancaires dans la transaction mais servant d'instrument au porteur prépayé » (BCL [2018], Rapport Annuel, p. 141).

72 La catégorie client « autres non-IFM » exclut les institutions financières monétaires et inclut les sociétés non financières, les ménages (personnes physiques et entreprises individuelles) et les institutions sans but lucratif au service des ménages.

Graphique 1

Nombre de transactions pour les différents moyens de paiement scripturaux au Luxembourg (en millions)



Note : Les données portent sur la catégorie client « autres non-IFM ».
Source : BCL

Cette section offre également une brève comparaison des tendances avec les pays limitrophes du Luxembourg, à savoir l'Allemagne, la Belgique et la France ainsi qu'avec la zone euro dans son ensemble sur la base de la publication « Payment statistics report » de la BCE⁷³.

Les moyens de paiement scripturaux qui concentrent le plus grand nombre de transactions au Luxembourg sont les cartes et les virements (voir le Graphique 1).

La progression la plus forte en termes de nombre de transactions a été enregistrée pour les paiements par carte et en monnaie électronique.

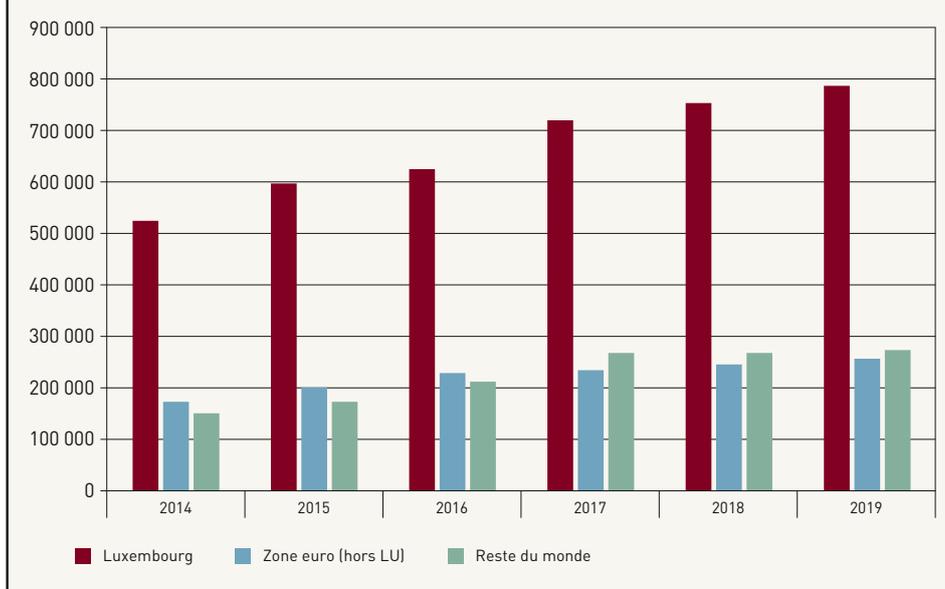
2.2.1 Les virements

La **valeur annuelle des virements** émis au Luxembourg a augmenté de 472,7 milliards d'euros depuis 2014 pour s'établir à 1 323 milliards d'euros en fin 2019. Le Graphique 2 examine la décomposition de la valeur totale des virements selon le pays de la banque du bénéficiaire. Il montre que les virements à destination du Luxembourg ont une valeur totale plus importante que ceux à destination de la zone euro ou du reste du monde. Par ailleurs, cette valeur se trouve en constante augmentation depuis 2014 pour les trois destinations.

Le **nombre de virements** émis au Luxembourg s'est inscrit à la hausse depuis 2014 pour atteindre 74,6 millions en fin 2019 (Graphique 3).

Graphique 2

Valeur totale des virements émis au Luxembourg selon le pays de la banque du bénéficiaire (en millions d'euros)



Note : Les données portent sur la catégorie client « autres non-IFM ».
Source : BCL

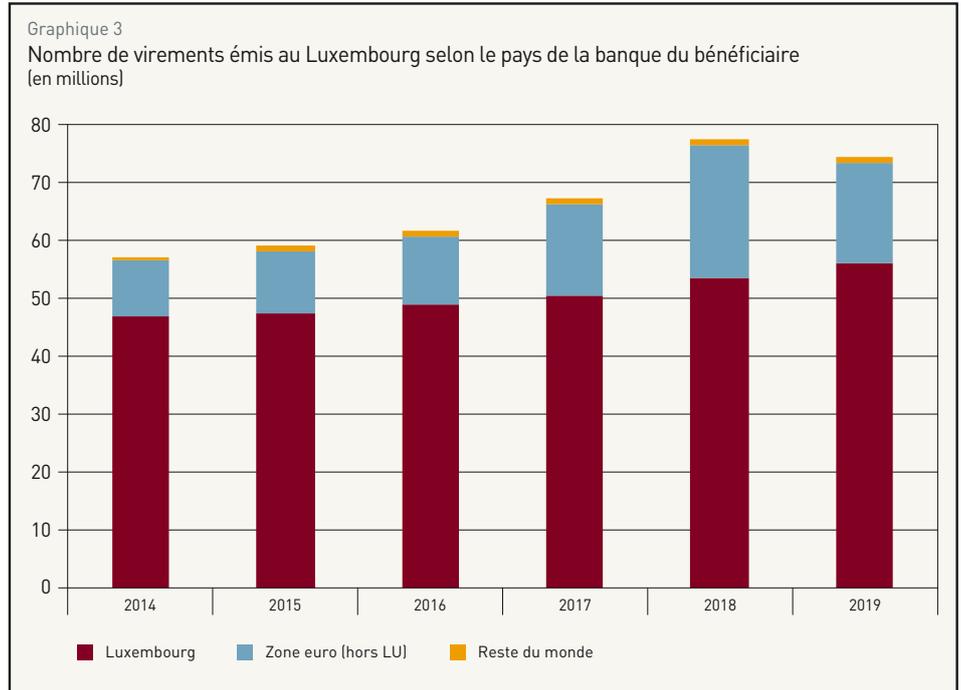
73 Disponible sur le lien suivant (date de publication : 11 septembre 2020) : <https://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004051>

Naturellement, pour la plupart des virements émis au Luxembourg la banque du bénéficiaire se trouve également au Grand-Duché. Cependant, la part de ce dernier dans le nombre total de virements a diminué depuis 2014 au profit de la zone euro.

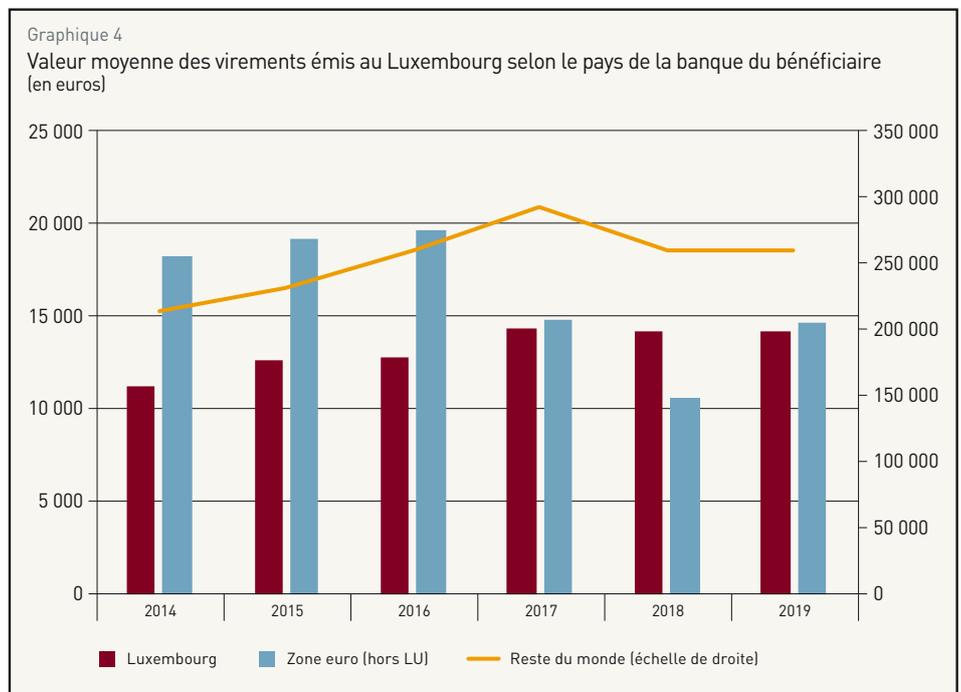
S'agissant des virements vers le reste du monde⁷⁴, en 2019, la moitié des virements était à destination des pays de l'espace unique de paiements en euro SEPA (Single Euro Payments Area)⁷⁵.

En 2017 et en 2018, le nombre de virements a augmenté au Luxembourg, tout comme en France et en Allemagne. Le taux de croissance du nombre de virements a été bien plus élevé au Luxembourg que dans la zone euro, mais à des niveaux comparables à la Belgique. En 2019, le Luxembourg a été le seul pays de la zone euro à rapporter une baisse du volume de virements vis-à-vis de l'année précédente⁷⁶.

Entre 2014 et 2019, la **valeur moyenne des virements** à l'intérieur du Luxembourg a augmenté tandis qu'elle a diminué pour les virements à destination de la zone euro (Graphique 4). La valeur totale des virements à destination du Luxembourg et de la zone euro a augmenté dans des proportions similaires, mais le nombre de transactions s'est accru bien plus



Note : Les données portent sur la catégorie client « autres non-IFM ». Source : BCL



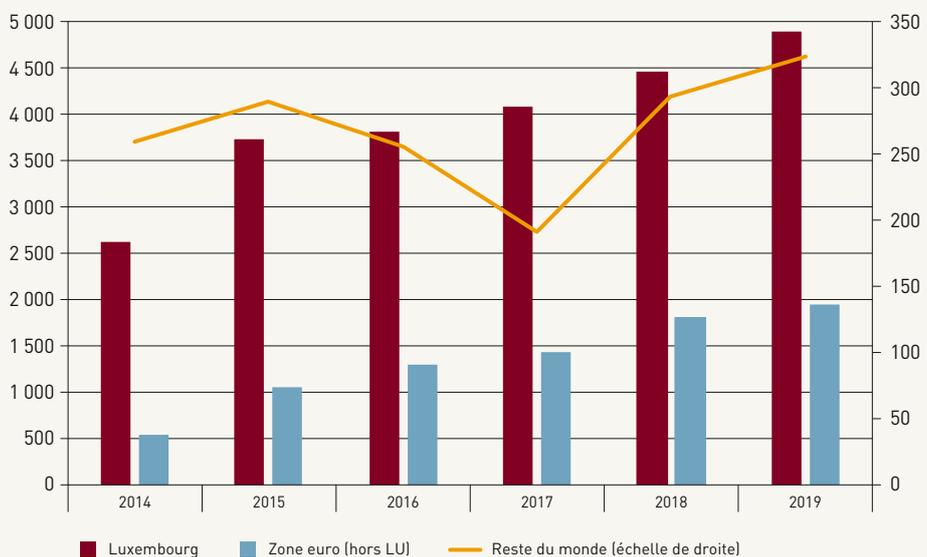
Note : Les données portent sur la catégorie client « autres non-IFM ». Source : BCL

74 Il s'agit d'une analyse en nombre de transactions.

75 La zone SEPA couvre les 27 États membres de l'Union européenne, le Royaume-Uni, la Norvège, l'Islande, le Liechtenstein, la Suisse, Andorre, Monaco, Saint-Marin et la Cité du Vatican.

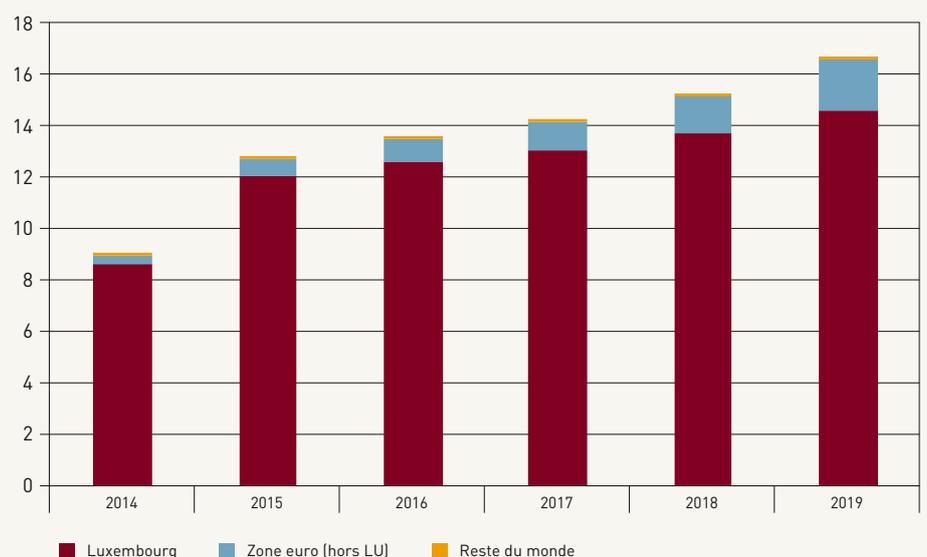
76 Voir le tableau 7.3 (p. 19) de la publication « Payment statistics report » de la BCE.

Graphique 5
Valeur totale des prélèvements au Luxembourg selon le pays de la banque du créancier
(en millions d'euros)



Note : Les données portent sur la catégorie client « autres non-IFM ».
Source : BCL

Graphique 6
Nombre de prélèvements au Luxembourg selon le pays de la banque du créancier
(en millions)



Note : Les données portent sur la catégorie client « autres non-IFM ».
Source : BCL

à destination de la zone euro qu'à destination du Luxembourg. En fin 2019, la valeur moyenne des virements se situait en-dessous de 15 000 euros pour ceux à destination du Luxembourg comme pour ceux à destination de la zone euro.

Pour les virements à destination du reste du monde, la valeur moyenne s'est établie à 259 261 euros, en hausse depuis 2014. Alors que la valeur totale des virements à destination de la zone euro est relativement proche de celle à destination du reste du monde, le nombre de transactions à destination de la zone euro est 16,5 fois plus élevé que celui des transactions à destination du reste du monde.

Les valeurs moyennes montrent une tendance stable dans les trois pays voisins du Luxembourg et dans l'ensemble de la zone euro. Néanmoins, la valeur moyenne des virements émis par les établissements au Luxembourg est presque quatre fois plus élevée que celle dans la zone euro dans son ensemble⁷⁷. Toutefois, il convient de noter que la situation du Luxembourg est similaire à celle du Royaume-Uni.

2.2.2 Les prélèvements

Entre 2014 et 2019, la **valeur totale des prélèvements** a augmenté tant à l'intérieur du Luxembourg qu'à destination de la zone euro ou du reste du monde (Graphique 5). Pour l'essentiel de la valeur totale, la banque du créancier se situe au Luxembourg.

⁷⁷ Voir le tableau 9.4 (p. 36) de la publication « Payment statistics report » de la BCE.

Le nombre de prélèvements s'est accru de 9 millions depuis 2014 pour s'établir à 18 millions en fin 2019. Comme pour la valeur totale, la banque du créancier se trouve au Luxembourg pour la plupart des transactions (Graphique 6).

La croissance du nombre de prélèvements au Luxembourg est comparable à celle de la Belgique.

La valeur moyenne des prélèvements à l'intérieur du Luxembourg a quelque peu augmenté depuis 2014, pour se fixer autour de 300 euros en fin 2019 (Graphique 7).

En revanche, pour les prélèvements à destination de la zone euro ou du reste du monde la valeur moyenne a baissé (voir le graphique ci-dessus).

Depuis quelques années, la valeur moyenne s'est inscrite plutôt à la hausse au Luxembourg de même qu'en Belgique, en France et dans la zone euro dans son ensemble. La valeur moyenne des prélèvements au Luxembourg est près de 50 % plus élevée que celle dans l'ensemble de la zone euro, mais reste bien inférieure à celle rapportée par l'Irlande⁷⁸.

2.2.3 Les cartes de paiement

Cette section présente l'évolution des opérations par carte de paiement, y compris les retraits aux guichets automatiques de banque (GAB), avec une décomposition selon le pays de la transaction. L'échantillon des déclarants est le même que pour les virements et les prélèvements. Les paiements par carte effectués aux terminaux physiques sont analysés selon le type de carte (de crédit, de débit ou prépayée).

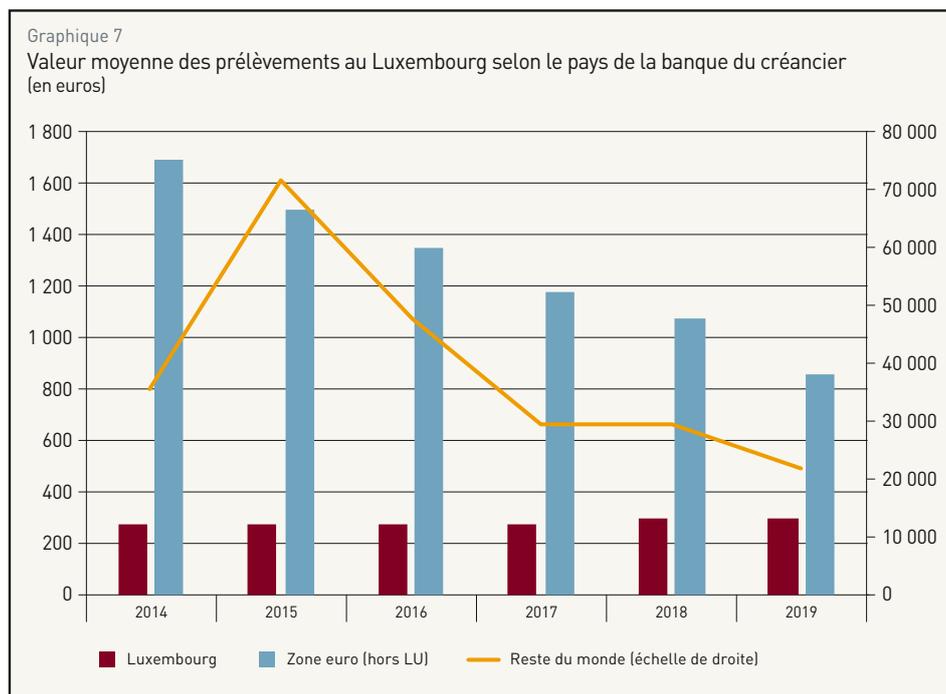
2.2.3.1 Les retraits aux guichets automatiques de banque

Sur le Graphique 8, on constate que les clients des déclarants luxembourgeois⁷⁹ ont réduit **le nombre de leurs retraits aux GAB** au Luxembourg de 13,5 millions en 2014 à 12,7 millions en 2019. En revanche, sur cette même période, ils ont augmenté le nombre de leurs retraits aux GAB dans la zone euro et dans le reste du monde.

Les retraits aux GAB au Grand-Duché représentent plus de 80 % du nombre total, peu importe l'année. Cependant, cette part a diminué depuis 2014 pour se fixer à 83 % en 2019. La part des retraits réalisés dans la zone euro a augmenté de 3 points de pourcentage pour s'établir à 15 % en 2019.

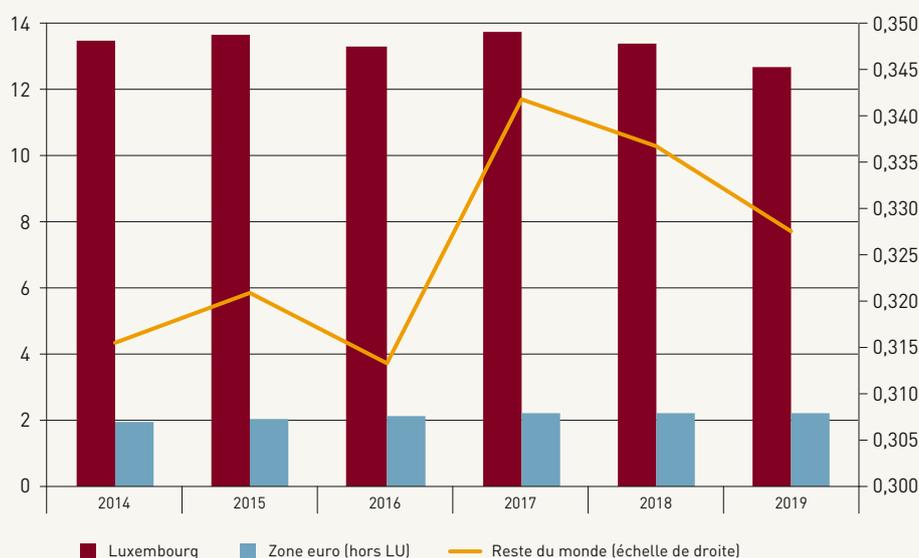
⁷⁸ Voir le tableau 9.4 (p. 36) de la publication « Payment statistics report » de la BCE. Cette analyse se positionne du côté créateur.

⁷⁹ Les données concernent les clients des déclarants luxembourgeois indépendamment de leur pays de résidence.



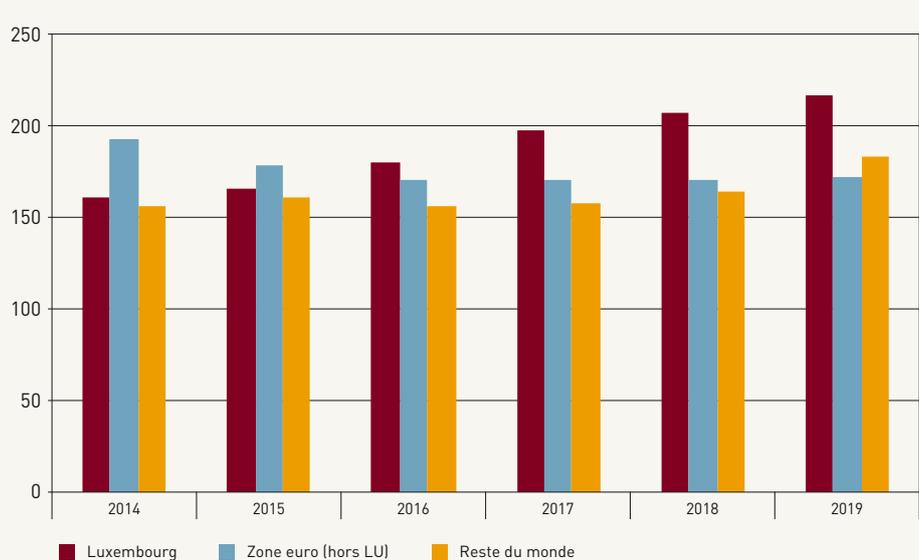
Note : Les données portent sur la catégorie client « autres non-IFM ».
Source : BCL

Graphique 8
Nombre de retraits aux GAB par les clients des déclarants luxembourgeois selon le pays de la transaction (en millions)



Source : BCL

Graphique 9
Valeur moyenne des retraits aux GAB par les clients des déclarants luxembourgeois selon le pays de la transaction (en euros)



Source : BCL

Le nombre de retraits aux GAB, avec des cartes émises par des déclarants luxembourgeois, montre une tendance légèrement baissière depuis des années. Cette tendance est en ligne avec celle dans les pays limitrophes et dans la zone euro dans son ensemble⁸⁰.

Le Graphique 9 montre que la **valeur moyenne des retraits aux GAB** au Luxembourg n'a cessé de croître depuis 2014 pour se fixer à 216 euros en fin 2019.

La valeur moyenne des retraits aux GAB au Luxembourg est plus élevée que celle dans les trois pays voisins et dans la zone euro dans son ensemble, peu importe l'année. En même temps, les valeurs moyennes des retraits aux GAB ont légèrement augmenté tant au Luxembourg que dans les trois pays frontaliers et dans l'ensemble de la zone euro⁸¹.

2.2.3.2 Les transactions aux terminaux de paiement⁸²

Au Luxembourg, 70 % de la **valeur des paiements par carte** est attribuable aux cartes de débit⁸³, le restant étant dominé

80 Voir le tableau 12.1 (p. 56) de la publication « Payment statistics report » de la BCE.

81 Cette comparaison se base sur les tableaux 12.1 (p. 56) et 13.1 (p. 62) de la publication « Payment statistics report » de la BCE.

82 Il s'agit des opérations à des terminaux de type point de vente.

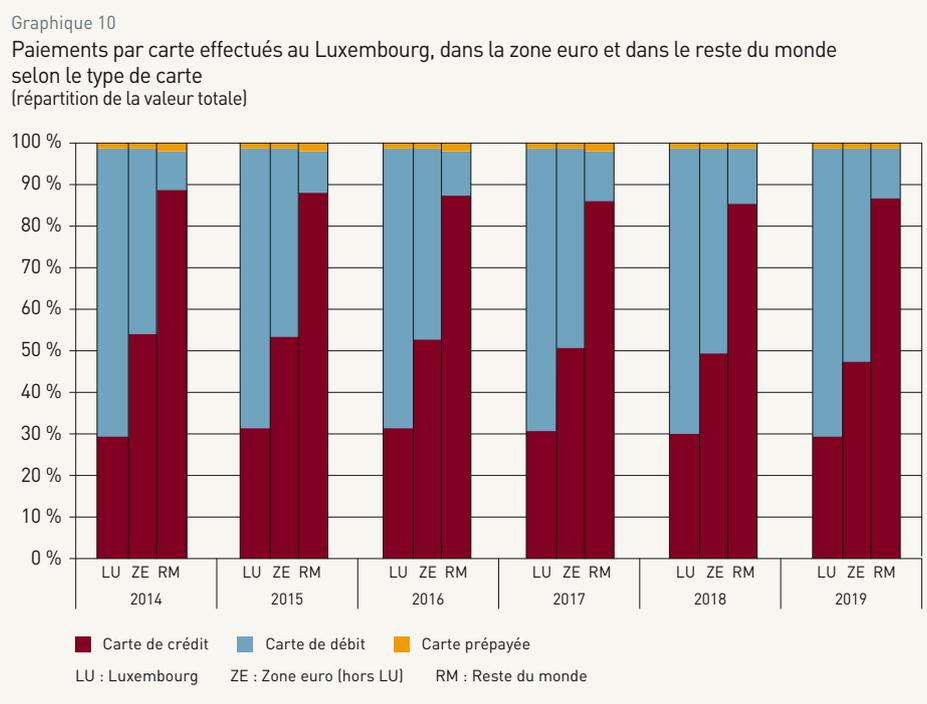
83 Une carte ayant une fonction de débit est une « carte permettant que les achats effectués par son porteur soient directement et immédiatement portés au débit de son compte, que celui-ci soit ouvert auprès de l'émetteur de la carte ou non » (Règlement (UE) N° 1409/2013 de la Banque centrale européenne du 28 novembre 2013 concernant les statistiques relatives aux paiements).

par les cartes de crédit⁸⁴. Cette distribution est relativement stable durant la période considérée (Graphique 10). La valeur des transactions par cartes prépayées est négligeable en comparaison avec la valeur des transactions par cartes de débit ou par cartes de crédit.

Pour les cartes émises au Luxembourg, la valeur totale des paiements réalisés dans la zone euro est relativement équilibrée entre les cartes de crédit et les cartes de débit. Entre 2014 et 2019, la valeur totale des paiements par cartes de crédit a légèrement baissé au profit des cartes de débit.

Toujours pour les cartes émises au Luxembourg, la valeur totale des paiements réalisés dans le reste du monde est dominée par les cartes de crédit (87,8 % en 2019), suivis par les cartes de débit (11,5 %) et les cartes prépayées (0,7 %). Ces parts sont relativement stables durant la période considérée.

La tendance haussière de la valeur et du nombre de paiements par carte est visible tant pour le Luxembourg que pour les trois pays voisins, de même que pour la zone euro dans son ensemble. Pour chacune des quatre dernières années, le Luxembourg montre la plus forte croissance par rapport aux trois pays frontaliers⁸⁵.

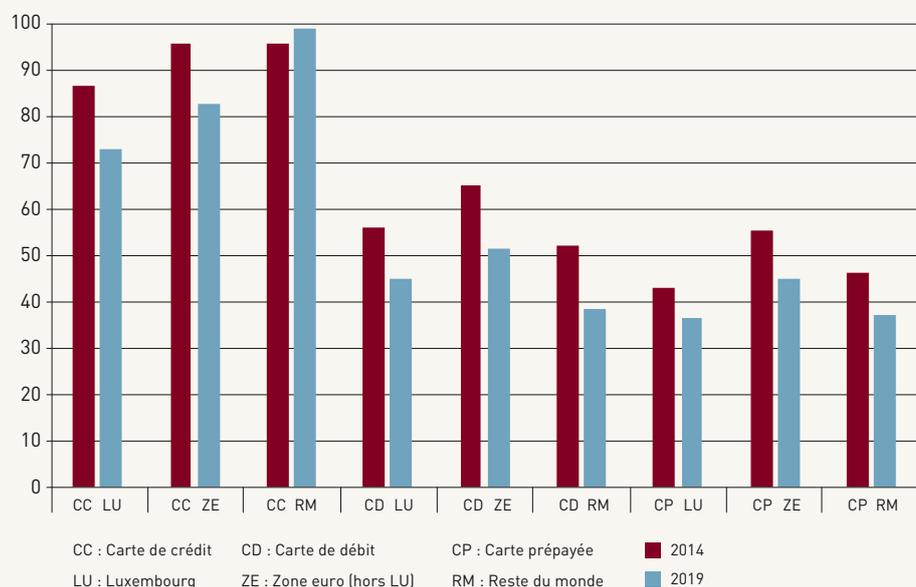


Source : BCL

84 Une carte ayant une fonction de crédit est une « carte permettant à son porteur d'effectuer des achats et, dans certains cas, de retirer des espèces à concurrence d'un plafond fixé d'avance. Le crédit accordé peut être remboursé soit intégralement à la fin d'une période déterminée, soit en partie, le solde étant considéré comme une prorogation de crédit, généralement porteur d'intérêts » (Règlement (UE) N° 1409/2013 de la Banque centrale européenne du 28 novembre 2013 concernant les statistiques relatives aux paiements).

85 De plus, au Luxembourg, le pourcentage des paiements transfrontaliers par carte est le plus élevé de l'UE, comme démontré dans le graphique 1 du rapport « Card payments in Europe – current landscape and future prospects: a Eurosystem perspective », disponible sur le lien suivant (date d'émission : 17 avril 2019) : https://www.ecb.europa.eu/pub/pubbydate/2019/html/ecb.cardpaymentsineu_currentlandscapeandfutureprospects201904~30d4de2fc4.en.html

Graphique 11
Valeur moyenne des paiements par cartes émises au Luxembourg selon le pays de la transaction (en euros)



Source : BCL

Conformément aux attentes, en fin 2019, la valeur moyenne des paiements à l'intérieur du Luxembourg était plus importante pour les paiements par carte de crédit (73 euros) que pour les paiements par carte de débit (45 euros) ou par carte prépayée (37 euros), voir le Graphique 11. Entre 2014 et 2019, la valeur moyenne des paiements a diminué pour tout type de carte. Cette évolution est en partie due à l'introduction des paiements par carte sans contact et sans code PIN (jusqu'à une valeur limite), ce qui a mené à une augmentation du nombre des transactions, sans un impact important sur la valeur totale.

Pour les cartes de crédit émises au Luxembourg, la valeur moyenne des paiements réalisés dans la zone euro était de 83

euros en fin 2019. Comme pour les paiements effectués au Luxembourg, cette valeur moyenne était au-dessus de celle des paiements par carte de débit (51 euros) ou par carte prépayée (45 euros). Entre 2014 et 2019, la valeur moyenne des paiements par carte dans la zone euro a également baissé pour tout type de carte.

Toujours pour les cartes de crédit émises au Luxembourg, la valeur moyenne des paiements effectués dans le reste du monde était de 99 euros en 2019, ce qui est supérieur à celle des paiements au Luxembourg ou dans la zone euro. En revanche, pour les cartes de débit la valeur moyenne des paiements réalisés dans le reste du monde était de 38 euros, ce qui est inférieur à celle des paiements au Luxembourg ou dans la zone euro. Enfin, la valeur moyenne a baissé entre 2014 et 2019 pour les paiements par carte de débit et par carte prépayée. La tendance baissière est également visible entre 2014 et 2018 pour les paiements par carte de crédit.

La tendance baissière de la valeur moyenne est également observable dans tous les pays frontaliers (la Belgique, l'Allemagne et la France), ainsi qu'au niveau de la zone euro dans son ensemble. Au cours de chacune des quatre dernières années, la valeur moyenne des paiements avec des cartes émises au Luxembourg était légèrement supérieure à celle dans les pays voisins et à celle dans la zone euro dans son ensemble⁸⁶.

Concernant le paiement par carte sans contact, des chiffres sont disponibles seulement pour un des principaux acteurs de l'industrie mondiale des paiements, à savoir Mastercard. Selon cette source, au Luxembourg les paiements sans contact représentaient 37 % des paiements par carte en 2019, en comparaison avec 47 % en Europe. Les leaders européens des paiements sans contact étaient la République Tchèque (93 % des transactions en points de vente), la Géorgie (89 %), ou encore la Pologne (83 %). Toujours selon Mastercard, en 2019 au Luxembourg les secteurs où le paiement par carte sans

⁸⁶ Voir les tableaux 7.1 (p. 15) et 9.1 (p. 30) de la publication « Payment statistics report » de la BCE.

contact a été le plus utilisé étaient les supermarchés (25 %), les restaurants et les fast-foods (24 %) ainsi que les commerces de proximité, incluant les pharmacies, les librairies, etc. (14 %) ⁸⁷.

2.4 Les systèmes de monnaie électronique

Le système de monnaie électronique est un « ensemble de concepts techniques, de règles, de protocoles, d'algorithmes, de fonctions, d'accords juridiques et contractuels, d'accords commerciaux et de procédures administratives qui constituent la base de la fourniture d'un produit particulier de monnaie électronique. Ceci peut également inclure la fourniture à ses membres de certains services de commercialisation, de traitement ou autres » ⁸⁸.

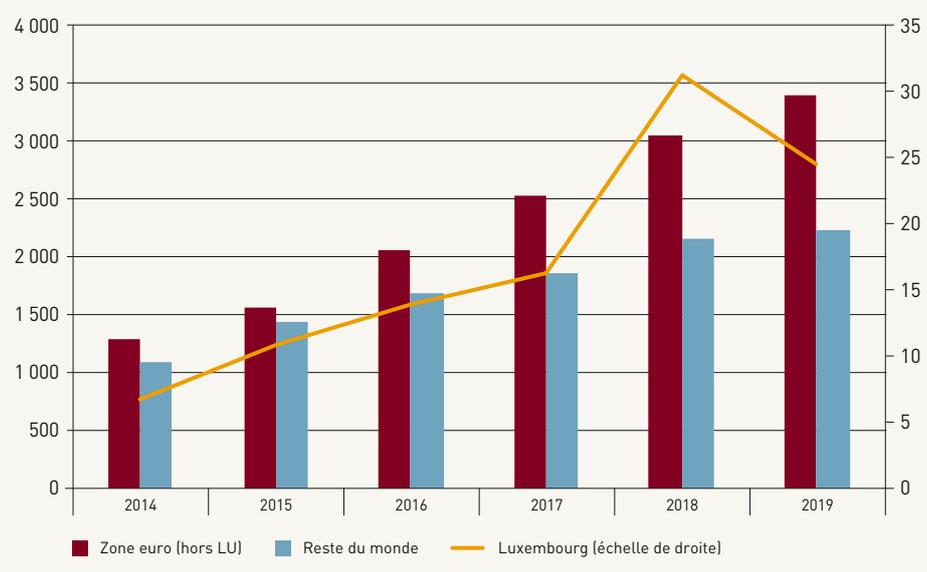
Pour les institutions établies au Luxembourg, le Graphique 12 montre que **la valeur totale disponible sur les comptes actifs ⁸⁹ en monnaie électronique** a plus que doublé depuis 2014 pour s'établir à 5,6 milliards d'euros en 2019. Les détenteurs résidant dans la zone euro (hors Luxembourg) représentent la plus grande part de ce total (3,4 milliards d'euros), suivis par les détenteurs résidant dans le reste du monde (2,2 milliards d'euros). Si le montant représenté par les résidents au Luxembourg

87 Mastercard, communiqué de presse du 25 septembre 2019 « Le paiement sans contact décolle au Luxembourg ».

88 Règlement (UE) N° 1409/2013 de la Banque centrale européenne du 28 novembre 2013 concernant les statistiques relatives aux paiements.

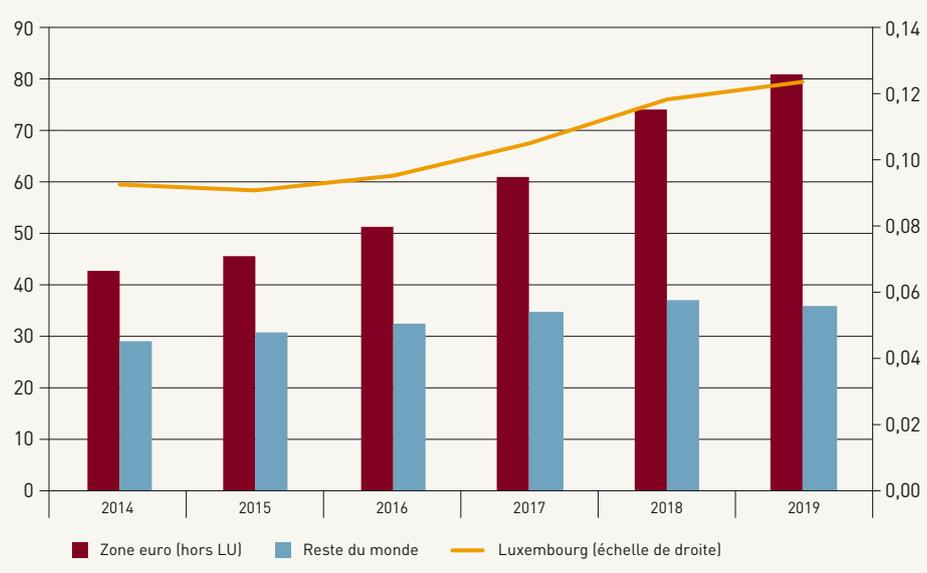
89 Un compte en monnaie électronique est qualifié d'actif s'il n'est pas bloqué et si des mouvements ont eu lieu durant les douze mois précédents.

Graphique 12
Valeur totale disponible sur les comptes actifs en monnaie électronique au Luxembourg selon le pays de résidence du détenteur du compte (en millions d'euros)



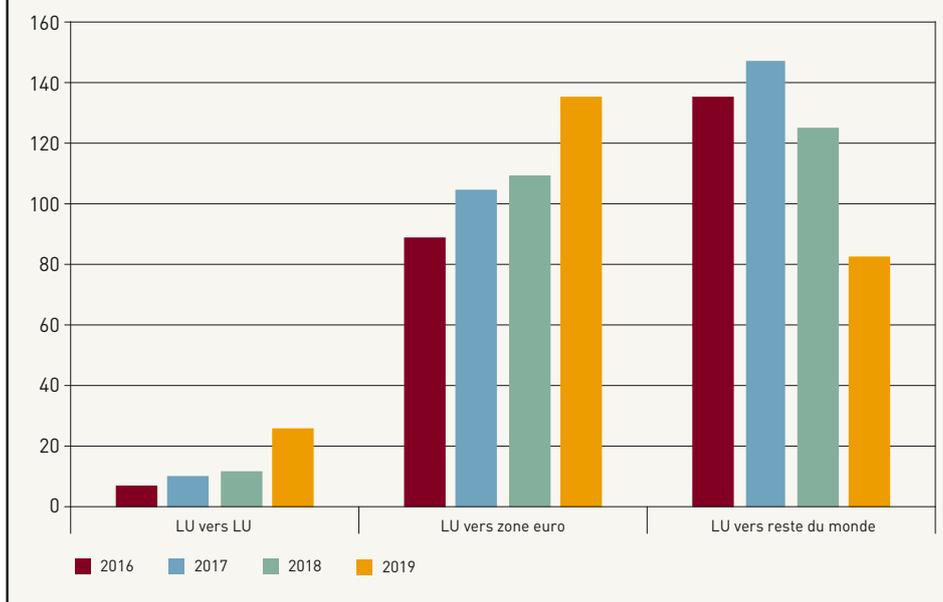
Note : Seules les données pour décembre sont incluses.
Source : BCL

Graphique 13
Nombre de comptes actifs en monnaie électronique au Luxembourg selon le pays de résidence du détenteur du compte (en millions)



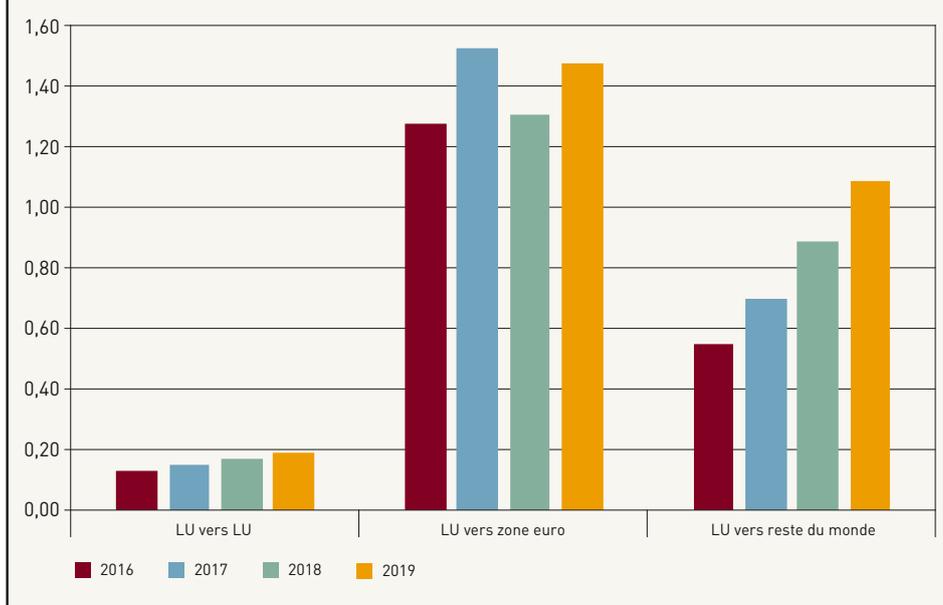
Note : Seules les données pour décembre sont incluses.
Source : BCL

Graphique 14
Valeur totale des transferts de monnaie électronique émis au Luxembourg
(en millions d'euros)



Source : BCL

Graphique 15
Nombre des transferts de monnaie électronique émis au Luxembourg
(en millions)



Source : BCL

est relativement réduit, il a connu la progression la plus importante.

Le Graphique 13 indique que le **nombre de comptes actifs en monnaie électronique** n'a cessé de croître depuis 2014 pour se fixer à 117 millions en décembre 2019.

Le nombre de comptes des détenteurs résidant dans la zone euro a presque doublé depuis 2014 pour s'établir à 81 millions en décembre 2019.

Les données sont collectées sur base de résidence du compte et, s'agissant de la monnaie électronique, il convient de noter que certains acteurs regroupent toute leur activité au Luxembourg.

La valeur totale des transferts de monnaie électronique à l'intérieur du Luxembourg a plus que triplé entre 2016 et 2019 pour s'établir à 25 millions d'euros en 2019 (voir le Graphique 14). Toutefois, la valeur des transferts intérieurs au Luxembourg demeure très inférieure à celle des transferts du Luxembourg vers la zone euro (135 millions d'euros) ou vers le reste du monde (82 millions d'euros).

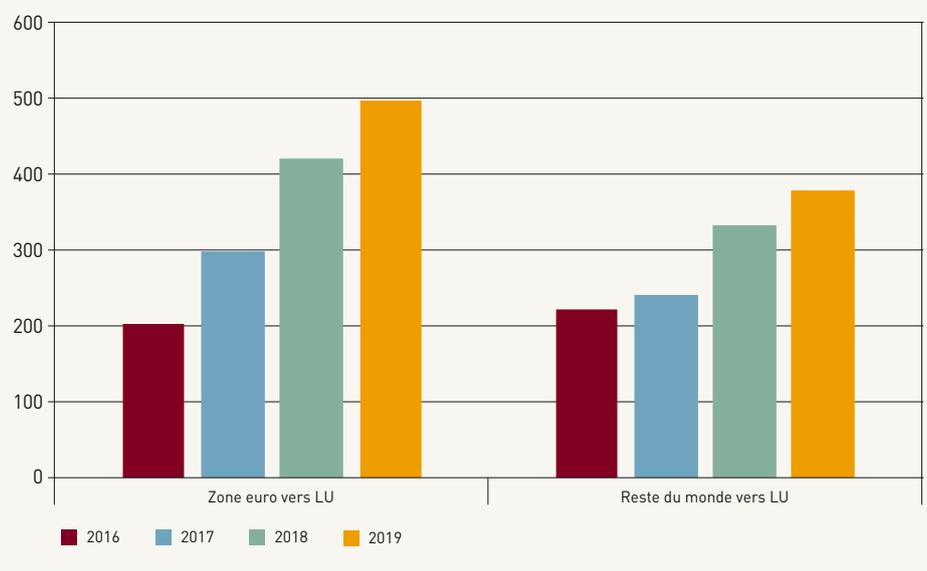
Depuis 2016, le **nombre de transferts de monnaie électronique** à l'intérieur du Luxembourg ou destinés au reste du monde a continuellement augmenté. En revanche, le nombre de transferts à destination de la zone euro a évolué en dents de scie, son niveau restant le plus important, à 1,5 million en 2019 (Graphique 15). Le nombre de transferts à l'intérieur du Grand-Duché reste nettement inférieur à celui des transferts destinés à la zone euro ou au reste du monde.

Comme le montre le Graphique 16, depuis 2016, **la valeur totale des transferts de monnaie électronique reçus** au Luxembourg en provenance du reste de la zone euro a plus que doublé pour atteindre 497 millions d'euro en 2019.

Le nombre de transferts de monnaie électronique reçus au Luxembourg en provenance de l'étranger a continuellement crû entre 2016 et 2019. La progression a été plus forte pour les transferts émanant de la zone euro que pour ceux émanant du reste du monde. En 2019, le nombre des transferts provenant du reste de la zone euro (30,2 millions) était plus de deux fois supérieur à celui de 2016 (Graphique 17).

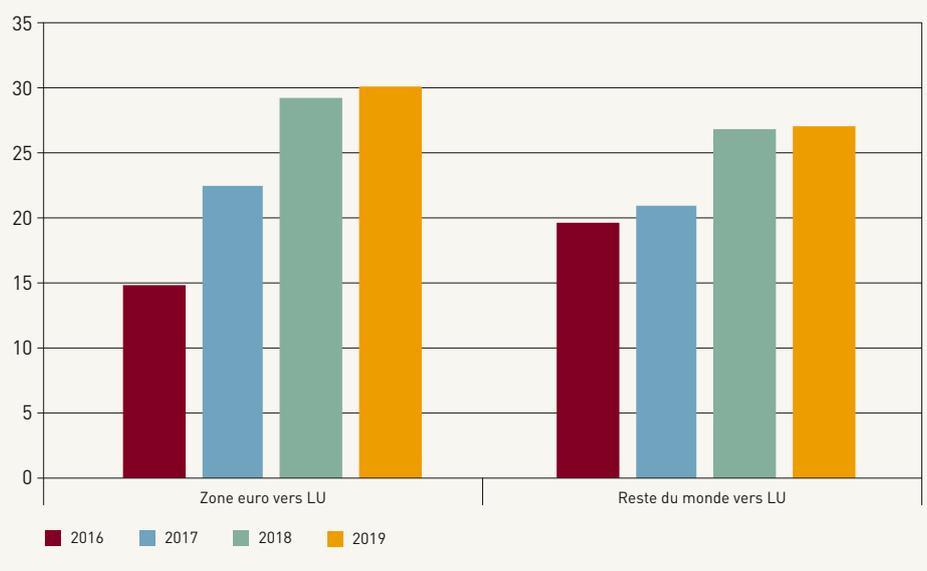
Pour conclure, même si la Belgique montre la plus forte croissance du nombre de transactions en monnaie électronique dans les dernières années, le volume total reste faible en comparaison avec celui du Luxembourg. En 2019, le nombre total de transactions en monnaie électronique des trois pays limitrophes⁹⁰ ne représentait que 5 % du volume au Luxembourg⁹¹.

Graphique 16
Valeur totale des transferts de monnaie électronique reçus au Luxembourg en provenance de l'étranger (en millions d'euros)



Source : BCL

Graphique 17
Nombre des transferts de monnaie électronique reçus au Luxembourg en provenance de l'étranger (en millions)



Source : BCL

⁹⁰ L'Allemagne est le seul pays où le nombre de transactions en monnaie électronique montre une tendance baissière depuis quelques années.

⁹¹ Voir le tableau 7.1 en p. 14 et le tableau 7.3 en p. 20 de la publication « Payment statistics report » de la BCE.

3. Le virement SEPA instantané

Dans l'espace unique de paiements en euro SEPA, le Conseil des paiements de détail en euros (*Euro Retail Payments Board*) a invité en 2014 le Conseil européen des paiements (*European Payments Council*) à développer un schéma pan européen du paiement instantané afin d'éviter une fragmentation suivant les frontières nationales.

Le virement SEPA instantané (*SEPA Instant Credit Transfer*) est devenu opérationnel à partir du 21 novembre 2017. C'est un schéma optionnel pour les fournisseurs de services de paiement (FSP) dans les 36 pays et territoires de la zone SEPA. Les FSP peuvent adhérer à ce schéma en qualité de récepteurs de transactions ou en tant que récepteurs et émetteurs à la fois.

Au 26 novembre 2020, 2287 FSP de 23 pays⁹² avaient adhéré à ce schéma, ce qui représente 57 % des FSP européens. Parmi les FSP adhérents, trois sont au Luxembourg⁹³, 1 251 en Allemagne, 433 en Autriche ou encore 123 en France. La part des virements instantanés dans le nombre total des virements est estimée à 7,47 %. Une fois qu'un FSP a adhéré à ce schéma, il permet aux particuliers, entreprises et organismes gouvernementaux d'être soit émetteurs soit bénéficiaires d'une transaction⁹⁴.

Les virements SEPA instantanés ont l'avantage d'être immédiats (endéans des 10 secondes) et irréversibles. Cela implique que pendant ce laps de temps, le FSP du bénéficiaire doit rapporter au FSP de l'émetteur que le compte du destinataire a été crédité du montant correspondant ou doit l'informer que la transaction a été refusée.

Le virement SEPA instantané peut être réalisé 24 heures sur 24, sept jours sur sept, 365 jours par an. Le montant maximal est de 100 000 euros depuis le 1^{er} juillet 2020. Cependant, les participants individuels ont la possibilité de convenir de façon bilatérale ou multilatérale d'un montant maximal plus élevé et/ou d'un temps d'exécution plus réduit.

Le règlement définitif et irrévocable des paiements instantanés est permis entre autres par le TIPS (*TARGET Instant Payment Settlement*, le service de règlement des paiements instantanés TARGET)⁹⁵. Ce dernier est opérationnel depuis le 30 novembre 2018 et fournit le règlement des transactions en monnaie de banque centrale. Ainsi, les paiements instantanés présentent l'avantage d'éliminer le risque de crédit et d'optimiser les flux de trésorerie pour les particuliers et les entreprises.

En conclusion, le virement SEPA instantané représente une solution innovante dans le domaine des systèmes de paiement de masse en Europe, en particulier dans le contexte de la digitalisation de l'économie. Il peut être un substitut au paiement en espèces. En effet, les particuliers pourraient l'utiliser pour des paiements entre personnes physiques, comme au moment des achats de biens d'occasion, du partage de l'addition d'un repas au restaurant, ou encore pour les contributions à une cagnotte. Le virement SEPA instantané est également de nature à pouvoir constituer une alternative au paiement par carte bancaire, notamment dans le secteur du commerce électronique.

92 Au 26 novembre 2020, il y avait 23 pays adhérents, à savoir l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, la Bulgarie, Chypre, le Danemark, l'Espagne, l'Estonie, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie, la Lettonie, la Lituanie, le Luxembourg, Malte, Monaco, les Pays-Bas, la Pologne, le Portugal, le Royaume-Uni, la Slovaquie et la Suède.

93 Il s'agit de la BCEE, de la BIL et de la Danske Bank International S.A.

94 Voir "Questions & Answers on the SEPA Instant Credit Transfer Scheme", European Payments Council AISBL, Brussels.

95 Le règlement définitif et irrévocable des paiements instantanés entre banques est également permis par d'autres mécanismes de compensation tels que le RT1 de EBA Clearing, equensWorldline, Iberpay (*Sociedad Española de Sistemas de Pago*) ou encore STET.

4. Conclusion

Cette analyse fournit de riches enseignements sur l'utilisation au Luxembourg des instruments de paiement (virements, prélèvements, cartes de paiement et systèmes de monnaie électronique) par les ménages ou par les sociétés non financières.

Plusieurs conclusions émergent : les moyens de paiement scripturaux qui concentrent le plus grand nombre de transactions sont les cartes et les virements. La progression la plus forte en termes de nombre de transactions a été enregistrée pour les paiements par carte et en monnaie électronique.

Pour les virements et les prélèvements, la valeur totale des paiements a augmenté entre 2014 et 2019, toutes destinations confondues (Luxembourg, reste de la zone euro ou reste du monde). Pour les virements émis par les établissements au Luxembourg, la valeur moyenne par paiement est presque quatre fois plus élevée que celle dans la zone euro dans son ensemble. Cependant, la valeur moyenne au Luxembourg est similaire à celle au Royaume-Uni. Quant aux prélèvements, leur valeur moyenne au Luxembourg est près de 50 % plus élevée que celle pour l'ensemble de la zone euro, mais reste bien inférieure à celle rapportée par l'Irlande.

Les retraits aux guichets automatiques de banque au Luxembourg ont vu leur valeur moyenne progresser sur la même période. En revanche, les paiements par carte réalisés au Luxembourg ont vu leur valeur moyenne diminuer. Cette évolution est en partie due à l'introduction des paiements par cartes sans contact et sans code PIN (jusqu'à une valeur limite), ce qui a mené à une augmentation du nombre de transactions, sans un impact important sur la valeur totale. Cependant, la valeur moyenne tant des retraits aux guichets automatiques de banque au Luxembourg que des paiements avec des cartes émises au Luxembourg est plus élevée que celle dans les trois pays frontaliers du Grand-Duché ou dans la zone euro dans son ensemble et ce, peu importe l'année.

Le nombre de comptes actifs en monnaie électronique a progressé entre 2014 et 2019, ainsi que la valeur totale disponible sur ces comptes. Les détenteurs résidant dans la zone euro (hors Luxembourg) représentent la plus grande part de ce total, suivis par les détenteurs résidant dans le reste du monde. En revanche, le montant représenté par les résidents au Luxembourg a connu la progression la plus importante.

S'agissant du virement SEPA instantané, il représente une solution innovante dans le domaine des systèmes de paiement de masse en Europe, en particulier dans le contexte de la digitalisation de l'économie. Cependant, il ne pourrait atteindre tout son potentiel que grâce à de nouveaux schémas tels que « *Request to Pay* » qui permettront une interaction plus facile entre les commerçants et les consommateurs.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé le 1^{er} décembre 2020 le règlement BCE modifiant le règlement du 28 novembre 2013 concernant les statistiques relatives aux paiements (BCE/2013/43). Cet amendement introduit de nouvelles exigences en matière de reporting relatif aux canaux et aux services de paiement innovants, ainsi qu'aux opérations de paiement frauduleuses. Il permettra de collecter, à partir de janvier 2022, davantage de statistiques, comme celles sur les paiements mobiles, les paiements par cartes sans contact, les services d'initiation de paiement, qui nous renseigneront sur les tendances en matière de digitalisation au Luxembourg.

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 2021 ET LA PROGRAMMATION FINANCIÈRE PLURIANNUELLE POUR LA PÉRIODE 2020-2024 ¹

1. Le contexte macroéconomique au Luxembourg et dans la zone euro	102
1.1 Le contexte macroéconomique depuis la crise financière	102
1.1.1 La croissance économique	102
1.1.2 Le revenu national brut	107
1.1.3 La balance courante	110
1.1.4 Le chômage et l'emploi	116
1.1.5 Les coûts salariaux unitaires et le coût salarial moyen	121
1.1.6 L'inflation	123
1.2 Les perspectives de croissance à court terme	127
1.2.1 La zone euro	127
1.2.2 Le Luxembourg	128
1.3 Les finances publiques	133
1.3.1 La politique budgétaire au cours des années récentes	133
1.3.2 La situation budgétaire : estimations pour l'administration centrale en 2020	137
1.3.3 Projections de finances publiques de la BCL couvrant la période 2020 à 2023	140
2. La programmation pluriannuelle	150
2.1 Le volet macroéconomique	150
2.2 Le volet finances publiques	157
2.2.1 Les engagements européens	160
2.2.2 Les engagements nationaux	161
3. La Trésorerie de l'État et les transactions sur la dette publique	162
3.1 La Trésorerie de l'État	162
3.2 Les transactions sur la dette publique	164
4. Les administrations locales	165
5. Analyse des risques et soutenabilité à long terme des finances publiques luxembourgeoises	171
5.1 Analyse des risques	171

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 avec des décisions du Conseil des gouverneurs de la BCE.



6. Plans de stabilisation mis en place au Luxembourg et au niveau de l'Union européenne	173
6.1 Les plans nationaux : le cas du Luxembourg en comparaison européenne	173
6.2 Les plans au niveau européen	176
6.2.1 Les trois filets de sécurité	176
6.2.2 Le Fonds de relance européen – Next Generation EU	186

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. À ce stade, la BCL se félicite que la mise à disposition de données par le ministère relatives à certaines recettes lui permette désormais de mieux réaliser ses analyses. La BCL constate que certaines lacunes persistent et souhaiterait les voir disparaître dans un avenir proche. Par contre, sur le versant des dépenses, la BCL regrette qu'aucun accès aux données, au-delà de celles incluses dans la documentation budgétaire, ne lui ait été accordé jusqu'à présent. Ces données sont pourtant nécessaires pour réaliser une analyse approfondie. Enfin, les démarches entreprises n'ont pas encore pu se concrétiser dans un « Memorandum of understanding » entre le ministère des Finances et la BCL.

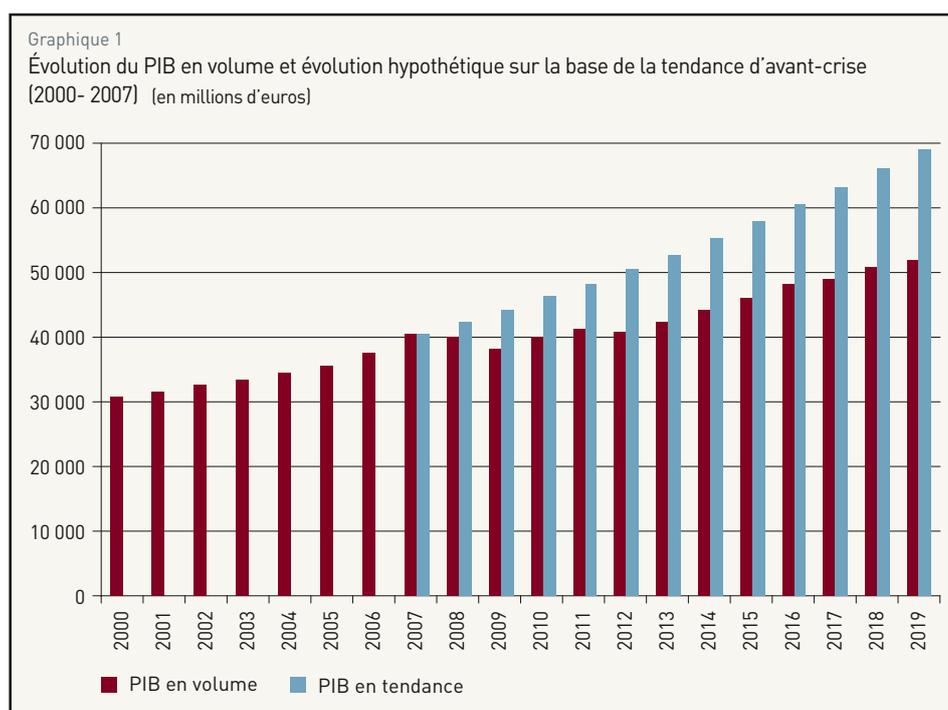
1 LE CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG ET DANS LA ZONE EURO

1.1 LE CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE DEPUIS LA CRISE FINANCIÈRE

1.1.1 La croissance économique

Avant la crise financière de 2008-2009, la croissance annuelle du PIB du Luxembourg s'est établie à 4,6 % en moyenne (sur la période 2000-2007). Le rythme de croissance du PIB a ensuite été quasiment nul en moyenne annuelle au cours des cinq années suivantes, avant de rebondir à un rythme de croissance annuel moyen de 3,4 % entre 2013 et 2019².

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



Sources : STATEC, calculs BCL

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

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

Les barres rouges du graphique 1 affichent la trajectoire observée du PIB réel sur la période s'étalant de 2000 à 2019. Les barres en bleu représentent la trajectoire conditionnée à l'hypothèse selon laquelle l'économie luxembourgeoise aurait maintenu son rythme de croissance d'avant la crise³. La « différence » cumulée entre la trajectoire observée et la trajectoire hypothétique est équivalente à un montant de 124 milliards d'euros, ce qui correspond à environ 310 % du PIB en volume de l'année 2008.

Tableau 1 :

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

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

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

Source : STATEC

Tableau 2 :

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

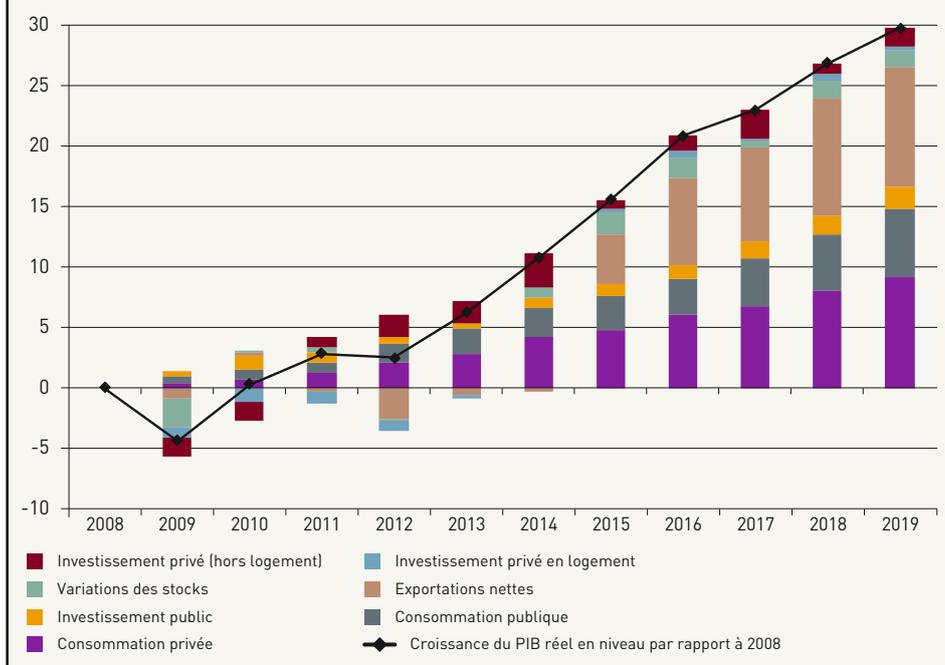
(resp. en milliards d'euros, en % et en indice (2015=100))

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

Source : Eurostat

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

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



Sources : STATEC, calculs BCL

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

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

$$\frac{\text{PIB}_X - \text{PIB}_{2008}}{\text{PIB}_{2008}} = \sum_{i=1}^n \alpha_i \cdot \frac{D_i - D_{2008}}{D_{2008}}, X = [C, G, I_{\text{privé}}, I_{\text{pub}}, X-M, \Delta \text{Stocks}]$$

où C représente la consommation privée, G la consommation publique, I privé l'investissement privé (qui résulte de la somme de l'investissement privé hors logement et de l'investissement privé en logement), I pub 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 Δ Stocks les variations de stocks.

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

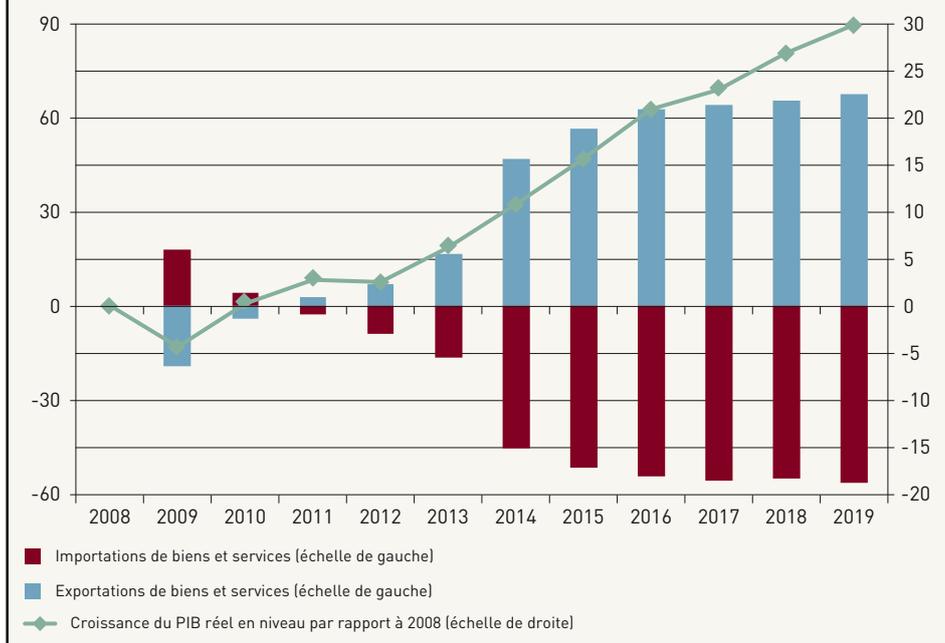
Depuis le début de l'année 2008, les dépenses de consommation publique et les investissements publics ont contribué positivement à l'évolution du PIB réel et leurs niveaux en 2019 sont largement supérieurs à ceux de 2008. Les dépenses de consommation publique⁵ ont progressé de 36 % – en raison notamment de la progression de la masse salariale dans le secteur public et des transferts sociaux en nature⁶ – et l'investissement public a progressé de 51 % par rapport à son niveau de 2008. La hausse continue de la consommation publique par rapport à l'année 2008 ne permet pas de conclure que cette trajectoire peut se prolonger dans le futur, car la consommation publique ne constitue pas un moteur autonome de croissance et doit respecter la contrainte budgétaire intertemporelle.

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

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

- 5 La consommation finale des administrations publiques peut être divisée en deux catégories distinctes. La première catégorie regroupe les dépenses de consommation collective (défense, justice, etc.) qui bénéficient à la société dans son ensemble, ou à de larges pans de la société sous la forme de biens et services publics. La seconde comprend les dépenses de consommation (soins de santé, logement, éducation, etc.) engagées par les administrations pour le compte des ménages individuels. Cette catégorie de dépenses est égale aux transferts sociaux en nature des administrations aux ménages et, à ce titre, elle inclut les dépenses engagées par les administrations publiques en produits et services marchands fournis aux ménages.
- 6 Les transferts sociaux en nature correspondent aux biens et services individuels fournis aux ménages, que ces biens et services aient été achetés sur le marché ou produits (production non marchande) par les administrations publiques ou les ISBLSM (institutions sans but lucratif au service des ménages, regroupant l'ensemble des unités privées dotées de la personnalité juridique qui produisent des biens et services non marchands au profit des ménages). Ils comprennent donc à la fois (i) les prestations sociales en nature qui relèvent du champ de la protection sociale, c'est-à-dire les biens et services fournis directement par les administrations publiques (aide personnalisée au logement par exemple) et ceux que les ménages bénéficiaires achètent eux-mêmes et se font ensuite rembourser (médicaments, soins médicaux) et (ii) les transferts de biens et services individuels non marchands produits par les administrations publiques ou les ISBLSM, en particulier pour l'éducation et la santé.
- 7 Par exemple, en 2019 le PIB réel du Luxembourg s'est établi à un niveau qui dépasse de 30 % celui qui avait été observé en 2008. Les trois composantes ayant le plus contribué à ce résultat sont – par ordre d'importance : les exportations nettes, la consommation privée et la consommation publique. Entre 2008 et 2019, les exportations nettes du Luxembourg ont enregistré une hausse de 28,2 %. Étant donné que la part des exportations nettes dans le PIB est de 35 %, la contribution des exportations nettes à la progression du PIB par rapport à 2008 s'élève à 10 points de pourcentage (p.p.), comme indiqué par la barre beige sur le graphique 2. Les dépenses de consommation privée ont progressé de 29,6 % entre 2008 et 2019 et, leur poids dans le PIB étant de 31 %, elles ont contribué à hauteur de 9,1 p.p. à la croissance du PIB sur la même période comme indiqué par la barre violette du graphique. Enfin, la contribution de la consommation publique à la croissance s'est établie à 5,7 p.p. (barre grise). Ces trois composantes expliquent au total 24,8 p.p. de la croissance du PIB observée entre 2019 et 2008 (soit 83 %). Enfin, les autres composantes de la demande et les variations de stocks expliquent une infime partie de la croissance du PIB observée entre 2008 et 2019. Les contributions à la croissance de l'investissement privé (hors logement), des variations de stocks et de l'investissement public ont été de respectivement 1,6 p.p. (barre bordeaux), 1,3 p.p. (barre verte) et 1,8 p.p. (barre jaune). L'investissement privé en logement a contribué à hauteur de 0,3 p.p. (du fait d'une hausse de 6,6 % de ces investissements et d'un poids de 4 % dans le PIB).

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



Sources : STATEC, calculs BCL

Le graphique 3 sépare la contribution à cette croissance provenant des exportations et des importations, en comparant le PIB réel en 2019 à son niveau en 2008⁸.

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

se en 2011 au-dessus du niveau atteint en 2008. Ce redressement de l'investissement privé hors logement s'est ensuite poursuivi et a élargi la capacité productive. Sur le graphique 2, il apparaît que c'est seulement en 2014 que l'investissement privé en logement¹⁰ a retrouvé son niveau de 2008. Il convient cependant de garder à l'esprit que les années 2007 et 2008 ont été particulièrement propices en termes de dépenses d'investissement privé en logement.

L'investissement privé hors logement⁹, de son côté, est repas-

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

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

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

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

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

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

Néanmoins, depuis 2010 la reprise économique était majoritairement tirée par la consommation privée et la consommation publique (graphique 2). Cette situation ne peut perdurer trop longtemps. En effet, cela signifie que d'autres composantes de la demande, comme les investissements privés, ont contribué de manière moins conséquente à cette reprise. Or, une trop longue période de croissance dite « faible en investissements » affecte négativement le rapport stock de capital/PIB et réduit de ce fait la productivité et donc la croissance potentielle de l'économie¹¹.

1.1.2 Le revenu national brut

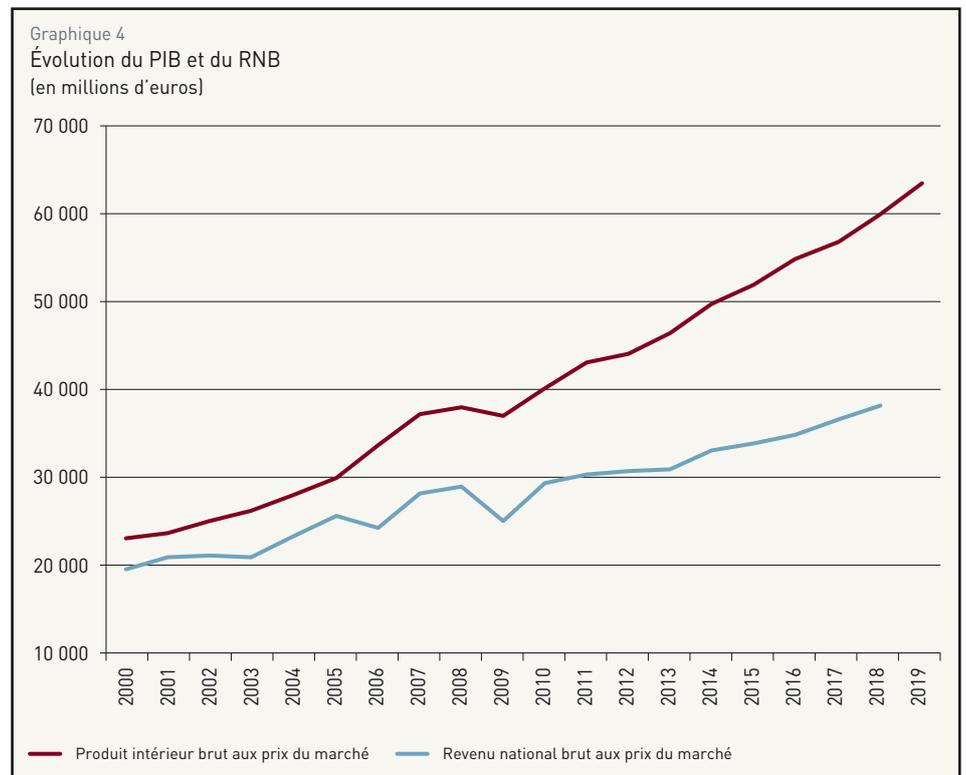
Le PIB et le RNB

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

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

Depuis 2007, la différence entre les deux agrégats s'est notablement accrue. Elle a atteint son maximum en 2018, avec un écart de 21,8 milliards d'euros¹². Au final, entre 2007 et 2018, le PIB et le RNB ont progressé de respectivement 62 % et 36 %.

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



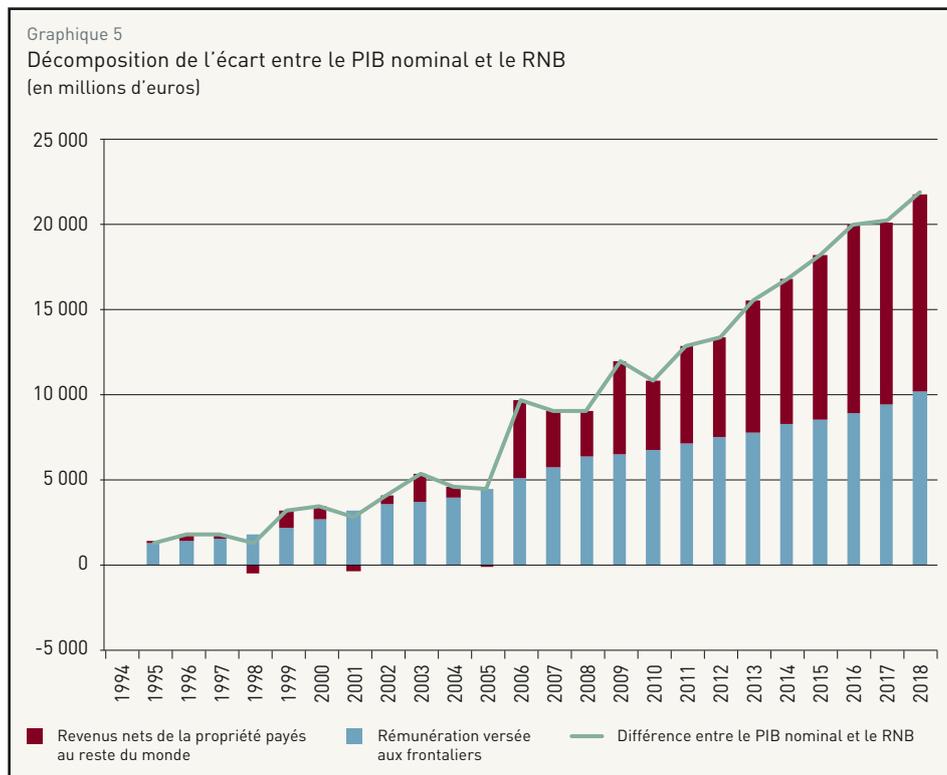
Source : STATEC

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

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

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

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



Source : STATEC

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

Le RNB, quant à lui, mesure le revenu total des agents résidant au Luxembourg. Ainsi, il exclut les revenus versés à des non-résidents et inclut les revenus des résidents provenant du reste du monde. Il est obtenu en déduisant du PIB la rémunération nette des frontaliers, les revenus nets de la propriété¹⁴ versés ou reçus du

reste du monde et, de manière plus négligeable, les impôts nets payés au reste du monde¹⁵. Le RNB est un indicateur conceptuellement plus proche de la notion du « bien-être » de la population résidente que le PIB.

Le graphique 5¹⁶ montre que la rémunération versée aux frontaliers a progressé de manière régulière depuis 2000, parallèlement à l'augmentation de leur nombre (la part des frontaliers dans l'emploi total est passée de 33 % en 2000 à 43 % en 2019). Par contre, la hausse des revenus nets de la propriété versés au reste du monde a été plus erratique et plus marquée, ce qui a fortement contribué à accroître, jusqu'en 2018, l'écart entre le PIB nominal et le RNB.

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

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

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

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

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

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

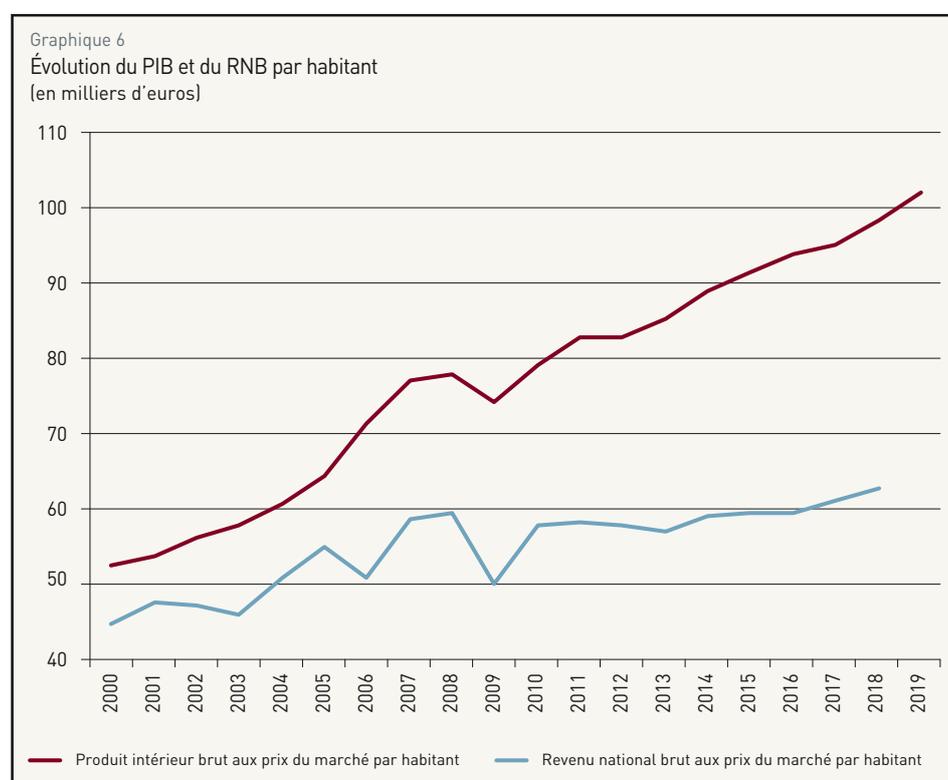
Lorsqu'on remplace le PIB par le RNB dans le dénominateur des principaux ratios macroéconomiques, ces derniers augmentent mécaniquement puisque le niveau du RNB est inférieur au niveau du PIB. À titre d'exemple, en 2018, la dette publique du Luxembourg s'élevait à 21 % du PIB, mais à 33 % du RNB.

Le PIB par habitant et le RNB par habitant¹⁷

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

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

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



Source : STATEC

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

1.1.3 La balance courante

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

a) Méthodologie statistique

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

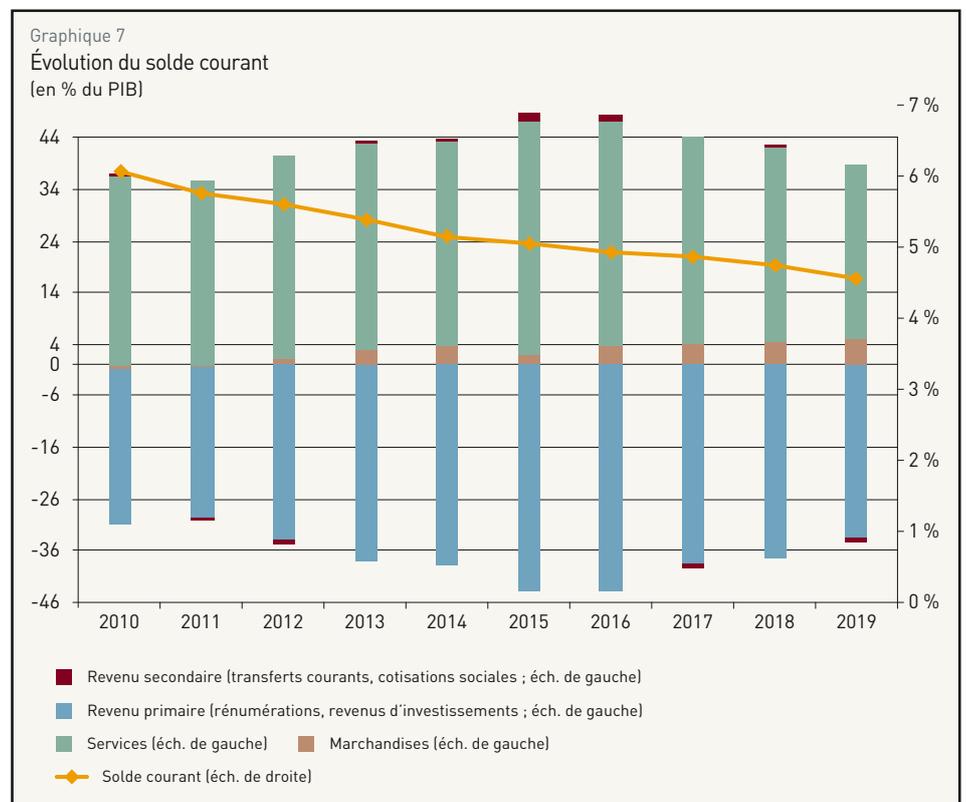
b) Le solde du compte courant

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

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

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

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



Sources : STATEC, BCL

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

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

Tableau 3 :

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

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

Sources : STATEC, BCL, calculs BCL

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

Le solde des biens et services

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

La variation de ce solde est à mettre en lien direct avec la contribution des exportations nettes à la variation du PIB nominal¹⁸. Généralement, et de manière simplifiée, lorsque la part des exportations nettes dans le PIB nominal baisse, la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB nominal diminue et *vice versa*.

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

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

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

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

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



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

Le solde des revenus

Le solde des revenus comprend 1) les rémunérations nettes des salariés, 2) les revenus nets des investissements et 3) les transferts courants nets. Le solde des revenus est structurellement déficitaire depuis 2002, tant pour les revenus du travail que pour les revenus du capital. Ce déficit est à l'origine de l'écart entre le PIB et le RNB (voir le chapitre 1.1.2), si on fait abstraction de quelques ajustements mineurs qui sont évoqués dans la partie méthodologique¹⁹.

S'agissant de la balance des revenus du travail, le solde a connu un déficit structurel sous l'effet de la hausse continue de la rémunération des travailleurs frontaliers, dont le nombre est croissant au cours des deux dernières décennies pour répondre aux besoins de main d'œuvre de l'économie luxembourgeoise²⁰. Le déficit des revenus du travail s'élevait à 14 % du PIB en 2002, puis s'est accru régulièrement pour atteindre 17 % du PIB en 2010 et s'est par la suite stabilisé à 16,5 % du PIB.

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

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

Conclusion

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

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

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

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

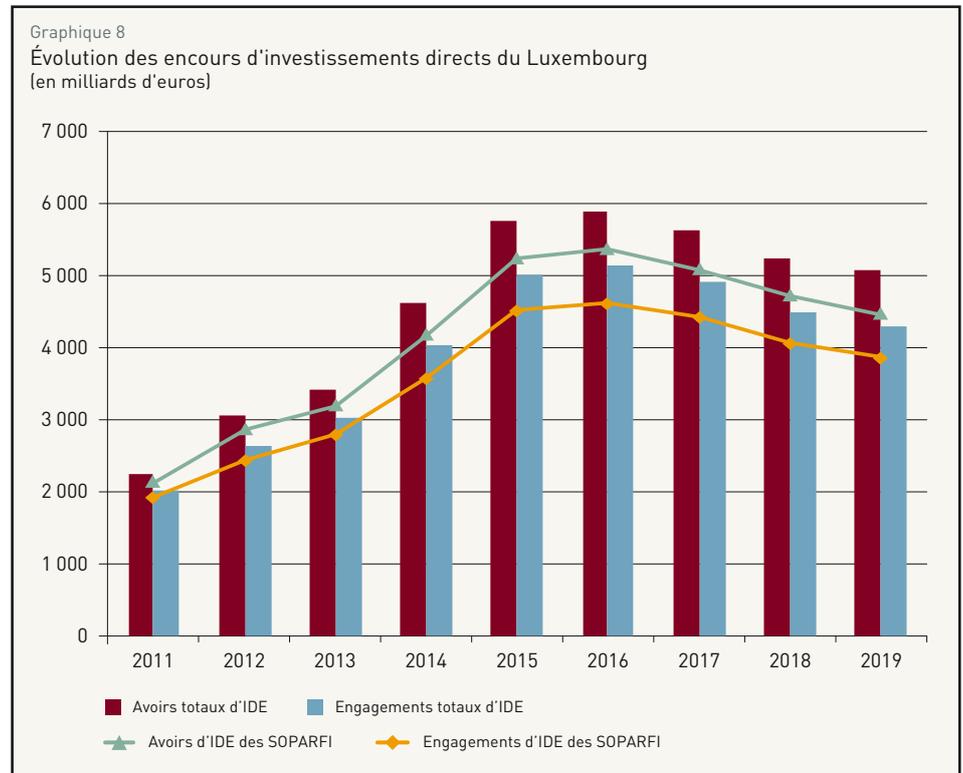
Cette tendance baissière indique que, par rapport aux décennies précédentes, les revenus qui sont générés au Luxembourg sont davantage attribués aux investisseurs étrangers, en contrepartie de leur apport en capital à l'économie nationale.

c) Baisse des investissements directs étrangers

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

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

Les investissements directs du Luxembourg se concentrent sur les sociétés des participations financières (SOPARFI), qui en représentent près de 90 % tant pour les avoires (investissements sortants) que pour les engagements (investissements entrants). En ligne avec l'évolution mondiale²¹, les encours d'investissements directs au Luxembourg se sont contractés à nouveau en 2019 (-168 milliards d'euros pour les avoires et -199 milliards d'euros pour les engagements). Cette contraction s'explique par des désinvestissements, qui sont observés depuis le second semestre 2017²². Ces



Source : BCL

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

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



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

1.1.4 Le chômage et l'emploi

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

Le taux de chômage au sens strict²³ a atteint en avril 2020 son plus haut niveau depuis plus de cinq ans (soit 7 % de la population active). Depuis lors, le taux de chômage a graduellement diminué, tout en demeurant nettement au-dessus de son niveau de 2019.

Le taux de chômage au sens strict n'offre toutefois qu'une vue partielle de la situation du chômage. Il convient en effet d'y rajouter les personnes bénéficiant d'une mesure de soutien à l'emploi²⁴. D'après les plus récentes données disponibles – qui demeurent provisoires – le taux de chômage au sens large s'est établi à près de 8 % en octobre 2020. Par ailleurs, dans le sillage des mesures de confinement qui ont suivi la propagation du coronavirus, le recours au dispositif de chômage partiel a atteint des niveaux sans précédent au printemps 2020, ce qui a permis (dans un premier temps, en tout cas) de contenir les effets de la crise sur le taux de chômage²⁵.

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

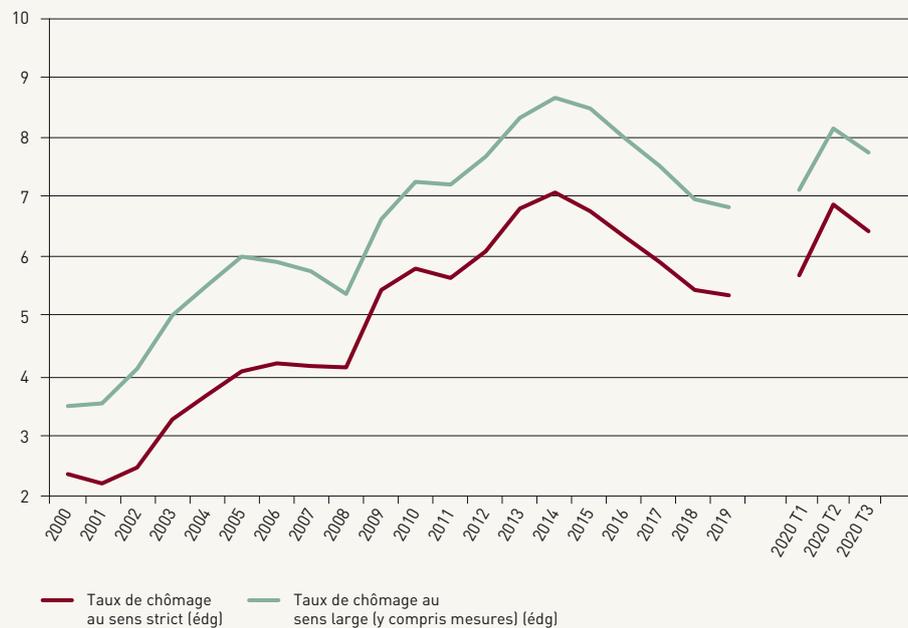
24 L'ADEM propose une panoplie de mesures de soutien destinées aux demandeurs d'emploi et censées améliorer leur employabilité et faciliter leur réinsertion sur le marché du travail. Ces mesures, qui font partie intégrante des politiques « actives » de l'emploi peuvent se décliner sous différentes formes.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

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

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

Graphique 9

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

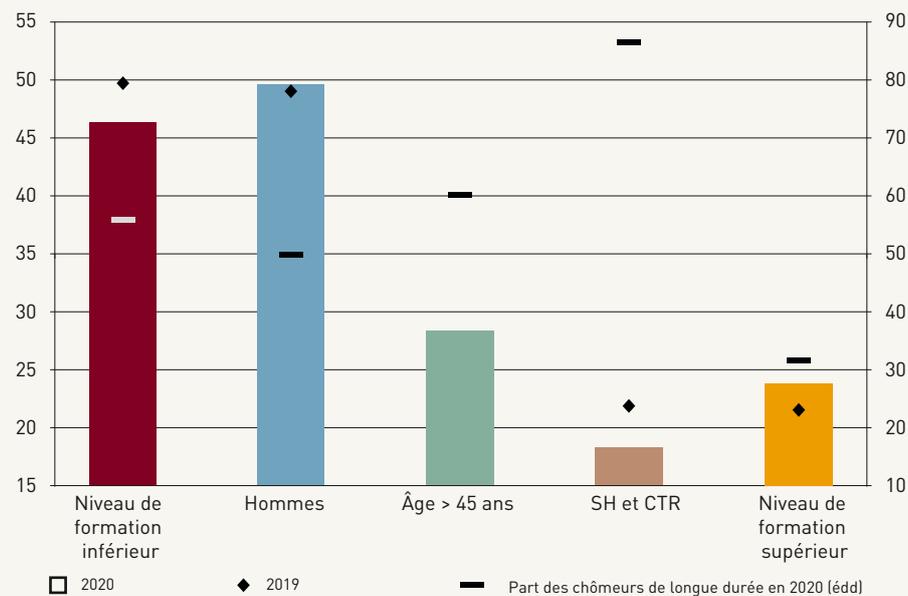


Remarque : En ce qui concerne 2020, les données demeurent provisoires. Le taux de chômage global au sens large (y compris mesures) fait référence aux demandeurs d'emploi au sens strict, auxquels on ajoute ceux qui bénéficient d'une mesure de soutien à l'emploi (voir la note de bas de page n° 24 pour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

Sources : ADEM, STATEC, calculs BCL

Graphique 10

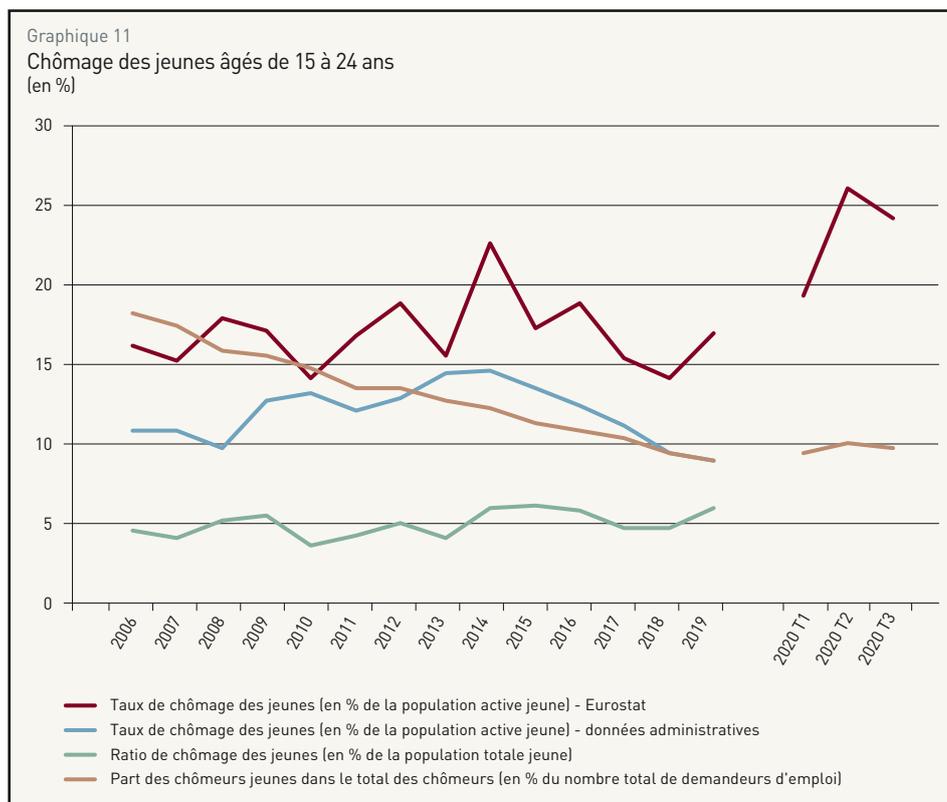
Décomposition des demandeurs d'emploi selon leurs caractéristiques et part des chômeurs de longue durée (en % du nombre total de chômeurs respectivement en % du nombre de chômeurs dans chaque catégorie)



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

Sources : ADEM, calculs BCL

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



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

Sources : ADEM, EUROSTAT, STATEC, calculs BCL

La crise sanitaire a également eu des répercussions sur la population jeune. Le taux de chômage des jeunes s'est inscrit à 23 % en moyenne au cours des trois premiers trimestres de 2020, après un taux de 17 % l'année précédente. En d'autres termes, près d'un jeune actif sur cinq était à la recherche d'un emploi. Le taux de chômage des jeunes doit cependant être interprété avec prudence dans la mesure où il peut donner une image tronquée de la situation des jeunes sur le marché du travail, en raison de leur faible taux d'activité²⁶. Le chômage des jeunes peut dès lors être appréhendé par des indicateurs alternatifs. À mentionner, en premier lieu, le ratio de chômage qui mesure la part de jeunes chômeurs dans la population totale du même âge²⁷. Ce ratio s'est établi à 5,9 % en 2019, selon les plus récentes données disponibles. La part de jeunes chômeurs dans le

total des chômeurs est un autre indicateur alternatif. Bien qu'en légère hausse par rapport à son niveau de 2019, cette part demeure encore faible d'un point de vue historique (9,7 % en moyenne au cours des trois premiers trimestres de l'année 2020).

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

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

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

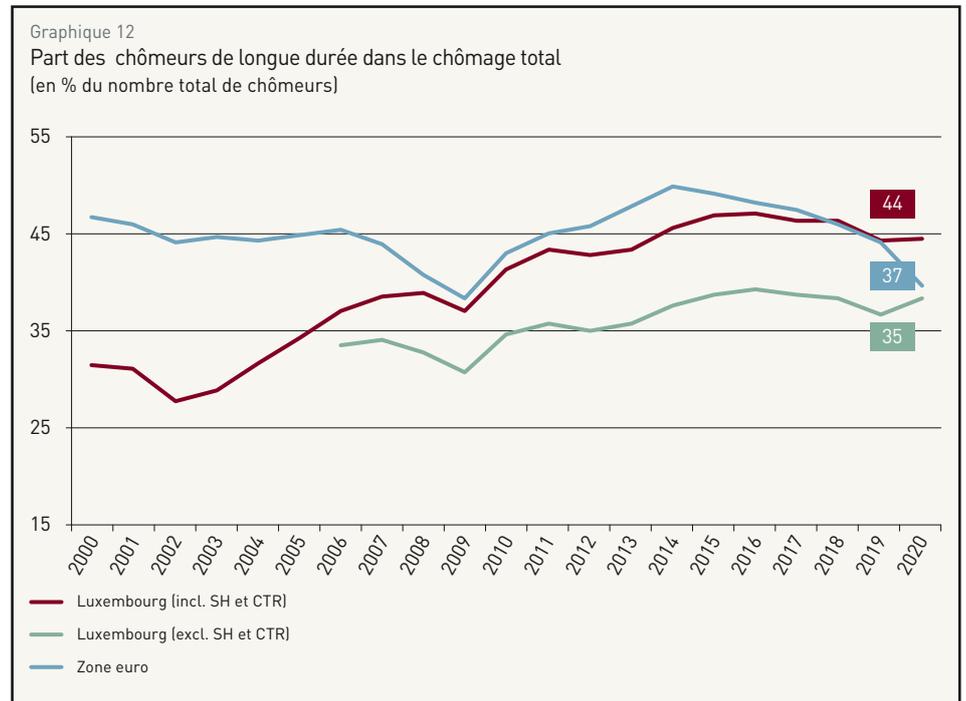
27 Cette définition alternative permet de remédier aux difficultés liées à la taille réduite de la population active jeune.

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

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

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

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



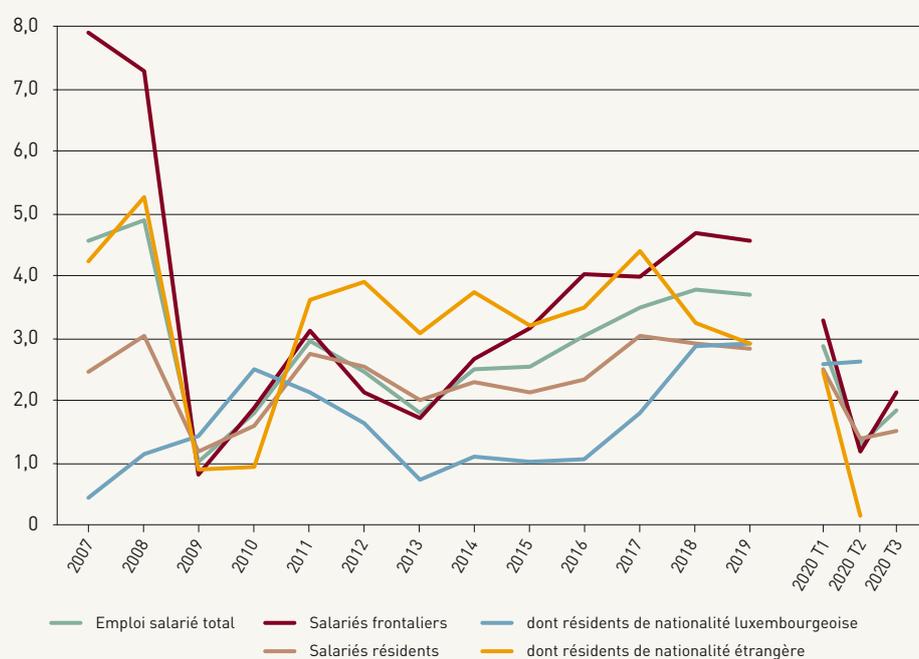
Remarque : En ce qui concerne l'année 2020, les données ne font référence qu'aux deux premiers trimestres pour la zone euro et aux dix premiers mois pour le Luxembourg et demeurent par conséquent provisoires.

SH: salariés handicapés, CTR: salariés à capacité réduite.

Sources : ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

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

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



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

Sources : STATEC, calculs BCL

Les mesures de soutien à l'économie ont été d'une ampleur et d'une portée sans précédent et ont permis de contenir les premiers effets négatifs de la pandémie sur le marché du travail luxembourgeois. Le pronostic à court terme et les conséquences à moyen et long terme n'en demeurent pas moins préoccupantes et appellent plus que jamais à la poursuite d'efforts soutenus. Sur la base de recommandations et d'expériences internationales, la lutte contre le chômage passe par des mesures d'incitation, censées favoriser une (ré-)insertion rapide des demandeurs d'emploi sur le marché du travail, couplées à des actions visant à améliorer leur employabilité (via l'éducation, la formation et/ou la reconversion professionnelle). Cette lutte contre le chômage passe cependant et avant tout par une politique de prévention visant à réduire *ex ante* le risque de perte d'emploi et d'enlèvement dans le

chômage, via le redéploiement des salariés vers des activités de croissance. À cela s'ajoute la mise en place d'une *gouvernance des compétences* permettant l'identification et l'anticipation des besoins des entreprises afin de pallier aux pénuries de compétences actuelles et futures. Un suivi régulier des compétences et qualifications requises par les entreprises permettrait d'améliorer l'orientation (scolaire) des jeunes dès leur plus jeune âge et d'adapter, le cas échéant, l'offre de formation initiale et l'enseignement universitaire.

Le chômage, en particulier le chômage de longue durée, reste un fléau lourd de conséquences sociales, économiques et financières. Outre les implications directes en termes de revenus pour les personnes à la recherche d'un emploi, le chômage a également des répercussions directes sur les finances publiques. Le coût budgétaire associé à l'ensemble des mesures de soutien à l'emploi a progressé de 379 millions d'euros en 2008 à 712 millions d'euros en 2019. Les dépenses totales du Fonds pour l'emploi sont ainsi passées de 1,0 % du PIB nominal en 2008 à 1,5 % en 2013 avant de diminuer à 1,1 % en 2019²⁹.

Pour 2020, l'État estime les dépenses du Fonds pour l'emploi à près de 2 milliards d'euros (ou 3,3 % du PIB nominal), ce qui constitue un record absolu³⁰. Cette hausse marquée s'explique par les mesures mises en place par le gouvernement afin d'endiguer les effets néfastes de la pandémie de COVID-19 sur

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

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

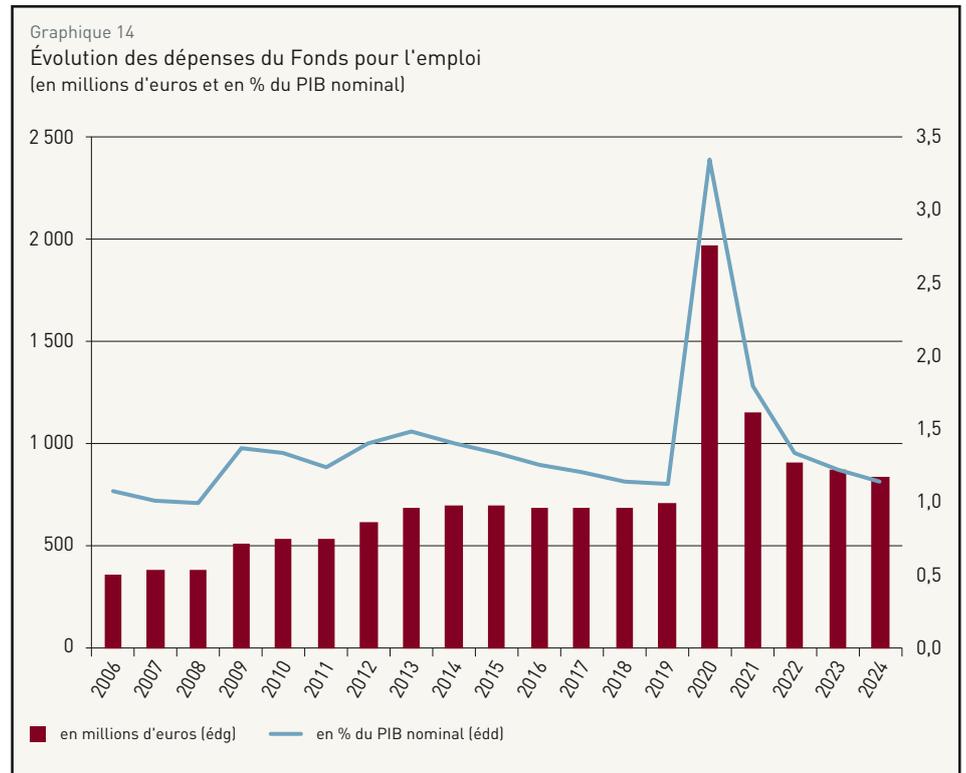
le marché du travail et en particulier, la flexibilisation du dispositif de chômage partiel.

Pour 2021, l'État prévoit une participation aux dépenses courantes du Fonds pour l'emploi qui se réduirait à 1,8 % du PIB³¹ (avant de s'établir à 1,2 % en moyenne au cours des trois années suivantes).

1.1.5 Les coûts salariaux unitaires et le coût salarial moyen

L'évolution des coûts salariaux unitaires³² au Luxembourg par rapport aux autres pays de la zone euro est un élément important de la compétitivité-coût.

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

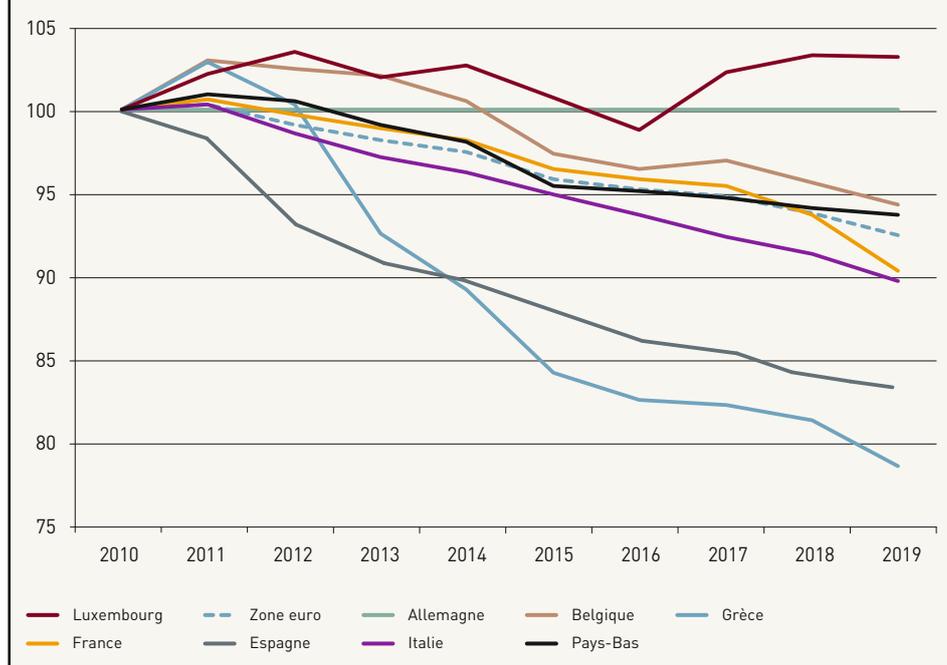


Remarque: Les données relatives aux années 2020 à 2024 font référence aux dépenses telles que prévues dans le projet de budget 2021 et la programmation pluriannuelle 2020-2024.

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

- 31 Cette participation résulte du produit de l'impôt de solidarité, de la contribution sociale prélevée sur les carburants, du produit de 2,2 % de l'impôt sur la fortune et d'une dotation normale (ou extraordinaire). Plus en détail, le produit de l'impôt de solidarité s'est inscrit en forte hausse au cours des dernières années, passant de 122 millions d'euros en 2008 à 592 millions d'euros en 2019 (avant de diminuer, selon les prévisions du gouvernement, à 542 millions en 2020). De son côté, la contribution sociale prélevée sur les carburants s'est progressivement inscrite en baisse, passant de 142 millions d'euros en 2008 à 135 millions d'euros en 2019 (et 93 millions en 2020). Le produit de 2,2 % de l'impôt sur la fortune (qui concerne uniquement les sociétés) versé au Fonds pour l'emploi devrait passer de 15 millions d'euros en 2018 à 17 millions d'euros en 2019 avant de redescendre à 15 millions l'année suivante. Dans le même temps, la dotation normale de l'État au Fonds pour l'emploi est passée de 50 millions d'euros en 2008 à 10 millions d'euros en 2019 (et 5 millions en 2020), après avoir atteint un pic de 190 millions d'euros en 2012. Pour 2021, le gouvernement prévoit une augmentation de la dotation normale de l'État à 110 millions d'euros.
- 32 Les coûts salariaux unitaires (nominaux) se calculent en rapportant le coût salarial moyen (rémunération des salariés divisée par le nombre d'heures travaillées ou par le nombre de salariés) à la productivité du travail (PIB en volume divisé par le nombre total d'heures travaillées ou par l'emploi total). Il convient de rappeler que l'indicateur des coûts salariaux unitaires n'est pas une statistique parfaite et que son évolution est conditionnée par divers aspects d'ordre méthodologique. Cependant, il nous semble que les différentes qualifications ne remettent pas en cause les tendances de long terme de cet indicateur, ni les implications qui en découlent.
- 33 Le choix de l'Allemagne comme point de repère se justifie par son importance économique en Europe. Les difficultés de l'Allemagne à endiguer la montée du chômage l'ont amenée à reformer en profondeur son marché du travail au début des années 2000, ce qui a favorisé une modération salariale. *Ex post*, ce processus d'ajustement a permis à l'Allemagne de relancer sa croissance économique et de réduire sensiblement son taux de chômage, le tout dans un contexte de finances publiques proches de l'équilibre.
- 34 Il convient de noter que le choix de l'année de départ peut avoir une influence sur les résultats de l'analyse dans la mesure où l'évolution des coûts salariaux est comparée au niveau observé au cours de cette année de référence qui sert en quelque sorte de « point d'équilibre ». Dans le présent avis, nous avons décidé de prendre comme année de référence l'année 2010. Si on analysait l'évolution des coûts salariaux unitaires sur base d'un graphique similaire mais en prenant comme année de référence une année plus lointaine (par exemple l'année 2000), ce changement aurait pour conséquence de modifier l'apparence du graphique, sans pour autant modifier la conclusion générale de l'analyse. Dans ce cas, on observerait un creusement de l'écart des coûts salariaux unitaires par rapport à l'Allemagne ; une évolution qui n'est pas visible sur ce graphique. Ceci s'explique tout simplement par le fait que la réforme du marché du travail allemand, au début des années 2000, lui a permis de connaître aujourd'hui une progression salariale plus forte qu'antérieurement et supérieure à la moyenne de la zone euro.

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



Sources : Eurostat, calculs BCL

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

Par ailleurs, le recul des coûts salariaux unitaires entre 2014 et 2016, tel qu'observé sur le graphique ci-avant, doit être interprété avec prudence. En effet, ce graphique illustre l'évolution des coûts salariaux unitaires relatifs, c'est-à-dire par rapport à l'Allemagne. Cette diminution reflète

une hausse de la productivité plus importante au Luxembourg qu'en Allemagne, couplée à une progression du coût salarial moyen plus faible³⁵. Cependant, comme le démontre le graphique ci-après, qui retrace l'évolution propre du Luxembourg et non en comparaison à celle de l'Allemagne, les coûts salariaux unitaires ont connu une quasi-stabilisation (plutôt qu'une baisse) sur cette période³⁶.

Au Luxembourg, l'augmentation marquée des coûts salariaux unitaires observée depuis 2017 est le reflet d'un léger recul de la productivité apparente du travail³⁷ et d'une hausse persistante du coût salarial.

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

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

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

L'analyse des coûts salariaux unitaires montre que le marché du travail luxembourgeois ne s'est ajusté que de manière partielle à la baisse de la productivité et à la croissance tendancielle plus faible³⁸.

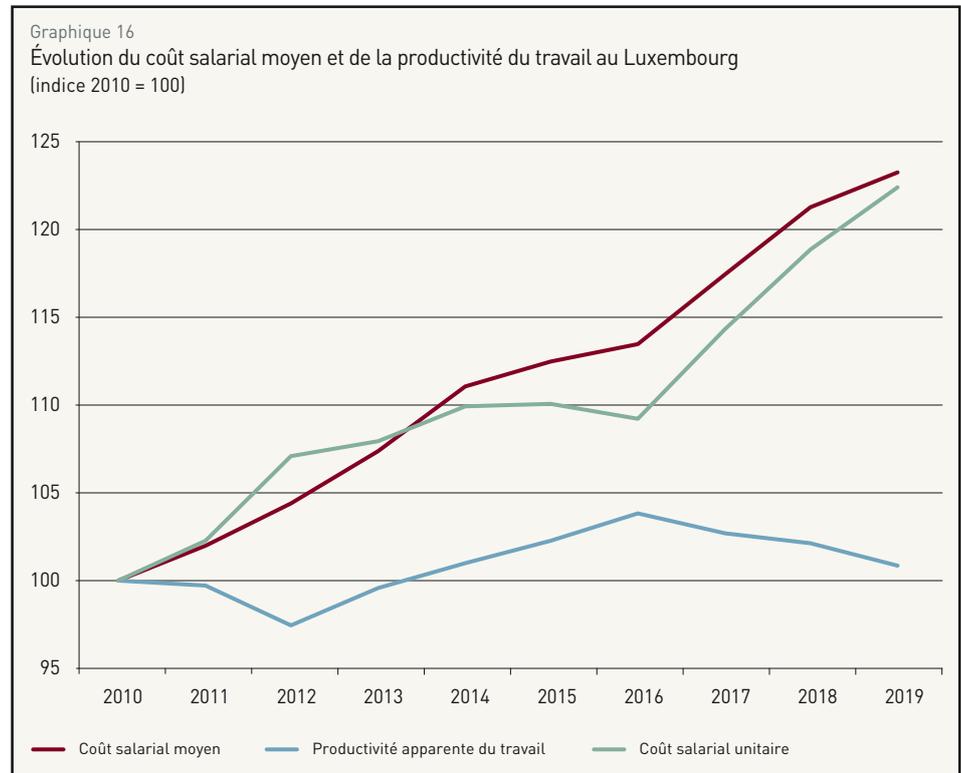
Finalement, la pandémie de coronavirus et ses effets sur l'activité économique devraient se traduire par une hausse marquée des coûts salariaux unitaires en 2020, reflétant principalement la diminution de la productivité du travail, elle-même imputable à une contraction du PIB plus forte que le recul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

1.1.6 L'inflation

Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)

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

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



Sources : STATEC, calculs BCL

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

Tableau 4 :

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

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

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

Indice des prix à la consommation national (IPCN)

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

Tableau 5 :

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

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

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

En 2021, l'inflation devrait accélérer, influencée par l'évolution à la hausse des prix de l'énergie et l'accélération de l'inflation des services suite à la fin de l'effet de base négatif lié à la gratuité des transports publics. Les prix de l'énergie, au-delà d'un effet de base positif lié aux faibles niveaux observés en 2020, seraient soutenu par l'introduction de la taxe carbone en 2021, dont l'impact sur l'IPCN est estimé par le STATEC à +0,4 p.p.³⁹. L'inflation des services et, d'une manière plus générale l'inflation globale, resteraient néanmoins relativement modérée dans le contexte d'une stagnation de l'échelle mobile des salaires et d'un taux de chômage en progression. Le projet de budget 2021 anticipe une progression de l'IPCN de 1,3 % en 2021 qui n'intègre vraisemblablement pas l'impact de la taxe CO₂ et qui serait donc inférieur aux

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

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

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

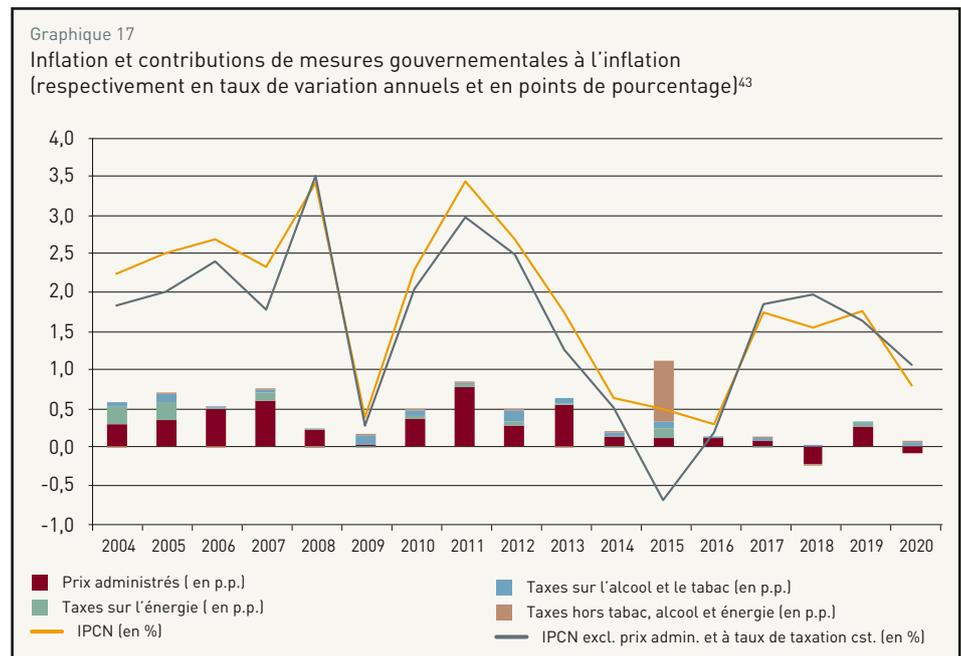
Incidence directe des mesures gouvernementales sur les prix à la consommation⁴¹

Les prix administrés⁴², qui avaient enregistré un recul de 2,2 % en 2018, devraient à nouveau connaître une évolution négative en 2020 après le rebond enregistré en 2019. Ce recul s'explique principalement par la mise en place de la gratuité des transports publics en mars.

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

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

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



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

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

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

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

devrait à nouveau se reproduire de 2021 à 2023 avec l'introduction de la taxe CO₂, avec toutefois des incidences plus importantes puisque le rehaussement des accises serait également de plus grande ampleur.

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

Échelle mobile des salaires (EMS)

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

Notons que l'augmentation des accises dans le cadre de l'introduction de la taxe CO₂ en 2021, et de ses rehaussements subséquents en 2022 et 2023, sera neutralisée dans l'indice IPCN servant de base aux calculs pour l'échelle mobile des salaires.

Tableau 6 :

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

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

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

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

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

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

1.2 LES PERSPECTIVES DE CROISSANCE À COURT TERME

1.2.1 La zone euro

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

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

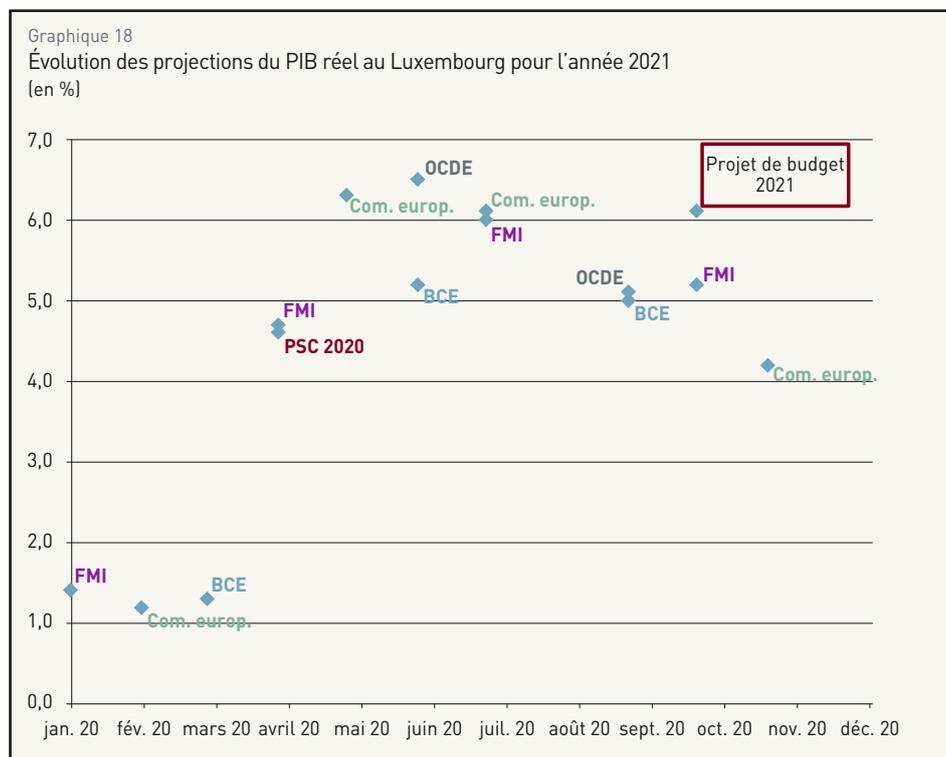
Selon les projections des services de la BCE de septembre 2020, la croissance du PIB réel pour la zone euro en 2021 s'établirait à 5,0 % (voir tableau 7). Par rapport à l'exercice précédent (juin 2020), les projections de croissance ont été revues à la baisse de 0,1 p.p.

Tableau 7 :

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

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

Source : BCE



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

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

1.2.2 Le Luxembourg

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

Les projections du projet de budget 2021 correspondent à celles présentées par le STATEC dans sa note de septembre 2020⁴⁴, à l'exception des estimations de l'écart de production.

Tableau 8 :

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

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

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

Tableau 9 :

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

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

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

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

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

sujette à des révisions importantes⁴⁵. Des révisions des données historiques peuvent à leur tour avoir des incidences sur les projections des agrégats macroéconomiques, en l'occurrence celles relatives à la 1^{ère} année qui suit les données.

Pour ce qui est de l'année 2020, l'activité économique sera fortement marquée par la propagation du coronavirus (COVID-19) depuis le début de l'année, qui a constitué un choc majeur pour l'économie non seulement au Luxembourg, mais aussi au niveau mondial. La variation du PIB en volume serait de -6,0 %. Cette chute de l'activité économique serait la plus importante dans l'histoire récente de l'économie luxembourgeoise (depuis la compilation des données de la comptabilité nationale selon le SEC95/2010) et de surcroît supérieure à la chute cumulée du PIB en volume survenue lors de la crise économique et financière de 2008/2009⁴⁶. Elle proviendrait principalement de la perte d'activité suite aux mesures de restriction prises par le gouvernement, entre autres la fermeture des chantiers et des magasins non essentiels, des restaurants et des cafés, afin de contenir la propagation du coronavirus au premier semestre 2020.

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

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

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

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

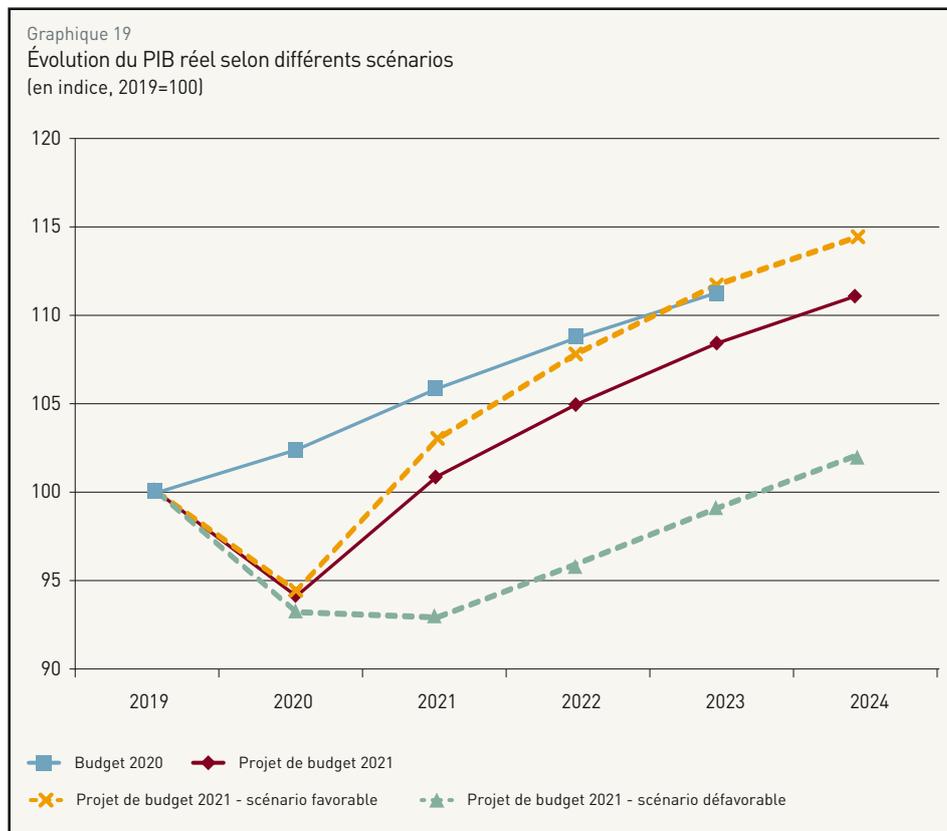
Pour l'année 2020, les trois scénarios sont très proches l'un de l'autre, ce qui est normal puisque la différenciation ne peut s'appliquer que sur la partie restante de l'année, de la date d'arrêt des projections jusqu'à la fin de l'année, soit quatre mois au total. Ainsi, selon le projet de budget 2021,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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

La publication, en septembre 2020, des comptes nationaux trimestriels laisse entrevoir un impact moindre des mesures de restriction sur l'activité économique. En cumulé, sur le premier semestre 2020, le niveau du PIB en volume aurait chuté de 8,5 %, ce qui, somme toute, est sans doute plus favorable que dans le scénario central du projet de budget. Sur la base des comptes nationaux trimestriels, à la fin du deuxième trimestre 2020, l'acquis de croissance⁴⁷ pour l'année 2020 se chiffrerait à -5,8 %. Rappelons toutefois l'incertitude très élevée entourant l'estimation des comptes trimestriels.

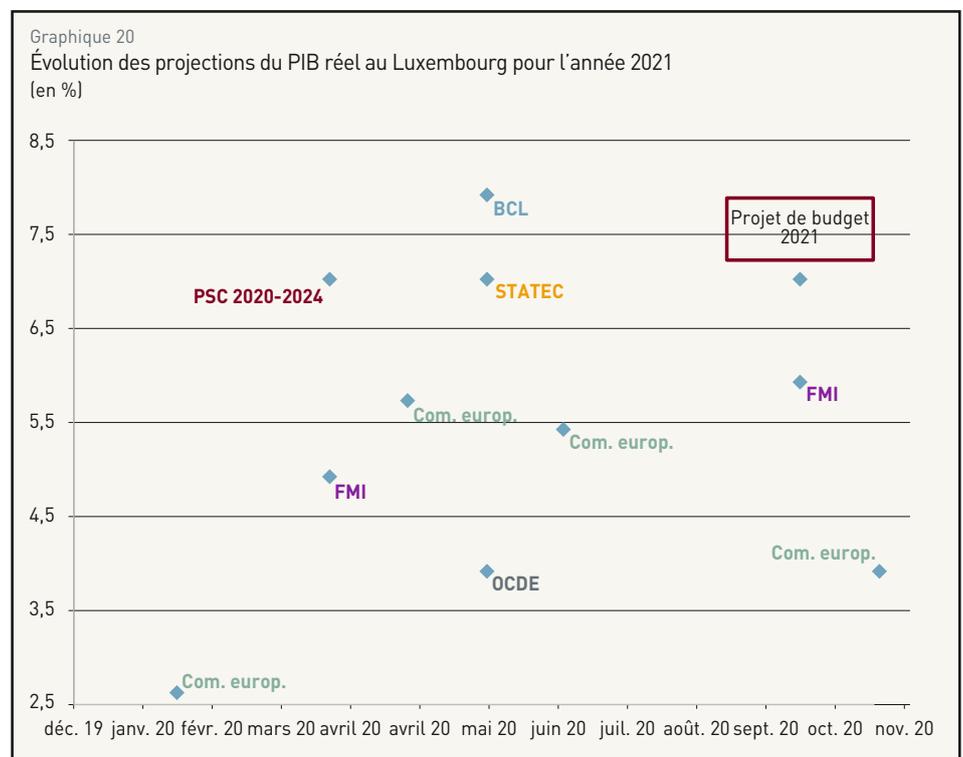
⁴⁷ L'acquis de croissance du PIB réel pour l'année 2020 correspond au taux de croissance du PIB réel entre 2019 et 2020 que l'on obtiendrait si la variable demeurait jusqu'à la fin de l'année 2020 au niveau (ajusté pour les variations saisonnières) du dernier trimestre connu, ce qui est le deuxième trimestre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

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

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

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

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



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

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

Tableau 10 :

Écart de production (en % du PIB potentiel)

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

Sources : BCL, CE, projet de budget pluriannuel

Selon les estimations du projet de budget, l'écart de production (exprimé en % du PIB potentiel) serait de -6,3 % en 2020 et de -2,1 % en 2021. L'écart de production, qui a été positif en 2019, se retournerait donc en 2020 pour devenir nettement négatif. Il se rétrécirait déjà en 2021, mais resterait largement négatif. Par rapport au budget 2020, dans lequel l'écart de production était estimé faiblement positif pour les deux années, ces estimations ont été fortement ajustées à la baisse⁴⁸. En comparaison avec les estimations les plus récentes du STATEC (note de septembre 2020), l'écart de production est moins négatif dans le projet de budget, aussi bien en 2020 qu'en 2021.

L'écart de production dépend des estimations de la croissance potentielle, exercice délicat dans toute circonstance mais particulièrement dans le contexte actuel de crise COVID-19⁴⁹. Les estimations de l'écart de production résultent de la séparation d'une composante cyclique et d'une composante tendancielle non seulement au niveau du PIB (production potentielle), mais aussi au niveau du taux de participation au marché du travail, du taux de chômage, des heures travaillées ou encore de la productivité totale des facteurs. Dans chaque cas, l'identification de la composante tendancielle dépend des projections pour les périodes futures, qui sont particulièrement incertaines dans le contexte actuel. La crise COVID-19 comporte à la fois un choc de demande, source d'une baisse simultanée de la production et des prix, mais aussi différents chocs d'offre, susceptibles de faire baisser la production dans certains secteurs mais aussi de faire remonter les prix dans d'autres. Il n'est pas toujours évident de séparer ces deux types de choc, dont les effets persistants peuvent être différents au niveau sectoriel comme pour l'économie dans son ensemble.

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

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

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

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

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

1.3 LES FINANCES PUBLIQUES

1.3.1 La politique budgétaire au cours des années récentes

1.3.1.1 L'évolution de la situation budgétaire des administrations publiques

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

Tableau 11 :

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

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

Sources : STATEC, calculs BCL

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

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

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

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

1.3.1.2 L'administration centrale

Suite à l'impact de la crise de 2008-2009 sur le solde de l'administration centrale, qui affichait un déficit de 2,1 % du PIB en 2009, des mesures de consolidation ont été prises, portant principalement sur la fiscalité directe à charge des personnes physiques et des personnes morales⁵⁰. Celles-ci ont permis de limiter l'impact négatif de la crise sur le volet des recettes, dont le ratio a ensuite connu une certaine stabilité sur la période 2010-2017. Par après, le ratio des recettes a augmenté de 29,6 % du PIB en 2017 à 31,3 % du PIB (+1,7 p.p.) en 2018. Une baisse de moindre ampleur (-0,8 p.p.) a ensuite été enregistrée en 2019.

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

Tableau 12 :

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

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

Sources : STATEC, calculs BCL

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

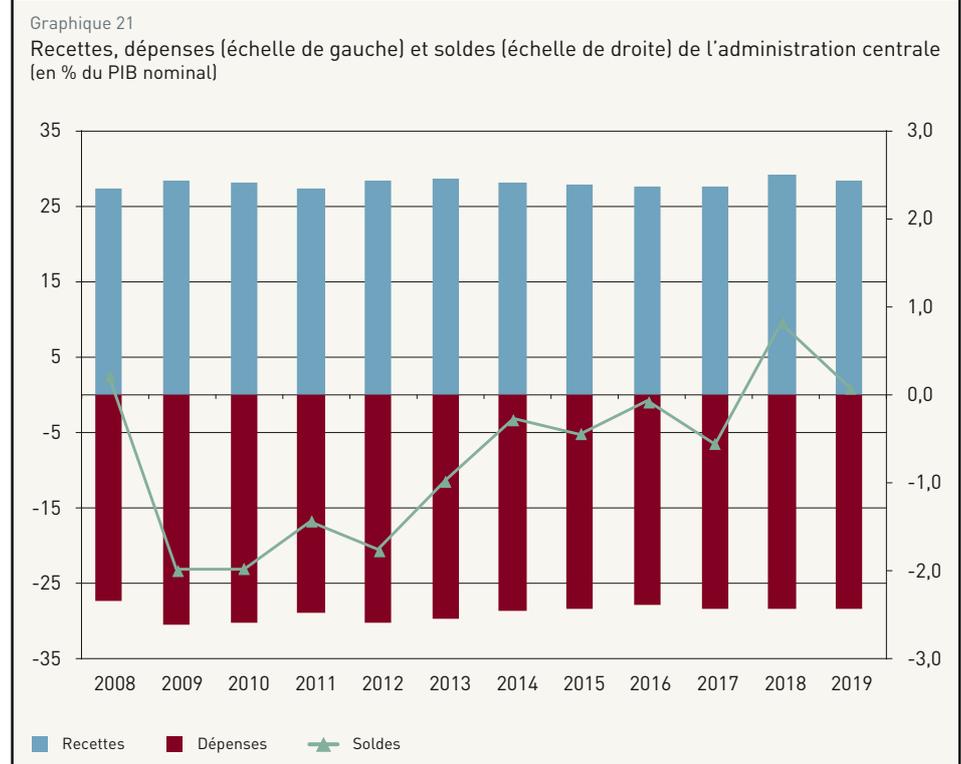
Il résulte de l'évolution des recettes et des dépenses de l'administration centrale que son solde s'est amélioré progressivement entre 2010 et 2016 (à l'exception de l'année 2012), en majeure partie grâce à une diminution des dépenses en proportion du PIB. Suite à une légère détérioration du solde en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

Les déficits enregistrés par l'administration centrale ont entraîné un solde négatif pour les administrations publiques prises dans leur ensemble en 2009 et en 2010 (cf. graphique 22 et tableau 13),

avant d'être plus que compensés par les surplus budgétaires des administrations locales et surtout de la Sécurité sociale pour les années ultérieures. Toutefois, ces surplus observés pour les administrations publiques dans leur ensemble donnent une image faussement positive de l'état des finances publiques.

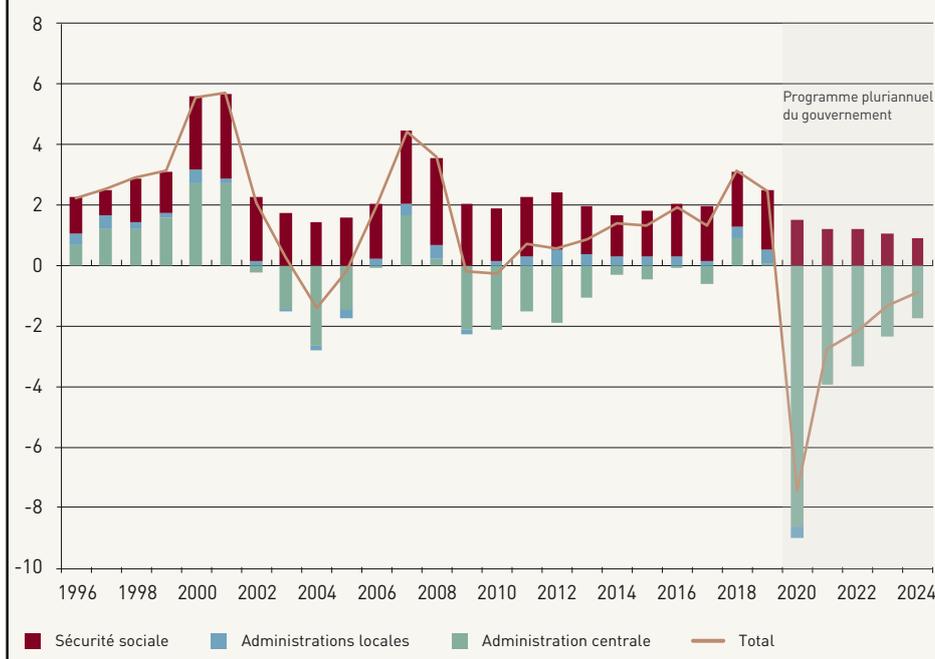
En effet, comme la BCL l'a déjà soulevé à de nombreuses reprises dans ses précédents avis, ces excédents masquent des problèmes structurels importants : d'une part, les surplus substantiels dégagés par la Sécurité sociale ne viennent pas directement compenser les déficits de l'administration centrale, mais servent à alimenter le Fonds de compensation, dont l'objectif est de constituer une réserve en vue du financement futur des pensions. Ceci explique l'augmentation de la dette publique au cours de la dernière décennie, qui est passée de 7,8 % du PIB en 2007 à 22,0 % du PIB en 2019, alimentée par les soldes déficitaires (hormis pour les années 2018 et 2019) de l'administration centrale et par la participation de l'État dans le capital d'une banque.

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



Sources : STATEC, calculs BCL

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



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

Tableau 13 :

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

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

*Projections incluses dans la programmation pluriannuelle

Sources : STATEC, programmation pluriannuelle 2020-2024

1.3.1.3 La situation budgétaire : revue de l'année 2019

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Le plan global de stabilisation et de relance⁵¹ repris aux tableaux 14 et 15 est composé de trois blocs principaux : un premier bloc comprenant des mesures entraînant des dépenses supplémentaires (ou des moins-values de recettes) pour un montant de 3 milliards d'euros (5,1 % du PIB), un second bloc incluant des reports de paiement pour un montant de 4,6 milliards d'euros (7,8 % du PIB), et enfin un troisième bloc axé sur l'octroi de garanties ou de prêts aux entreprises et dont le montant atteint 3,4 milliards d'euros (5,7 % du PIB).

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

Tableau 14 :

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

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

**Calculé suivant le principe de la caisse transactionnalisée

***Calculé suivant la méthode des droits constatés

Source : *Projet de plan budgétaire 2021*

Tableau 15 :

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

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

Source : *Projet de plan budgétaire 2021*

BEI = Banque européenne d'investissement, SURE = Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency

Plusieurs remarques peuvent être faites eu égard de ce plan.

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

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

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

Les données rapportées concernant les reports de paiement sont à considérer avec la plus grande prudence. En effet, d'une part les montants indiqués sont à considérer comme des montants « maximum » et, d'autre part, les reports de paiement relatifs aux impôts indirects et aux cotisations sociales n'auront aucun impact sur le solde budgétaire de 2020 étant donné qu'ils sont comptabilisés selon la méthode des droits constatés. Selon cette méthode, les recettes sont affectées à l'année au cours de laquelle elles sont dues et non pas à l'année au cours de laquelle les contribuables ont effectué le paiement⁵².

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

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

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

Selon les dernières données des recettes et des dépenses, relatives aux neuf premiers mois de l'année en cours et publiées⁵³ par le gouvernement selon la norme SEC, le solde de l'administration centrale pour 2020 serait en net déficit (-2,75 milliards d'euros). Ces données indiquent un recul de 7,1 % pour les recettes et une croissance de 17,4 % pour les dépenses entre leur niveau observé fin septembre 2019 et celui observé fin septembre 2020.

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

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



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

La baisse des recettes observée entre fin septembre 2019 et fin septembre 2020 est portée principalement par les mesures prises par le gouvernement afin d'assurer la liquidité des entreprises dans le contexte de la crise économique. Selon les données en base « caisse » relatives à la même période, la baisse à concurrence de 22 % des recettes d'impôts directs payés par les entreprises⁵⁴ s'explique, d'une part, par les annulations des avances et les délais de paiements octroyés aux entreprises en matière de fiscalité directe et, d'autre part, par un ralentissement dans la perception des arriérés d'impôts par l'ACD⁵⁵. Au vu de ce qui précède, le solde relatif à l'année 2020 reste, à ce stade, entouré d'une grande incertitude. Toutefois à l'aune des données publiées et sous l'hypothèse d'une extrapolation sur l'année 2020, prise dans sa globalité, des taux de croissance observés entre fin septembre 2019 et fin septembre 2020, le déficit dégagé en 2020 au niveau de l'administration centrale (déficit de 4,7 milliards d'euros) pourrait *in fine* être moins élevé que celui projeté pour 2020 dans le projet de budget 2021 (déficit de 5,07 milliards d'euros)⁵⁶.

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

Cette partie présente les soldes des administrations publiques⁵⁷ ainsi que la dette publique pour la période s'étalant de 2020 à 2023, tels qu'ils résultent des exercices de projection biannuels de la BCL.

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

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

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

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

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

Situation budgétaire : revue de l'année 2019

Le solde des administrations publiques luxembourgeoises, publié début octobre 2020 dans le cadre de la transmission de la notification concernant les déficits excessifs⁵⁸, a enregistré un excédent pour l'année 2019 de 1,5 milliard d'euros, soit 2,4 % du PIB. Cette baisse par rapport au solde de 3,1 % du PIB tel que notifié pour l'année 2018, découle de la baisse du ratio des recettes totales. Par ailleurs, l'excédent de 2,4 % du PIB enregistré pour 2019 est légèrement plus favorable que celui dégagé dans le cadre de la première transmission (avril 2020) de la notification concernant les déficits excessifs (2,2 % du PIB).

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

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

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

Les recettes

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

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

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

Tableau 16 :

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

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

Sources : BCL, STATEC

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

Les recettes : projections relatives à 2020

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

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

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

- 1) La possibilité donnée par le gouvernement aux entreprises de demander une annulation de leurs avances pour les deux premiers trimestres de l'année et un délai de paiement supplémentaire pour les soldes d'impôts restants dus.
- 2) Le ralentissement du traitement des déclarations d'impôt par l'ACD, entraînant une baisse des recettes de l'impôt sur le revenu des sociétés perçues sous la forme d'arriérés d'impôts.
- 3) L'effet décalé de la réforme fiscale de 2017 et la baisse additionnelle du taux d'imposition sur le revenu des collectivités de 18 % à 17 % en 2019.
- 4) Le caractère non récurrent des revenus imprévus encaissés au cours de la période 2017-2019. Ceux-ci étaient dus à la mise en place de la déclaration électronique obligatoire pour les entreprises ainsi qu'aux recours importants aux soldes d'impôts liés à des exercices antérieurs.

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

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

Les recettes : projections relatives à 2021, 2022 et 2023

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

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

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

Les dépenses

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

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

Les dépenses : projections pour 2020

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

Tableau 17 :

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

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

Sources : BCL, STATEC

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

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

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

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

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

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

Les dépenses : projections pour 2021

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

Les dépenses : projections pour 2022 et 2023

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

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

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

Les capacités ou besoins de financement

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

Tableau 18 :

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

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

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

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

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

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

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

Au final, le solde des administrations publiques se dégraderait sur l'horizon de projection, en passant d'un surplus de 2,4 % du PIB en 2019 à un déficit de 0,8 % du PIB en 2023. Par rapport au solde quasiment à l'équilibre observé en 2019, la situation de l'administration centrale serait toujours fortement détériorée en 2023, avec un déficit de 2,1 % du PIB, un niveau semblable à celui observé en 2010 sous l'effet de la crise économique et financière. La situation budgétaire projetée pour 2020 (déficit supérieur à 3 % du PIB) ne devrait pas avoir de conséquences à court terme au niveau du respect des règles du Pacte de stabilité et de croissance⁵⁹. Toutefois, à l'aune des chiffres projetés par la BCL et au vu des défis auxquels les autorités devront faire face dans les années futures, des efforts d'assainissement devront être entrepris, une fois la crise économique dissipée, dans le but de réduire au maximum les déficits enregistrés au niveau de l'administration centrale.

La dette publique : évolution récente et perspectives

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

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

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

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

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

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

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



Sources : STATEC, calculs BCL

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

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

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

L'ajustement stock-flux⁶¹ aurait un impact à la hausse sur le ratio (impact cumulé de + 3,0 % du PIB sur l'horizon de projection). Le

financement des déficits observés au niveau de l'administration centrale et des communes alimenterait l'endettement des administrations publiques, étant donné que les surplus dégagés par la Sécurité sociale ne viendraient pas compenser les déficits des deux autres sous-secteurs.

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

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

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

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

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

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

Dans une optique plus globale, il convient de mettre en parallèle les engagements⁶³ des administrations publiques luxembourgeoises avec les actifs financiers détenus et qui sont recensés dans les comptes financiers établis selon la norme SEC2010.

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

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

Tableau 19 :

Évolution des actifs et passifs financiers des administrations publiques luxembourgeoises

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

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

Sources : BCL, STATEC

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

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



2. LA PROGRAMMATION PLURIANNUELLE

Le projet de loi relatif à la programmation financière pluriannuelle pour la période 2020-2024 est présenté dans le volume 2 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 automatique⁶⁴.

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 sur l'horizon 2020-2024⁶⁵ et ensuite d'évaluer les projections en matière de finances publiques.

2.1 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 de 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, entre autres à cause du vieillissement de la population. Dans son avis sur le projet de budget 2016, la BCL avait présenté plusieurs facteurs susceptibles d'influer sur la croissance future du Luxembourg⁶⁶. Or, bien qu'on puisse s'accorder sur une croissance tendancielle

64 Dans la loi du 12 juillet 2014, le mécanisme de correction 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.

65 Dans ce contexte, le lecteur peut aussi utilement se référer au chapitre 1 de cet avis.

66 BCL (2016) Avis sur le projet de budget 2016, p.154.

plus faible qu'avant la crise financière de 2008-2009, l'étendue de cette correction reste incertaine et pourrait s'être amoindrie avec les années passées (depuis 2013) et prévues de bonne conjoncture.

Le tableau 20 présente les données historiques de la comptabilité nationale et les projections macro-économiques détaillées telles qu'elles ressortent des documents budgétaires.

Tableau 20 :

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

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

	PIB NOMINAL	VAR. ANNUELLE	PIB RÉEL	VAR. ANNUELLE	DÉFLATEUR DU PIB	VAR. ANNUELLE
2007	37 179	10,0	40 579	8,4	92	1,5
2008	38 129	2,6	40 060	-1,3	95	3,9
2009	36 977	-3,0	38 314	-4,4	97	1,4
2010	40 178	8,7	40 178	4,9	100	3,6
2011	43 165	7,4	41 198	2,5	105	4,8
2012	44 112	2,2	41 053	-0,4	107	2,6
2013	46 500	5,4	42 553	3,7	109	1,7
2014	49 825	7,2	44 381	4,3	112	2,7
2015	52 066	4,5	46 293	4,3	112	0,2
2016	54 867	5,4	48 410	4,6	113	0,8
2017	56 814	3,5	49 282	1,8	115	1,7
2018	60 053	5,7	50 815	3,1	118	2,5
2019	63 516	5,8	51 983	2,3	122	3,4
2020*	59 070	-7,0	48 864	-6,0	121	-1,1
2021*	64 386	9,0	52 284	7,0	123	1,9
2022**	67 670	5,1	54 428	4,1	124	1,0
2023**	70 783	4,6	56 333	3,5	126	1,1
2024**	73 827	4,3	57 854	2,7	128	1,6

* prévisions du projet de budget 2021

** LPPF 2020-2024

Sources : STATEC, projet de budget 2021, calculs BCL

Le tableau 21 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, ceci implique que ces projections se caractérisent par un profil assez lisse. Celles-ci s'avèrent également être assez stables et variant donc peu d'un exercice à l'autre.

La deuxième colonne de ce tableau présente les projections du projet de loi actuel couvrant les années 2022 à 2024. La troisième colonne présente les projections incluses dans la loi votée en décembre 2020 et qui couvrait les années 2021 à 2023. Enfin, la quatrième colonne présente les différences entre ces deux jeux de projections.

Dans les trois dernières colonnes, les données historiques de trois sous-périodes sont présentées, à savoir les sept années qui précédaient la crise financière de 2008-2009, les dix années qui ont fait suite à cette dernière et une période plus récente couvrant les années 2015 à 2019.

En ce qui concerne le PIB en valeur, la progression moyenne sur la période 2022-2024 serait de 4,7 %, soit un rythme légèrement inférieur à la croissance observée sur les cinq dernières années (5,0 %). Cette croissance serait inférieure à la croissance moyenne observée depuis la crise financière (5,6 %) et elle serait aussi de 0,3 p.p. inférieure aux prévisions du gouvernement faites en octobre 2020 et qui concernaient la période 2021-2023. Il s'agit donc de progressions qui ont été revues à la baisse.

Tableau 21 :

Projections macroéconomiques à moyen terme
(taux de variation annuels moyens)

	PROJET DE LOI 2021 (2022-2024) (EN %)	PROJET DE LOI 2020 (2021-2023) (EN %)	DIFFÉ- RENCES (EN P.P.)	DONNÉES (2001-2007) (EN %)	DONNÉES (2010-2019) (EN %)	DONNÉES (2015-2019) (EN %)
PIB en valeur	4,7	5,0	-0,4	7,1	5,6	5,0
PIB en volume	3,4	3,0	0,4	4,0	3,1	3,2
Déflateur du PIB	1,2	2,1	-0,9	2,9	2,4	1,7
PIB potentiel	2,6	2,9	-0,3			
Écart de production (en % de la production potentielle)	-0,7	0,5	-1,2			
IPCN	1,6	1,7	-0,1	2,4	1,6	1,2
Différentiel d'inflation entre le déflateur du PIB et l'IPCN ⁶⁸	-0,4	0,4	-0,8	0,6	0,7	0,6

Sources : budget 2020, projet de budget 2021, programmations pluriannuelles 2019-2023 et 2020-2024, STATEC, calculs BCL

En ce qui concerne le PIB en volume, la croissance moyenne serait de 3,4 % sur les années 2022 à 2024, soit 0,4 p.p. en plus qu'anticipé précédemment pour la période 2021-2023. Par rapport à la projection pour 2021 (avec une croissance du PIB réel de +7 %), le gouvernement prévoit un ralentissement graduel de la croissance du PIB réel pour la période de 2022 à 2024. La croissance du PIB en volume serait de 4,1 % en 2022 avant de décélérer à 3,5 % en 2023 et à 2,7 % en 2024.

Le projet de budget 2021 ne fournit aucune information sur le scénario des perspectives macroéconomiques à moyen terme, au-delà de 2021.

Les estimations de la croissance potentielle ont été abaissées par rapport au budget 2020. La hausse moyenne du PIB potentiel est estimée à 2,6 % sur la période 2022-2024 alors qu'elle était estimée à 2,9 % dans le budget précédent pour la période 2021-2023.

⁶⁷ Le différentiel d'inflation entre le déflateur du PIB et l'IPCN a été de 0,6 p.p. (0,7 p.p.) en moyenne sur la période 1996-2019 (2010-2019). Ce calcul permet de donner une interprétation aux projections du déflateur du PIB. Lorsque ce différentiel d'inflation est positif, les termes de l'échange - le rapport entre les prix à l'exportation et les prix à l'importation - ont une incidence positive sur la variation du déflateur du PIB, et *vice versa*.

Selon l'optique des dépenses, la variation du déflateur du PIB peut être décomposée en ses contributions des prix de la demande domestique et des prix de la demande externe nette. L'évolution des prix de la demande domestique est en général très proche de l'évolution de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) puisque la consommation privée est la composante principale de la demande domestique. Ainsi, sur la base des données historiques, la variation de l'IPCN (+1,8 % en moyenne sur la période 1996-2019) a été très proche de la variation du déflateur de la demande domestique (+1,9 % sur la même période).

En général, dans les grandes économies, la contribution des prix de la demande externe nette à la variation du déflateur du PIB est, en moyenne, nulle et, par conséquent, l'évolution du déflateur du PIB est assez proche de l'évolution du déflateur de la demande domestique. Au Luxembourg, ceci n'a pas été le cas et cette différence a, en moyenne, été positive. Cette différence est liée à l'évolution des termes de l'échange et elle est également à l'origine du différentiel d'inflation entre le déflateur du PIB et l'IPCN.

Pour plus de détails, voir une analyse séparée relative au déflateur du PIB et qui sera publiée au courant de l'année 2021.

L'écart de production (exprimé en pourcentage du PIB potentiel) serait de -0,7 % en moyenne sur les 3 années (2022-2024) suivant l'année budgétaire, contre une projection de +0,5 % lors de l'exercice précédent. Par rapport au budget 2020, l'évolution de l'écart de production a été nettement ajustée à la baisse. Le scénario macroéconomique de la programmation pluriannuelle actuelle montre que l'écart de production, encore positif en 2019 (+1,7 %), s'est retourné en 2020 pour devenir nettement négatif (-6,3 %). Cet écart se rétrécirait déjà fortement en 2021 (-2,1%) et plus graduellement par la suite pour converger vers zéro à la fin de l'horizon de projection (2024)⁶⁸. La fermeture de l'écart de production en 2024 serait donc la résultante de l'hypothèse⁶⁹ telle qu'utilisée par la Commission et non pas le résultat d'un travail technique.

Un écart de production négatif implique que l'estimation de la composante cyclique du solde budgétaire serait négative. Ceci aurait comme conséquence que le solde apuré de la conjoncture (solde structurel) se situerait à un niveau supérieur au solde nominal. À son tour, ceci aurait comme conséquence que la différence entre le solde structurel et l'OMT serait moins négative⁷⁰, ce qui impliquerait qu'un « effort budgétaire » serait nécessaire pour respecter les règles budgétaires, mais que cet effort serait moins important que le solde nominal ne le suggère.

Le déflateur du PIB

Le déflateur du PIB permet de mesurer l'évolution du prix de la production finale de biens et services générée sur le territoire national. Le projet de budget ne présente pas cet indicateur, mais on peut le calculer implicitement en divisant le PIB nominal par le PIB en volume.

La progression moyenne du déflateur du PIB serait de 1,2 % en moyenne sur les années 2021 à 2024, soit à un niveau inférieur à sa progression récente (+1,7 %) et bien plus encore que la progression moyenne observée depuis 2010 (+2,4 %). Sa hausse serait aussi de 0,9 p.p. moindre qu'anticipé précédemment pour la période 2021-2023. Comptablement, cette forte révision à la baisse s'explique par le fait que la projection du PIB en valeur a été revue à la baisse (-0,4 p.p.) par rapport aux projections de la LPFP 2020-2023, mais que, simultanément, la projection du PIB en volume a, quant à elle, été revue à la hausse (+0,4 p.p.).

On peut aussi décomposer la variation du déflateur du PIB en une variation de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) et en une composante résiduelle – le différentiel d'inflation de ces indices de prix – cette dernière représentant (approximativement) l'incidence des termes de l'échange sur la variation du déflateur du PIB.

L'IPCN progresserait de 1,6 % en moyenne sur la période 2022-2024, ce qui serait légèrement moins qu'anticipé en décembre 2020 pour la période 2021-2023 (+1,7 %).

L'incidence des termes de l'échange sur la variation du déflateur du PIB serait de -0,4 p.p. en moyenne sur les années 2022-2024, ce qui serait considérablement moins que les +0,4 p.p., anticipé lors du budget précédent pour les années 2021-2023 et de surcroît nettement moins qu'observé en moyenne depuis 2010 (+0,7 p.p.) ou depuis 2015 (+0,6 p.p.). Comptablement, la révision à la baisse de cette incidence des termes de l'échange (-0,8 p.p.) expliquerait donc aussi largement la révision à la baisse du déflateur du PIB (-0,9 p.p.).

68 L'écart de production serait de -1,4 % en 2021, de -0,3 % en 2023 et de 0,0 % en 2024.

69 « ... pour le calcul de l'écart de production des années 2022, 2023 et 2024, la « closure rule » de la Commission européenne a été appliquée ». Voir à la p.435 du programme pluriannuel.

70 Dans certains cas, cette différence pourrait aussi être positive, ce qui impliquerait alors l'existence d'une « marge de manœuvre budgétaire ».



On peut s'interroger sur la plausibilité de ces projections, sur leurs fortes révisions à la baisse ainsi que sur le fait de savoir si ces dernières se basent sur un raisonnement économique ou budgétaire.

Une incidence négative des termes de l'échange sur la variation du déflateur du PIB est très rare au Luxembourg. Au vu de l'ampleur de cette dernière et du nombre de périodes au cours desquelles ce phénomène est censé perdurer⁷¹, une explication détaillée aurait mérité de figurer dans les documents budgétaires (voire dans la documentation du STATEC y relative)⁷². De plus, économiquement, il ne s'agit nullement d'un signal positif pour l'économie luxembourgeoise puisque, toutes choses égales par ailleurs, le revenu intérieur brut (qui est égal au PIB en valeur) progresse moins vite, ce qui a des incidences sur les revenus des ménages, des entreprises et de l'État. Cette incidence négative signifie aussi que la hausse du PIB en volume surestime la variation du pouvoir d'achat de l'ensemble de l'économie.

Inversement, plutôt que d'y interpréter un raisonnement économique, on peut aussi s'interroger si cette projection très basse d'un agrégat plutôt méconnu ne constitue pas simplement un moyen technique pour compenser une projection du PIB en volume qui serait globalement plutôt élevée (voir ci-après).

Finalement, il serait aussi concevable de se servir du déflateur du PIB pour exercer une influence (non négligeable) sur les projections budgétaires. En effet, d'un point de vue budgétaire, la variation du PIB en valeur importe plus que celle relative à la variation du PIB en volume. Projeter une détérioration des termes de l'échange (ou un différentiel d'inflation négatif entre le déflateur du PIB et l'IPCN) permet d'obtenir une projection assez basse du déflateur du PIB et de ce fait aussi du PIB en valeur. Ceci a, à son tour, des incidences sur les projections des recettes qui, toutes choses égales par ailleurs, sont plus basses. La présentation des ratios est aussi impactée puisque le déficit public, la dette publique et le ratio d'investissement sont tous plus élevés.

Incidence de la récession sur les niveaux des agrégats macroéconomiques

La présentation classique des projections de la programmation pluriannuelle est utile en temps normaux. Elle présente néanmoins un inconvénient si l'économie vient de traverser une période de récession profonde et/ou longue, car la récession a une incidence sur le niveau du PIB mais elle n'apparaît plus dans la comparaison des taux de croissance des années subséquentes. La sortie immédiate de la récession a aussi une incidence sur les taux de croissance puisque, généralement, ces taux de croissance sont temporairement très élevés, ce qui peut fausser les comparaisons. Puis, dans une étape subséquente, les récessions peuvent aussi avoir des effets persistants (à la baisse) sur les taux de croissance économique, soit parce que la croissance mondiale est durablement impactée, soit parce que les agents économiques entament un processus d'assainissement pour redresser les répercussions de la récession sur leurs bilans financiers, ce qui pèse sur la croissance de l'économie domestique⁷³. Ceci avait par exemple été le cas à la sortie de la récession de 2008/2009, aussi bien dans la zone euro qu'au Luxembourg. Au Luxembourg, la hausse moyenne du PIB en valeur (PIB en volume) n'avait plus été de 5,6 % (3,1 %) en moyenne sur la période 2010-2019, contre 7,1 % (4,0 %) lors des sept années précédant cette crise.

À cet effet, il est utile de compléter la présentation des projections des taux de croissance à moyen terme par une analyse des séries en niveau.

71 Le différentiel d'inflation est de -2 p.p. en 2020, puis de +0,7 p.p. en 2021, de -0,3 p.p. en 2022, de -0,5 p.p. en 2023 et de -0,2 p.p. en 2024.

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

73 Il peut s'agir, entre autres, d'un processus de désendettement des entreprises et/ou des ménages ou d'un réajustement de la politique budgétaire, des processus qui sont tous susceptibles de ralentir la croissance économique.

Les graphiques 24 et 25 présentent les niveaux du PIB en valeur et du PIB en volume tels que présentés dans la documentation budgétaire actuelle (projet de budget 2021) et de l'année précédente (budget 2020).

Les projections du projet de budget 2021 ont les caractéristiques suivantes.

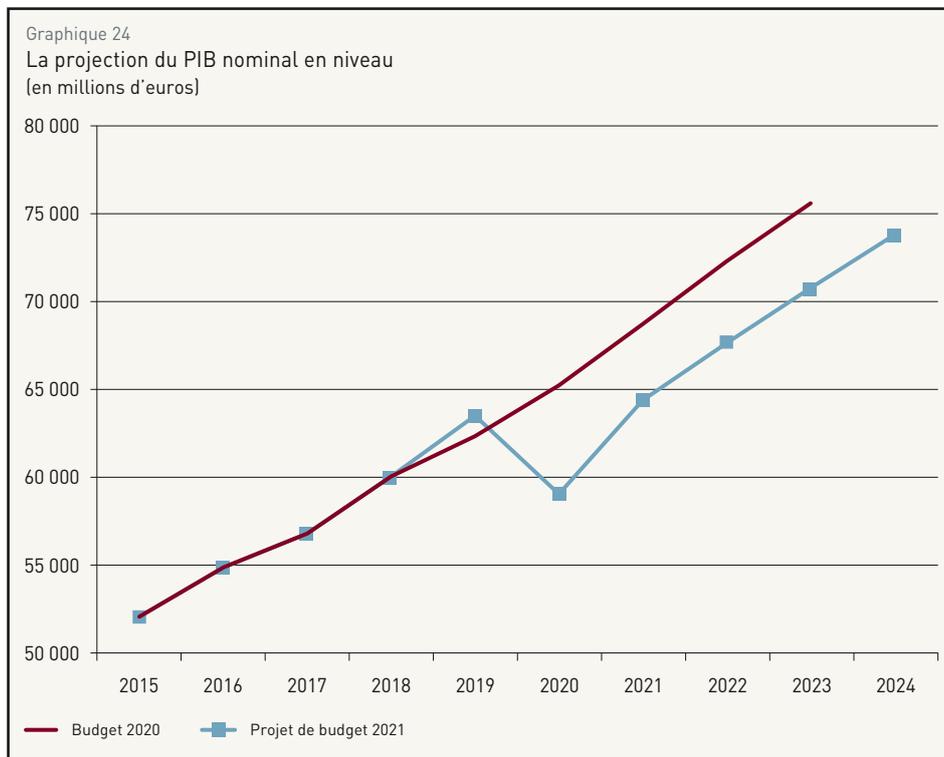
Après une chute importante en 2020, le PIB en valeur et le PIB en volume connaîtraient un rebond important en 2021 qui les ramènerait au-delà des niveaux d'avant la récession (2019).

La croissance économique se poursuivrait au cours des années suivantes, mais les trajectoires divergeraient néanmoins.

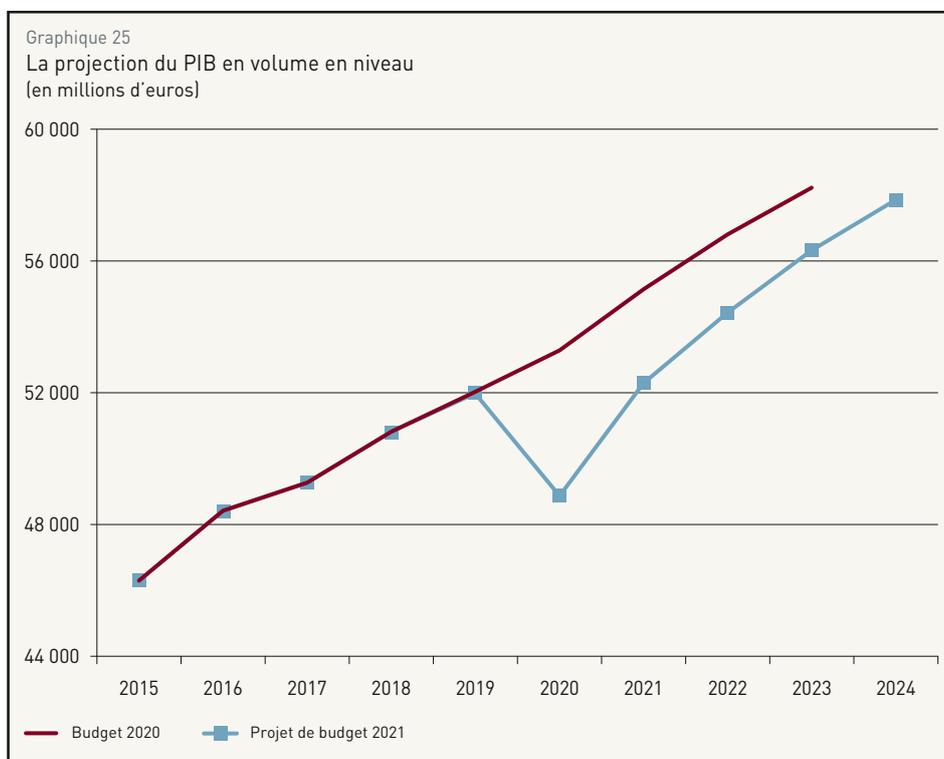
En ce qui concerne le PIB en valeur, la différence de niveau entre les projections budgétaires actuelles et précédentes, qui serait de -6,3 % en 2021 serait maintenue à ce niveau pour les années 2022 et 2023.

En ce qui concerne le PIB en volume par contre, la différence de niveau entre les projections budgétaires actuelles et précédentes, qui serait de -5,2 % en 2021, se rétrécirait au cours des deux années suivantes pour ne plus être que de -3,2 % en 2023. La forte croissance au cours des années 2022 et 2023 permettrait donc de partiellement rattraper la « croissance perdue » en 2020.

La crise sanitaire a des répercussions importantes sur l'activité économique au Luxembourg. Si l'on estime ces répercussions par la différence entre les deux courbes (projet

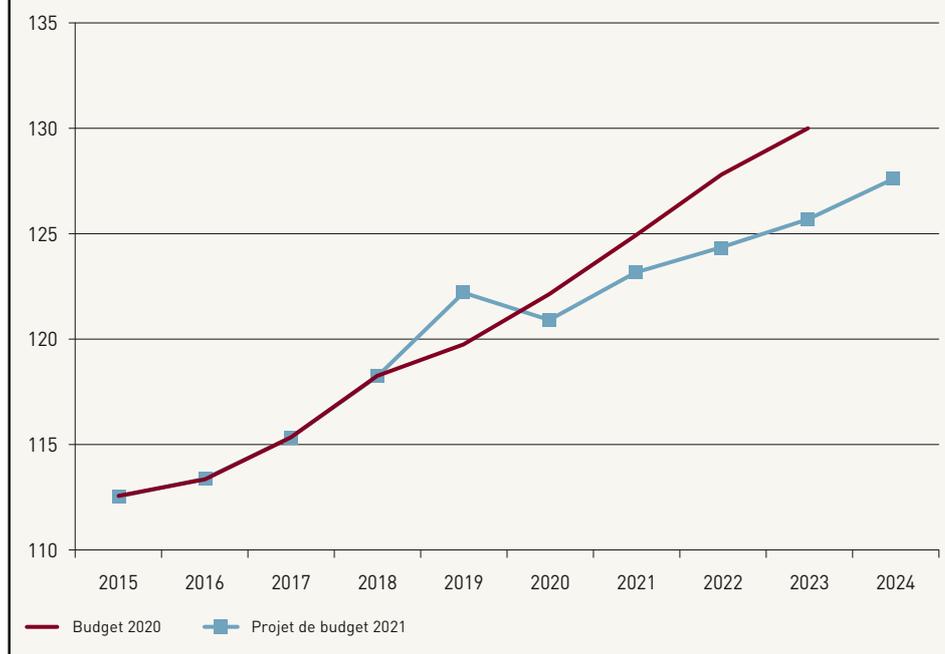


Sources : budget 2020, projet de budget 2021, programmations pluriannuelles 2019-2023 et 2020-2024, STATEC, calculs BCL



Sources : budget 2020, projet de budget 2021, programmations pluriannuelles 2019-2023 et 2020-2024, STATEC, calculs BCL

Graphique 26
La projection du déflateur du PIB en niveau
(en indice, 2010=100)



Sources : budget 2020, projet de budget 2021, programmations pluriannuelles 2019-2023 et 2020-2024, STATEC, calculs BCL

de budget 2021 – budget 2020), alors la perte cumulée d'activité économique et de revenu pour l'ensemble de l'économie pour les années 2020 à 2023 s'élèverait à 20 milliards d'euros pour le PIB en valeur, soit 31 % du PIB en valeur de 2019. Pour le PIB en volume, la perte cumulée serait légèrement moindre (-22 %), entre autres, à cause d'une progression relativement plus importante en 2022 et 2023.

Ces projections appellent les commentaires suivants.

Le PIB en valeur et le PIB en volume n'atteindraient leurs niveaux prévus précédemment (lors du budget de l'année précédente) qu'avec un retard d'approximativement une année.

Les courbes du « projet de budget 2021 » ne rejoignent pas les

courbes du « budget 2020 » ce qui signifie que l'on aurait donc une perte persistante de la croissance sur les niveaux des agrégats au-delà de 2023.

La projection du PIB en volume apparaît globalement élevée puisqu'elle intègre en 2022-2024 un rattrapage partiel de la « croissance perdue » en 2020⁷⁴.

La projection du déflateur du PIB est relativement basse ce qui implique l'absence d'un rattrapage de la croissance pour le PIB en valeur.

Ces pertes persistantes de la croissance impliquent des pertes de revenu pour l'ensemble de l'économie qui auront des conséquences négatives importantes sur les recettes des administrations publiques. Celles-ci sont également persistantes et s'étaleront donc bien au-delà de l'année de la récession (2020).

Lors d'une récession, les dépenses publiques augmentent généralement, ne fut-ce qu'à cause des stabilisateurs automatiques (dépenses supplémentaires à cause d'une hausse du chômage), ce qui renforce l'effet négatif sur le solde public. Dans la crise actuelle, dont la nature est très différente d'autres récessions, les dépenses supplémentaires dans les soins de santé ont aussi augmenté fortement et il y a eu également de nouvelles mesures/dépenses pour subvenir à l'aide des ménages et entreprises. Ces hausses de dépenses ont été considérables en 2020, mais se renverseraient largement en 2021. Elles seraient donc aussi temporaires, sous l'hypothèse qu'une solution médicale soit découverte au cours de l'année prochaine.

⁷⁴ Sur cette période, on ne constate donc pas une incidence permanente à la baisse de la récession de 2020 sur le taux de croissance économique « post-crise ».

2.2 LE VOLET FINANCES PUBLIQUES

La BCL analyse le volet « finances publiques » du programme budgétaire pluriannuel en fonction de deux approches différentes. 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.

Suite à l'irruption de la crise sanitaire et économique, la Commission européenne a proposé le 20 mars l'activation de la *clause pour récession économique sévère* (clause dérogatoire générale ou, en anglais, « général escape clause ») du PSC pour l'année 2020. Cette clause⁷⁵, facilite la coordination des politiques budgétaires en période de grave récession économique. Dans sa communication, la Commission faisait part au Conseil Ecofin de son avis selon lequel, compte tenu de la grave récession économique attendue suite à la pandémie du COVID-19, les conditions d'activation de la clause dérogatoire étaient réunies. Le 23 mars 2020, les ministres des Finances des États membres ont marqué leur accord sur l'évaluation de la Commission. L'activation de la clause dérogatoire générale permet de s'écarter temporairement de la trajectoire d'ajustement en direction de l'objectif budgétaire à moyen terme, à condition que cela ne mette pas en danger la viabilité budgétaire à moyen terme. Le 19 septembre 2020, l'activation de la clause pour récession économique sévère a été prolongée pour l'année 2021⁷⁶.

Le tableau 23 présente les projections pluriannuelles du gouvernement pour la période 2020-2024 et les compare d'une part aux dernières projections de la BCL réalisées en décembre 2020 et, d'autre part, à celles de la Commission européenne.

À l'aune de la crise sanitaire et économique liée à la pandémie du COVID-19, il convient d'analyser les projections décrites ci-dessous avec la plus grande prudence au vu de l'incertitude qui les entoure.

Sur la base des informations incluses dans la programmation pluriannuelle, le solde nominal des administrations publiques, après avoir enregistré un surplus substantiel en 2019 (de l'ordre de 2,4 % du PIB), se dégraderait de 9,8 p.p. en 2020 pour afficher un déficit de 7,4 % du PIB. En 2021, le déficit serait réduit à concurrence de 4,7 p.p. pour s'afficher à -2,7 % du PIB. Le solde s'améliorerait ensuite de manière graduelle et substantielle au cours des années ultérieures pour ne plus afficher qu'un déficit de l'ordre de 0,9 % du PIB à la fin de l'horizon de projection.

Après avoir enregistré un surplus à concurrence de 0,1 % du PIB en 2019, le solde de l'administration centrale se dégraderait quant à lui à concurrence de 8,7 p.p. pour afficher un déficit de 8,6 % du PIB en 2020. En 2021, le déficit serait réduit à concurrence de 4,7 p.p. pour afficher un solde négatif de l'ordre de 3,9% du PIB. Entre 2022 et 2024, l'amélioration du déficit de l'administration centrale continuerait à être d'une ampleur semblable à celle observée au niveau des administrations publiques. L'administration centrale enregistrerait néanmoins un déficit de l'ordre de 1,8 % à la fin de l'horizon de projection.

À la lecture de ce qui précède, on peut regretter le manque d'explication relative à l'amélioration substantielle du solde projeté entre 2021 et 2024 tant au niveau des administrations publiques que de

⁷⁵ Clause instaurée par l'article 5, paragraphe 1, l'article 6, paragraphe 3, l'article 9, paragraphe 1 et l'article 10, paragraphe 3, du règlement (CE) n° 1466/97, et par l'article 3, paragraphe 5, et l'article 5, paragraphe 2, du règlement (CE) n° 1467/97.

⁷⁶ Voir : https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/stability-and-growth-pact/annual-draft-budgetary-plans-dbps-euro-area-countries/draft-budgetary-plans-2021_en



l'administration centrale. En effet, les soldes des administrations publiques s'amélioreraient d'environ 1,8 p.p. en l'espace de trois années sans qu'aucune mesure de consolidation additionnelle n'ait pourtant été annoncée.

Selon les projections du gouvernement et en l'absence de mesures, la BCL a estimé que l'amélioration des conditions macroéconomiques engendrerait une amélioration du solde des administrations publiques de l'ordre de 0,3 p.p.⁷⁷ chaque année au cours de la période 2022-2024, soit une amélioration du solde de l'ordre de 1 p.p. en cumulé, chiffre nettement plus bas que l'augmentation de 1,8 p.p. affichée dans les projections du gouvernement. Cette constatation est encore renforcée si on prend en compte l'amélioration du solde de l'administration centrale (de l'ordre de 2,1 p.p. entre 2021 et 2024).

Le tableau suivant décompose les projections budgétaires du gouvernement au niveau de l'administration centrale.

À partir du solde nominal (1) et de l'écart de production (2) inclus dans la documentation budgétaire, une composante cyclique (3) peut être calculée en multipliant l'écart de production par la semi-élasticité du solde budgétaire⁷⁸ (0,462). La différence entre le solde nominal et la composante cyclique fournit ainsi le solde structurel au niveau de l'administration centrale⁷⁹. L'impulsion budgétaire (5), c'est-à-dire l'impact des mesures discrétionnaires mises en œuvre par le gouvernement, est définie comme étant la différence entre le solde structurel dégagé à l'année A et celui de l'année A-1.

À la lecture de ce qui précède, l'impact des mesures mises en œuvre par le gouvernement au niveau de l'administration centrale en 2020 serait de l'ordre de 5 % du PIB, ce qui correspondrait peu ou prou au volume de l'enveloppe du paquet de consolidation et de relance relatif aux dépenses supplémentaires ou aux moins-values de recettes⁸⁰.

Le tableau 22 indique également que l'impulsion budgétaire dégagée en 2020 ne peut inclure le volume de l'enveloppe du paquet de consolidation qui inclurait d'une part les dépenses supplémentaires et moins-values de recettes (5,1 % du PIB) et d'autre part, les reports de paiements au niveau de l'administration centrale dont le montant, selon les estimations du gouvernement, serait de l'ordre de 2,7 % du PIB⁸¹.

Enfin, les chiffres présentés dans le tableau concernant l'impulsion budgétaire indiquent que les mesures mises en œuvre par le gouvernement en 2020 ne seraient pas inversées en 2021 dans leur intégralité mais qu'une partie de ces mesures auraient un effet persistant en 2021, voire au-delà.

77 Selon les chiffres de la LPFP 2020-2024, l'écart de production se fermerait à concurrence de 0,7 p.p. chaque année au cours de la période 2022-2024. Si on multiplie la semi-élasticité du solde budgétaire utilisée par le gouvernement (0,462) par la différence de l'écart de production entre l'année A et l'année A-1 (soit 0,7 p.p.), on obtiendrait, toutes choses étant égales, une amélioration du solde budgétaire de l'ordre de 0,3 p.p. chaque année, soit environ 1 p.p. en cumulé entre 2022 et 2024.

78 La semi-élasticité mesure la variation du solde budgétaire (% du PIB) pour une variation de 1 % de l'écart de production. Une semi-élasticité de 0,462 implique qu'une variation de 1 % de l'écart de production (du niveau de PIB) ferait varier le solde budgétaire de 0,462 p.p.

79 À l'instar de la méthode utilisée par la Commission européenne, les mesures de stabilisation et de relance mises en œuvre en 2020 ne sont pas considérées comme des mesures temporaires ou non récurrentes dans le calcul du solde structurel. Elles affectent donc directement le solde structurel de manière négative en 2020 et de manière positive en 2021.

80 Voir le tableau 14 dans la partie 1.3.2

81 Selon les chiffres présentés par le gouvernement, les reports de paiements au niveau l'administration centrale incluent des reports d'impôts directs (2.2% du PIB) et des reports relatifs aux impôts indirects (0,5% du PIB).

Tableau 22 :

Projections de l'administration centrale

(en % du PIB)

(EN % DU PIB)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Solde nominal (1)	0,1	-8,6	-3,9	-3,3	-2,3	-1,8
Écart de production (2)	1,7	-6,3	-2,1	-1,4	-0,7	0,0
Composante cyclique (3) = 0,462*(2)	0,8	-2,9	-1,0	-0,6	-0,3	0,0
Solde structurel (4) = (1)-(3)	-0,7	-5,7	-2,9	-2,7	-2,0	-1,8
Impulsion budgétaire (5)		-5,0	2,8	0,3	0,7	0,2

 Sources : *Projet de budget 2021, programmation pluriannuelle 2020-2024, calculs BCL*

Selon les projections de la BCL, le solde projeté au niveau des administrations publiques se dégraderait à concurrence de 7,8 p.p. pour afficher un déficit de -5,4 % du PIB. En 2021, le déficit serait réduit à concurrence de 3,9 p.p. pour s'afficher à -1,5 % du PIB. Le solde s'améliorerait ensuite au cours des deux années suivantes et pour atteindre un déficit de 0,8% du PIB à la fin de l'horizon de projection.

Tableau 23 :

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

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Projet de budget 2021						
Soldes des administrations publiques	2,4	-7,4	-2,7	-2,2	-1,3	-0,9
Soldes de l'administration centrale	0,1	-8,6	-3,9	-3,3	-2,3	-1,8
Soldes structurels des administrations publiques	1,6	-4,5	-1,7	-1,5	-1,0	-0,9
Dette consolidée des administrations publiques	22,0	27,4	29,4	31,3	32,4	32,9
BCL - automne 2020						
Soldes des administrations publiques	2,4	-5,4	-1,5	-0,9	-0,8	-
Soldes de l'administration centrale	0,1	-6,6	-2,8	-2,3	-2,1	-
Soldes structurels des administrations publiques	3,2	-1,9	2,0	1,0	-0,1	-
Dette consolidée des administrations publiques	22,0	27,2	28,5	28,9	29,3	-
Commission européenne - automne 2020						
Soldes des administrations publiques	2,4	-5,1	-1,3	-1,1	-	-
Soldes structurels des administrations publiques	2,4	-2,2	0,8	0,9	-	-
Dette consolidée des administrations publiques	22,0	25,4	27,3	28,9	-	-

 Sources : *Projet de budget 2021, programmation pluriannuelle 2020-2024, Commission européenne, calculs BCL*

Après avoir affiché un léger surplus à concurrence de 0,1 % du PIB en 2019, le solde de l'administration centrale se dégraderait quant à lui à concurrence de 6,7 p.p. pour afficher un déficit de 6,6 % du PIB en 2020. Entre 2021 et 2023, l'amélioration du déficit de l'administration centrale serait d'une ampleur semblable à celle observée au niveau des administrations publiques. L'administration centrale enregistrerait néanmoins un déficit de l'ordre de 2,1 % à la fin de l'horizon de projection.

Les soldes sur l'horizon de projection, dégagés par la Commission en 2020 et 2021 seraient relativement plus favorables que ceux projetés par le gouvernement et la BCL alors que la situation inverse prévaudrait par rapport aux projections de la BCL pour l'année 2022.

L'évolution du ratio de dette publique par rapport au PIB serait à la hausse dans les trois jeux de projections bien que l'ampleur de cette dernière soit plus marquée dans les projections du gouvernement.



Selon les projections du gouvernement, le ratio de dette dépasserait l'objectif national de 30 % du PIB en 2022 et atteindrait 32,9 % du PIB en 2024. Le ratio dette resterait quant à lui inférieur à 30,0 % du PIB sur l'horizon de projection considéré tant dans la projection de la BCL (29,3 % du PIB en 2023) que dans celle de Commission européenne (28,9 % du PIB en 2022).

Bien que la clause pour récession économique sévère du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) soit activée pour les années 2020 et 2021, notons que les soldes structurels projetés pour 2020 par les trois institutions (le gouvernement, la BCL et la Commission européenne) ne seraient pas en phase avec l'OMT retenu (+ 0,5 % du PIB entre 2020 et 2022). Par contre et bien qu'affichant des différences de niveau non négligeables, les soldes structurels projetés par la BCL et la Commission européenne pour 2021 et 2022 seraient en phase avec l'OMT. À l'inverse, les soldes structurels projetés par le gouvernement ne seraient quant à eux pas en ligne avec l'OMT retenu sur tout l'horizon de projection. Au vu de l'incertitude qui entoure ces projections, et notamment en ce qui concerne les estimations relatives à l'écart de production, il convient d'appréhender les estimations des soldes structurels avec la plus grande prudence.

2.2.1 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 préventif⁸² 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 »⁸³.

Au vu des informations contenues dans le programme pluriannuel et à des fins purement analytiques (abstraction faite de la clause dérogatoire qui est activée pour 2020 et 2021), le gouvernement ne serait pas en ligne avec ses engagements au niveau européen. Le solde nominal afficherait un déficit supérieur à 3 % en 2020. Sur la période 2021-2024, les déficits enregistrés au niveau des administrations publiques reviendraient néanmoins à des niveaux inférieurs au seuil de 3 % du PIB et seraient donc en ligne avec l'objectif européen de déficit.

Le ratio de dette demeurerait quant à lui inférieur à 60 % du PIB et donc en phase avec l'objectif européen de dette sur tout l'horizon de projection.

Le solde structurel dégagé sur tout l'horizon de projection serait inférieur à l'OMT en vigueur (+ 0,5 % de 2020 à 2022⁸⁴). Ceci indique qu'il n'existerait donc aucune marge de manœuvre pour mettre en œuvre des mesures discrétionnaires (non-liées au COVID-19) au-delà de 2021.

Notons encore qu'il convient d'appréhender ces chiffres avec prudence étant donné la grande incertitude qui entoure les projections de finances publiques et ce, d'autant plus que l'horizon de projection considéré est lointain.

82 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.

83 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. Il convient également de mentionner que depuis janvier 2015, l'ajustement structurel annuel effectué par les États membres est modulé en fonction de la conjoncture économique.

84 Voir partie 7.4 de l'avis de la BCL sur le projet de budget 2019 sur la mise en place d'un nouvel OMT à partir de 2020. Un nouvel OMT sera défini au printemps 2022 pour la période 2023-2025.

2.2.2 Les engagements nationaux

Lors de son entrée en fonction à la fin de l'année 2018, le gouvernement s'est fixé deux objectifs en matière de finances publiques :

- « respecter l'objectif à moyen terme (OMT) tout au long de la période de législature »
- et
- « veiller de façon conséquente à maintenir la dette publique à tout moment en-dessous de 30 % du PIB ».

À l'instar de l'activation de la clause pour récession économique sévère au niveau européen pour les années 2020 et 2021, les conditions sont également réunies pour invoquer la clause pour récession économique sévère sur le plan national, telle que prévue à l'article 6 paragraphe 1^{er} de la loi modifiée du 12 juillet 2014 relative à la coordination et à la gouvernance des finances publiques⁸⁵. Il en résulte que le mécanisme de correction ne sera pas déclenché pour toute déviation du solde structurel par rapport à l'OMT ou par rapport à la trajectoire vers ce dernier qui serait constatée pour les années 2020 et 2021.

Au-delà de 2021, les soldes structurels sur l'horizon de projection (2020-2024) afficheraient des valeurs bien inférieures à l'OMT en vigueur (+ 0,5 % de 2020 à 2022).

Les ratios de dette tels que présentés dans les projections du gouvernement seraient très légèrement supérieurs à l'objectif national de dette pour les années 2022-2024 (objectif fixé à 30 % du PIB).

Au vu des chiffres affichés dans la LPFP 2020-2024, les engagements nationaux du gouvernement ne seraient donc pas respectés *prima facie* au-delà de l'année 2021.

Comme déjà mentionné à plusieurs reprises, il convient encore une fois d'appréhender ces chiffres avec la plus grande prudence.

L'irruption au printemps 2020 de la pandémie liée au COVID-19 et la crise économique qui a suivi montrent à quel point la situation relative aux finances publiques peut se retourner très rapidement et un solde en équilibre, voire en léger surplus, peut donner naissance à des déficits très importants (et persistants). Une fois la crise économique dissipée, il sera donc primordial de réduire au maximum les déficits au sein de l'administration centrale afin de permettre une évolution soutenable des finances publiques luxembourgeoises. Il sera également important d'amorcer la réduction de la dette publique afin de se créer une marge de manœuvre par rapport à l'objectif national de dette publique. Dans une optique de plus long terme, un tel assainissement sera aussi nécessaire pour pouvoir affronter, dans les meilleures conditions, les défis futurs et notamment la hausse programmée des coûts liés au vieillissement de la population.

Malgré la forte dégradation des finances publiques liée à la crise sanitaire et économique, les agences internationales de notation ont confirmé la meilleure appréciation (en l'occurrence un « triple A ») pour le Luxembourg. 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 peu élevé. Au vu de ce qui précède, l'objectif visant à éliminer les déficits au niveau de l'administration centrale, une fois la crise économique dissipée, et à maintenir des ratios de dette à des niveaux bas ne peut en être que renforcé.

⁸⁵ « Si les comptes annuels du secteur des administrations publiques présentent un écart important par rapport à l'objectif à moyen terme ou par rapport à la trajectoire d'ajustement, et sauf dans les circonstances exceptionnelles visées à l'article 3, paragraphe 3 du traité, le gouvernement inscrit au plus tard dans le projet de budget pour l'année à venir, des mesures pour rétablir la trajectoire telle que prévue dans la loi de programmation pluriannuelle en l'absence de déviations. »



3. LA TRÉSORERIE DE L'ÉTAT ET LES TRANSACTIONS SUR LA DETTE PUBLIQUE

3.1 LA TRÉSORERIE DE L'ÉTAT

Au 31 décembre 2019⁸⁶, la valeur des actifs et des passifs de l'État s'établissait à 8,017 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 2019 atteignaient 10,618 milliards d'euros (9,750 milliards d'euros pour les obligations et 0,868 milliard d'euros d'emprunts bancaires). Par rapport à la situation qui prévalait au 31 décembre 2018, la dette publique a augmenté de 1,482 milliard d'euros en raison de deux effets agissant en sens inverse. D'un côté, l'émission, le 6 novembre 2019, d'une obligation d'un montant de 1,7 milliard d'euros a eu une influence à la hausse sur la dette publique. D'un autre côté, le remboursement pour un montant de 200 millions d'euros du sukuk en octobre 2019 a été effectué sans devoir être refinancé.

Du côté des actifs, outre les participations de l'État valorisées à 4,315 milliards (soit une valorisation supérieure de 68 millions d'euros par rapport au bilan établi à la fin de l'année 2018), on retrouvait les avoirs liquides de la Trésorerie. Ceux-ci se composaient, d'une part, d'avoirs en compte courant BCEE (62,9 millions d'euros) et sur CCP (40,9 millions d'euros) et, d'autre part, de dépôts bancaires à terme (2,86 milliards d'euros). Au total, l'actif circulant liquide disponible pour la gestion de trésorerie journalière a augmenté de 1,711 milliard d'euros par rapport à la situation prévalant à la fin de l'année 2018. Cette hausse des actifs liquides peut s'expliquer comme étant la contrepartie de l'emprunt effectué en novembre 2019 (voir ci-après).

86 L'année 2019 est la dernière année pour laquelle le bilan de la Trésorerie de l'État est publié.

Tableau 24 :

Bilan financier de l'État sur base du compte général 2018 et sur base des actifs et passifs recensés par la Trésorerie de l'État au 31 décembre 2019 (en euros)

A. ACTIF CIRCULANT		3 699 709 603	A. PASSIF CIRCULANT		3 699 709 603
1. Actif circulant liquide, disponible pour la gestion de trésorerie journalière	2 963 843 662		1. FONDS PROPRES DE L'ÉTAT (= RÉSERVES PRIMAIRES DE L'ÉTAT)	-7 856 260 840	
1.1. Trésorerie de l'État	2 963 843 662		Réserves arrêtées et retraçables au compte général		
1.1.1. Compte courant BCEE	62 945 677		1.1. Fonds spéciaux de l'État	2 157 162 517	
1.1.2. Montant net à recevoir de l'EPT dans le cadre des CCP de l'État	40 885 499		1.2. Solde opérationnel (=réserve budgétaire actuelle)	588 741 528	
1.1.3. Dépôts bancaires à terme	2 860 012 484		1.3. Réserves disponibles des Services de l'État à gestion séparée	123 704 419	
1.1.4. Compte courant BCLX	0,75		1.4. Fonds nécessaires au remboursement des titres de dette émis par l'État	-10 725 869 305	
2. Actif circulant non liquide, indisponible pour la gestion de trésorerie journalière	735 865 940		2. FONDS DE TIERS (= Fonds déposés + Fonds empruntés)	11 555 970 443	
2.1. Trésorerie de l'État	735 016 738		2.1. Dépôts de tiers auprès de l'État	830 101 138	
2.2. Administrations fiscales	633 834		2.2. Titres de dette émis par l'État	10 725 869 305	
2.3. Comptables extraordinaires	36 106		2.2.1. Bons du Trésor	107 372 021	
2.4. Services de l'État à gestion séparée (SEGS)	179 261		2.2.2. Dette publique	10 618 497 284	
			Emprunts obligataires (valeur nominale)	9 750 000 000	
			Prêts bancaires à moyen et long terme BCEE (valeur nominale)	500 000 000	
			Prêts bancaires à moyen et long terme BEI (valeur nominale)	300 000 000	
			Prêts bancaires à moyen et long terme repris du Fonds Belval (valeur nominale)	68 497 284	
			Prêts bancaires à court terme	0	
B. ACTIF IMMOBILISÉ ACQUIS PAR DÉPENSE BUDGÉTAIRE	4 317 573 334		B. PASSIF IMMOBILISÉ	4 317 573 334	
1.1. Participations de l'État	4 315 558 517		1. FONDS PROPRES DE L'ÉTAT (= RÉSERVES SECONDAIRES DE L'ÉTAT, acquises par dépense budgétaire)	4 317 573 334	
dont BCL	175 000 000				
1.2. Octrois de crédits par l'État	2 014 817				
TOTAL ACTIFS FINANCIERS	8 017 282 938		TOTAL PASSIFS FINANCIERS	8 017 282 938	
C. AVOIRS DE L'ÉTAT SUR CCP	560 869 551		C. CRÉANCE DE L'ENTREPRISE DES P&T SUR L'ÉTAT (= MONTANTS DÉPOSÉS VIA BCEE)	560 869 551	

Source : Rapport d'activité du ministère des Finances 2019

Les créances de l'entreprise POST Luxembourg sur l'État (montants déposés via la BCEE), contrebalancées par les avoirs de l'État sur les CCP, pour un montant de 560,9 millions d'euros, étaient comptabilisées dans le hors bilan.

À la lecture des chiffres publiés dans le rapport annuel établi au 31 décembre 2019, 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 le niveau des liquidités dont l'État disposait au cours de l'année 2020 pour assurer le fonctionnement de ses services, ces chiffres datant pour rappel de fin 2019. Seule la publication mensuelle de ce bilan autoriserait une analyse actualisée et en détail afin d'appréhender dans sa globalité l'évolution de la situation financière de l'État.

Comme déjà mentionné dans 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 le plus récent devienne un document à part entière, qui serait inclus pour information dans la publication des programmes budgétaires annuels et pluriannuels. L'absence de ce document est en effet difficilement justifiable.

3.2 LES TRANSACTIONS SUR LA DETTE PUBLIQUE

Dans son avis sur le projet de budget 2019, la BCL a salué la suppression du Fonds de la dette. En effet dans ses avis précédents, la BCL estimait que le Fonds de la dette n'était qu'un simple « intermédiaire comptable » destiné à retracer les paiements relatifs à la dette de l'État. Le rôle du Fonds de la dette se réduisait à reprendre les montants mis à disposition pour le paiement des intérêts et le remboursement des emprunts de l'État.

Les nouveaux articles budgétaires remplaçant le Fonds de la dette publique permettent ainsi de différencier les montants qui seront empruntés dans le but de refinancer la dette publique venant à échéance de ceux qui permettront d'assurer le financement du déficit de l'État central.

Tableau 25 :

Transactions sur la dette publique (en millions d'euros)

	2020	2021	2022	2023	2024
Intérêts échus sur la dette publique (1)	171	104	103	81	42
Amortissements de la dette publique (2)	2 017	167	1 167	2 016	503
Produits d'emprunts pour financer les déficits (3)	440	2 511	2 273	1 709	1 371
Produits d'emprunts pour le refinancement de la dette publique (4)	2 017	167	1 167	2 016	503
p.m. Produits d'emprunts nouveaux (5) = (3)+ (4)		2 678	3 440	3 725	1 874
pm. Déficit projeté de l'État central (6)		-2 358	-2 223	-1 680	-1 420
p.m. Autorisations d'emprunts disponibles (en cumulé) ¹⁸⁸	3 250	7 050			

Source : *Programmation pluriannuelle 2020-2024*

Le tableau 25 fournit des informations sur les éléments suivants: i) les paiements d'intérêts sur la dette seraient en baisse à l'horizon 2024 ; ii) l'État procédera entre 2021 et 2024 à des nouveaux emprunts pour financer le déficit de l'administration centrale ou encore pour refinancer la dette venant à échéance (5) ; iii) entre 2021 et 2024, l'entièreté de la dette venant à échéance (2) serait refinancée par l'émission de nouveaux emprunts (4) et iv) les montants relatifs aux emprunts servant à financer les déficits (3) seraient quasi identiques aux déficits projetés de l'État central (6) tels qu'ils apparaissent dans la loi de programmation pluriannuelle 2020-2024.

87 Les autorisations d'emprunts pour 2021 s'élèvent à 3 800 millions d'euros (2 500 millions d'euros pour des nouveaux emprunts à effectuer au cours de l'année 2021 ou des années ultérieures et 1 300 millions d'euros, en vue du remboursement du principal de la dette publique venant à échéance au cours des années 2021 et 2022).

4. LES ADMINISTRATIONS LOCALES

Si le projet de budget 2021 et la programmation pluriannuelle 2020-2024 portent essentiellement sur les finances de l'administration centrale, les finances publiques concernent aussi les administrations locales. L'analyse qui suit est basée sur les statistiques SEC2010, à moins que le contraire ne soit indiqué. Dans ce contexte, il convient également d'attirer l'attention sur le fait qu'un certain nombre de traitements statistiques sont nécessaires pour passer des comptes financiers et budgétaires des administrations locales aux données SEC2010⁸⁸.

En outre, il convient de mentionner que le délai de remise par les communes des plans pluriannuels de financement a été prolongé au 30 novembre 2020⁸⁹. De ce fait, les prévisions pour la période 2021-2024 ont été établies de manière globale et par catégories SEC, sur base des évolutions antérieures tout en tenant compte de l'incidence potentielle de la crise sanitaire. Concernant les estimations pour 2020, aucune information concrète sur des ajustements au niveau des dépenses n'étaient disponibles au moment de l'établissement du projet de loi de programmation financière pluriannuelle 2020-2024. Du côté des recettes, seules les recettes transitant par le budget de l'État ont pu être réévaluées⁹⁰ et intégrées dans les documents budgétaires. Des données mensuelles sont en effet disponibles.

Analyse des recettes

Le graphique 27 illustre l'évolution des recettes depuis l'année 2014. En 2019, les recettes des administrations locales se sont élevées à 3 315 millions d'euros, soit 5,2 % du PIB. Les transferts courants ont représenté 41 % du total des recettes des administrations locales ; viennent ensuite les impôts courants sur le revenu avec un poids de 34 %⁹¹. Les revenus de la production⁹² ont constitué également une catégorie de recettes non négligeable (15 %).

Les recettes des administrations locales, enregistrées en 2019, ont augmenté de 7,1 % par rapport à 2018. Cette évolution a trouvé son origine principalement dans la hausse de 11 % des impôts courants sur le revenu et dans l'augmentation de 6 % des autres transferts courants. L'évolution positive de l'impôt commercial communal (ICC) ainsi que celle de l'impôt sur le revenu des personnes physiques⁹³ s'est donc fait ressentir sur les recettes des administrations locales.

En 2020, les recettes s'élèveraient à 3 096 millions d'euros, soit une baisse de 6,6 % par rapport à 2019. Cette diminution des recettes serait due principalement aux effets de la crise sanitaire et économique sur les recettes fiscales.

Entre 2020 et 2024, les recettes progresseraient en moyenne de 3,9 % par an, soit un taux inférieur à la croissance moyenne du PIB nominal (5,8 %). Ce taux est également inférieur à la progression moyenne observée entre 2014 et 2018 (5,8 %).

88 Voir notamment le point 2 de l'annexe 6 du projet de loi de programmation financière pluriannuelle 2020-2024.

89 Source : p.55 du projet de loi de programmation financière pluriannuelle 2020-2024.

90 Source : point 5.4 du projet de loi de programmation financière pluriannuelle 2020-2024.

91 La catégorie « transferts courants » est composée essentiellement du Fonds de dotation globale des communes (FDGC) hors ICC ; l'ICC est inclus dans la catégorie « impôts courants sur le revenu » dont il constitue la quasi-totalité des recettes.

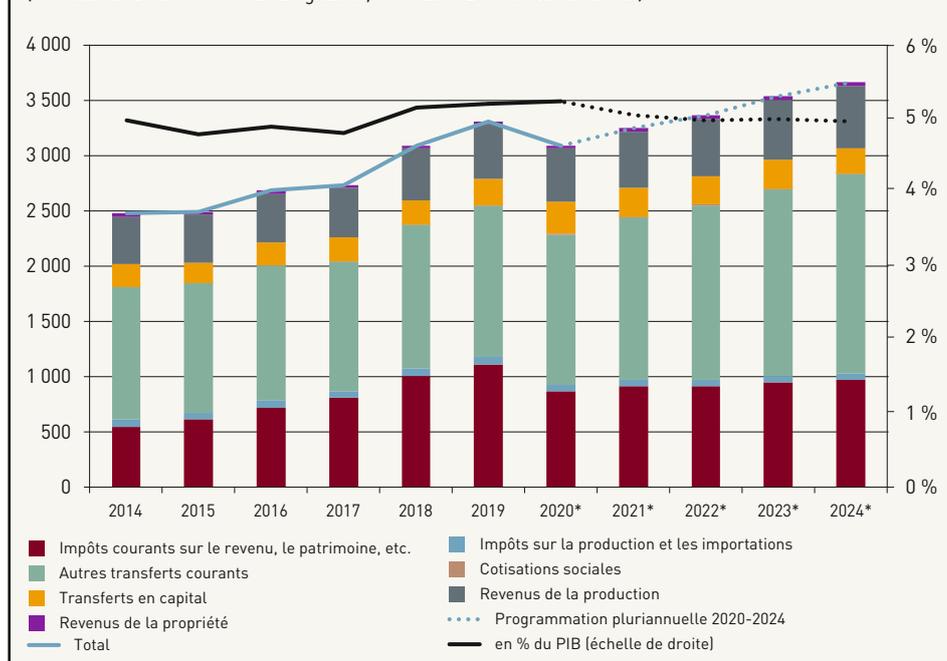
92 Cela comprend les revenus de la production marchande et non marchande.

93 Cet impôt intervient dans le calcul de la dotation du FDGC.

Graphique 27

Évolution des recettes des administrations locales

(en millions d'euros - échelle de gauche, en % du PIB - échelle de droite)



Note : * estimation pour 2020 et projections pour 2021-2024 issus de la programmation pluriannuelle.

Sources : STATEC, programmation pluriannuelle 2020-2024, calculs BCL

Les recettes non affectées à des dépenses spécifiques constituent la source principale (deux-tiers) de revenus des communes⁹⁴. Le tableau 26 reprend le détail des recettes non affectées hors impôt foncier (IFON). Il est basé sur les chiffres en base caisse repris dans les documents budgétaires.

En 2019, les recettes du FDGC se sont élevées à 2 115 millions d'euros dont 957 millions provenaient de l'ICC. La participation directe des communes à l'ICC aurait été de l'ordre de 179 millions d'euros. Au total, les recettes non affectées (hors IFON) se chiffraient à 2 293 millions d'euros. Ces recettes ont été supérieures de 7 % à celles budgétisées en raison d'une croissance importante de l'ICC qui trouve son origine dans l'embellie conjoncturelle observée depuis 2012/2013.

Tableau 26 :

Recettes non affectées hors impôt foncier (en millions d'euros)

		BUDGET 2019	COMPTE 2019	BUDGET 2020	ESTIMATION 2020	PROJET DE BUDGET 2021	PROGRAMMATION PLURIANNUELLE 2022	2023	2024
ICC		960	1 136	1 053	860	900	900	935	960
dont part pour le FDGC	(1)	809	957	888	725	759	759	788	809
dont participation directe	(2)	151	179	165	135	141	141	147	151
FDGC	(3)	1 997	2 115	2 187	1 872	2 000	2 107	2 240	2 366
dont dotation étatique	(4)	1 188	1 158	1 299	1 147	1 241	1 348	1 452	1 557
Total recettes non affectées (hors IFON)	(5) = (2)+(3) =(2)+(1)+(4)	2 148	2 293	2 352	1 147	2 141	2 248	2 387	2 517

Sources : Budgets 2019 et 2020, projet de budget 2021, programmation pluriannuelle 2020-2024, calculs BC.

Note : Les chiffres en gris clair sont déduits à partir des données disponibles.

Sur base d'estimations préliminaires, les recettes non affectées (hors IFON) atteindraient le montant de 2 007 millions d'euros en 2020, soit une baisse de 14,7 % par rapport aux prévisions budgétaires pour 2020 et une diminution de 12,5 % par rapport au compte de 2019. À l'instar de ce que l'on observe au niveau de l'État, la crise sanitaire aurait donc un impact important sur les recettes communales. Les recettes de

94 Les données relatives aux recettes communales affectées à des dépenses spécifiques ne sont pas disponibles car elles ne transitent pas par le budget de l'État.

l'ICC s'élèveraient à 860 millions d'euros, soit une baisse de 18 % par rapport au montant prévu dans le budget 2020 et de 24 % par rapport aux recettes encaissées en 2019. Le recul de la dotation étatique du FDGC ne serait par contre que de 0,9 % par rapport à 2019 et atteindrait 1 147 millions d'euros en 2020. En comparaison avec le budget 2020, il s'agirait néanmoins d'un recul de 12 %. Cette diminution par rapport au budget 2020 s'expliquerait par des recettes de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et des recettes de TVA inférieurs de 12 % et 13 % par rapport aux montants budgétisés pour 2020. Ces deux impôts entrent en effet dans la formule de détermination de la dotation étatique du FDGC.

Tableau 27 :

Recettes fiscales entrant dans la détermination de la dotation étatique du FDGC (en millions d'euros)

	BUDGET 2019	COMPTE 2019	BUDGET 2020	ESTIMATION 2020	PROJET DE BUDGET 2021	PROGRAMMATION PLURIANNUELLE		
						2022	2023	2024
Impôt sur le revenu des personnes physiques (ITS et par voie d'assiette)	914	878	1010	893	961	1 048	1 130	1 214
TVA	353	358	374	327	357	385	412	438
Taxe sur les véhicules routiers	13	13	14	14	14	14	14	14
Total	1 280	1 250	1 397	1 233	1 332	1 447	1 557	1 667

Sources : Budgets 2019 et 2020, projet de budget 2021, programmation pluriannuelle 2020-2024, calculs BCL

Note : La différence entre le total du tableau et la dotation étatique du FDGC correspond à l'abattement forfaitaire qui tient compte des changements législatifs intervenus au cours du temps.

En 2021, les recettes non affectées (hors IFON) progresseraient de 6,7% par rapport aux recettes estimées pour 2020, soit un taux inférieur au taux de croissance du PIB nominal (9 %). Ce taux de croissance s'expliquerait, entre autres, par le fait que le projet de budget 2021 prévoit une hausse de la dotation étatique du FDGC de 8 %. Par ailleurs, l'ICC augmenterait également de 5 % par rapport aux recettes estimées pour 2020. Cette hypothèse peut être qualifiée de relativement prudente compte tenu de l'évolution prévue du PIB nominal pour 2021.

Entre 2021 et 2024, les recettes non affectées (hors IFON) augmenteraient en moyenne⁹⁵ de 5,5 % par an, soit un taux supérieur à la croissance moyenne du PIB nominal (4,7 %).

Analyse des dépenses

En ce qui concerne les dépenses, celles-ci se sont élevées à 3 029 millions d'euros en 2019, soit 4,8 % du PIB. Le graphique 28 indique, d'une part, l'évolution des dépenses totales et, d'autre part, leur répartition en fonction de leur nature économique. En 2019, les investissements directs ont constitué la catégorie de dépenses la plus importante, avec une part de 35 %. La rémunération des salariés et la consommation intermédiaire ont représenté respectivement 34 % et 23 % du total des dépenses.

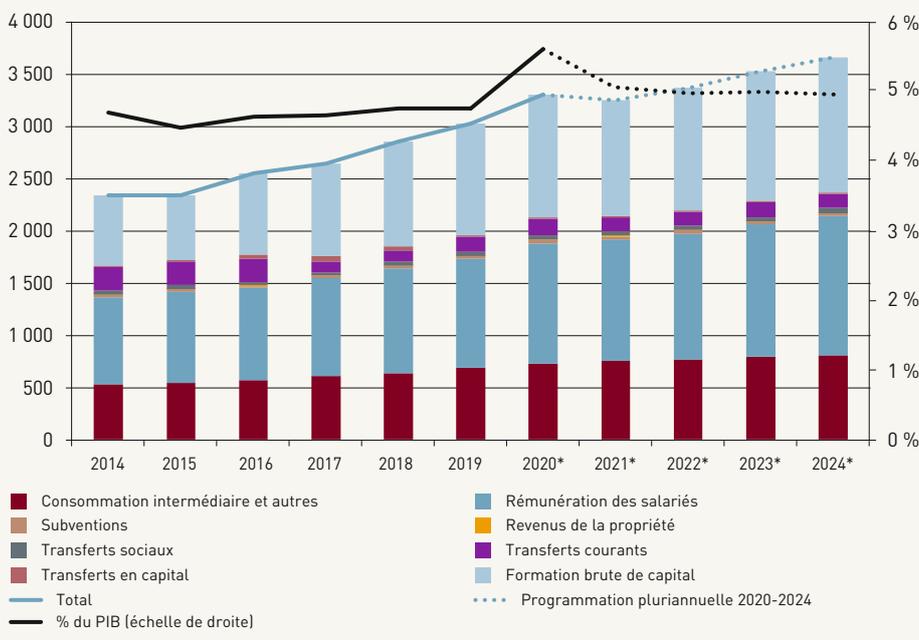
En 2019, les dépenses des administrations locales ont augmenté de 6 % par rapport à 2018 en raison d'une progression de 7 % de la formation brute de capital et des dépenses de rémunérations. Le taux de croissance des dépenses de consommation intermédiaire était, quant à lui, de l'ordre de 5 %.

En 2020, les dépenses courantes s'élèveraient à 3 310 millions d'euros. Elles augmenteraient de 9,3 % par rapport à 2019, principalement en raison d'une hausse des dépenses de rémunération de 9,8 % et des investissements directs de 9,4 %. L'impact des conséquences de la crise sanitaire et économique

95 Il s'agit de la moyenne arithmétique.

Graphique 28

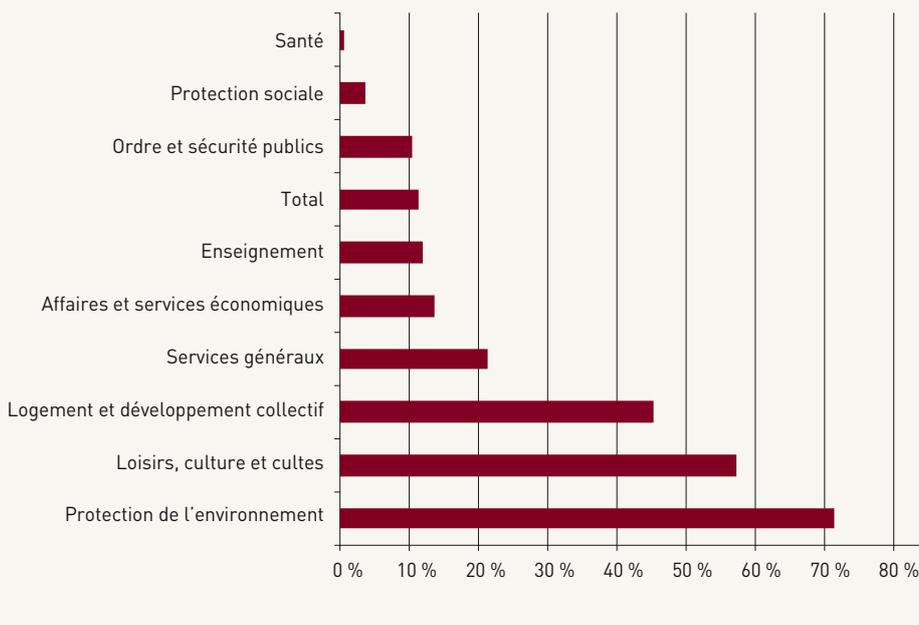
Évolution des dépenses des administrations locales
(en millions d'euros (échelle de gauche), en % du PIB (échelle de droite))



Note : *estimation pour 2020 et projections pour 2021-2024 issues de la programmation pluriannuelle.
Sources : STATEC, programmation pluriannuelle 2020-2024, calculs BCL

Graphique 29

Répartition des dépenses de 2019 par fonctions COFOG
(en % du total des administrations publiques consolidées)



Sources : STATEC, calculs BCL

sur les dépenses des administrations locales est à ce stade encore difficilement identifiable.

Entre 2020 et 2024, les dépenses progresseraient en moyenne de 2,6 %, soit à un rythme inférieur au taux de croissance moyen du PIB nominal (5,8 %). Cette progression serait également inférieure à celle observée sur la période 2014-2018 (5,1 %). Les parts relatives de chaque catégorie de dépenses dans le total de ces dernières resteraient quant à elles stables au cours de la période 2020-2024.

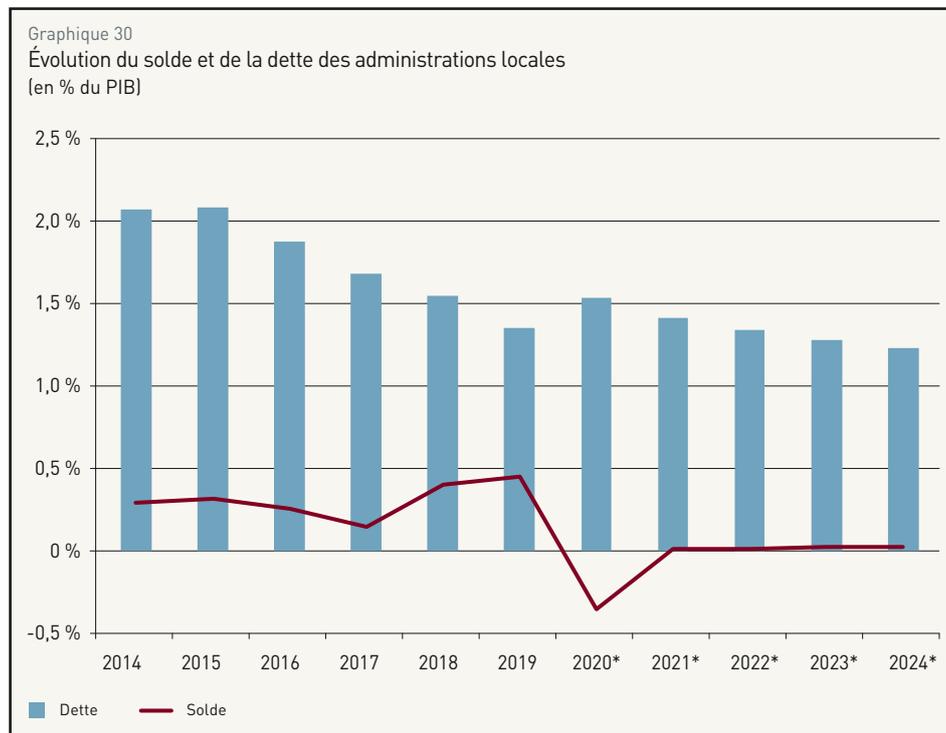
La répartition des dépenses par classes fonctionnelles permet d'appréhender les missions dévolues aux administrations locales. Il ressort ainsi du graphique 29 que pour l'année 2019, la grande majorité des dépenses ayant trait à deux domaines, à savoir celui des « Loisirs, cultures et cultes » et celui de la « 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 2019, les dépenses des administrations locales en matière de « Logement et développement collectif » ont représenté 45 % des dépenses des administrations publiques en cette matière.

Il convient finalement de noter que les administrations locales ont réalisé 32 % de la formation brute de capital des administrations publiques en 2019, dont une partie a été financée par des transferts en capital de l'administration centrale.

Analyse des soldes et de la dette

Le graphique 30 montre l'évolution du solde et de la dette des administrations locales. Sur la période 2014-2019, les administrations locales ont enregistré des surplus récurrents. En 2019, le surplus dégagé a atteint le niveau le plus haut au cours de la période considérée et s'est élevé à 286 millions d'euros, soit 0,5 % du PIB.

Les estimations pour 2020 prévoient un déficit de 213 millions d'euros soit -0,4 % du PIB. Le solde des administrations locales reviendrait à l'équilibre en 2021 et s'y maintiendrait au cours de la période 2022-2024.



Sources : STATEC, programmation pluriannuelle 2020-2024, calculs BCL

Note : * estimation pour 2020 et projections pour 2021-2024 issues de la programmation pluriannuelle.

Le tableau suivant compare, pour la période 2018 à 2024, les estimations des soldes des administrations locales telles que mentionnées dans la LPFP 2020-2024 par rapport à celles qui prévalaient dans la LPFP 2019-2023. Il ressort du tableau qu'en raison de l'impact de la crise sanitaire et économique, les soldes des administrations locales ont été revus à la baisse sur la période 2020-2024.

Tableau 28 :

Comparaison des soldes budgétaires (en millions d'euros)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Prog pluriannuel 2019-2023	248	286	341	318	330	335	
Prog pluriannuel 2020-2024	60 053	63 516	59 047	64 378	67 672	70 805	73 826
Prog pluriannuel 2019-2023	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	
Prog pluriannuel 2020-2024	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Sources : STATEC, programmations pluriannuelles 2019-2023 et 2020-2024, calculs BCL

En ce qui concerne le niveau de la dette des administrations locales, il s'est élevé à 854 millions d'euros, soit 1,3 % du PIB en 2019⁹⁶. Le graphique 30 indique également que le ratio de dette a suivi une tendance à la baisse depuis 2014 en raison d'un taux de croissance du PIB supérieur à celui de la dette. Selon la programmation pluriannuelle, la dette des administrations locales devait augmenter en 2020 et se

⁹⁶ Le montant de la dette repris dans le projet de loi de programmation financière pluriannuelle 2020-2024 est de 799 millions d'euros en 2019. La publication des comptes nationaux d'octobre 2020 fait cependant ressortir un montant de dette égale à 854 millions d'euros en 2019. Il semblerait donc que la dette rapportée en 2019 dans la programmation pluriannuelle tienne compte de la dette de l'État central détenue par les administrations locales (55 millions d'euros). Cette approche n'est pas celle adoptée par la BCL et est également contraire aux règles du SEC. De ce fait, en ce qui concerne la période 2020 à 2024, les données reprises dans le graphique tiennent compte de l'évolution de la dette en millions d'euros reprise dans la programmation pluriannuelle mais en partant d'un montant de 854 millions d'euros en 2019.



stabiliser ensuite entre 2021 et 2024. Après une hausse en 2020, le ratio devrait donc baisser au cours de la période 2021-2024 pour atteindre à la fin de l'horizon de projection un niveau légèrement inférieur à celui observé en 2019. Le poids relativement bas de la dette des administrations locales s'explique par le fait que les communes ne peuvent recourir au crédit pour autant que le remboursement des annuités (intérêt + capital) soit assuré.

En conclusion, la situation des administrations locales considérées dans leur ensemble devrait se dégrader en 2020, puis revenir à l'équilibre dans les années à venir. Il convient toutefois de souligner que la situation budgétaire au niveau des administrations locales prises dans leur ensemble peut cacher des situations budgétaires contrastées au niveau des communes considérées individuellement. Dans ce contexte, la BCL rappelle qu'une publication régulière et désagrégée de la situation financière des administrations locales serait utile d'un point de vue analytique.

5. ANALYSE DES RISQUES ET SOUTENABILITÉ À LONG TERME DES FINANCES PUBLIQUES LUXEMBOURGEOISES

5.1 ANALYSE DES RISQUES

Selon les projections figurant dans les documents budgétaires, le solde des administrations publiques dégagerait un déficit de 2,7 % en 2021, 2,2 % 2022 et 1,3 % du PIB en 2023. Le solde de l'administration centrale afficherait quant à lui un déficit de 3,9 % en 2021, 3,3 % en 2022 et 2,3 % du PIB en 2023. Ce scénario repose toutefois sur des hypothèses macroéconomiques qui pourraient ne pas se réaliser.

Un éventuel choc macroéconomique, que ce soit suite à une recrudescence de l'épidémie du COVID-19 ou toute autre raison, se transmettrait rapidement aux finances publiques à travers ses impacts sur les recettes et les dépenses des administrations publiques et pourrait dès lors mener à une variation des soldes budgétaires.

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 le cadre de cet exercice, nous utilisons les chocs du scénario sévère des projections de la BCL de juin 2020, élaboré dans le cadre de l'Eurosystème.⁹⁷ Pour le Luxembourg, le choc sur le niveau de PIB en volume est de -6,1 % en 2021, -8,8 % en 2022 et -6,9 % en 2023. S'agissant de niveaux, le choc en 2022 correspond à un choc cumulé avec celui de 2021 et le choc en 2023 correspond à un choc cumulé avec ceux de 2021 et 2022. Le choc en 2021 est sévère mais doit aussi être mis en perspective avec le taux croissance élevé anticipé en 2021 et qui fait suite à la forte récession de 2020. Le choc serait plus modéré en 2022 et positif en 2023.

Afin de mesurer l'impact du scénario adverse sur le solde des finances publiques, l'approche classique qui se base sur les semi-élasticités a été utilisée.⁹⁸ L'analyse recourt à deux semi-élasticités, ayant pour valeur respectivement 0,462 et 0,56. La première est issue de travaux de la Commission européenne de 2013, mis à jour en 2018⁹⁹, et la seconde est utilisée par la BCL dans le cadre de ses estimations relatives aux soldes ajustés de la conjoncture¹⁰⁰. Une semi-élasticité de 0,462 (respectivement 0,56) implique qu'une variation de 1 % du niveau de PIB ferait varier le solde des administrations publiques de 0,462 p.p. (respectivement 0,56 p.p.). La semi-élasticité de la Commission est inférieure à la moyenne européenne, notamment en raison de la rétention de la main-d'œuvre plus importante au Luxembourg en cas de basse conjoncture.

97 En général, dans un souci de neutralité et afin de limiter les choix, la BCL utilise 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. Néanmoins, ceux-ci ont été élaborés en janvier 2020, avant la crise du COVID-19, et n'étaient plus pertinents pour ce nouveau contexte.

Pour les détails sur les scénarios macroéconomiques de la BCL, voir BCL (2020) Bulletin 2020/1, p. 70.

Les chocs (sur le niveau) sont calculés en tant que différence de niveau entre le scénario sévère et le scénario de référence.

98 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.

99 Pour plus d'informations, voir p. 32 : http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/pdf/ecp478_en.pdf.

100 L'estimation de la BCL concernant la semi élasticité est celle utilisée dans le calcul des soldes ajustés de la conjoncture au sein de l'Eurosystème depuis l'exercice de projection de juin 2019. La valeur plus élevée de la semi-élasticité observée dans l'approche BCL, tant par rapport à la valeur utilisée dans ses exercices antérieurs de projection (valeur de 0,33) que par rapport à la valeur utilisée par la Commission européenne provient, entre autres, du fait que la méthode de la BCL prend en compte non seulement l'impact concomitant de l'écart de production sur les bases macroéconomiques mais également l'impact décalé de l'écart de production sur ces dernières.

Tableau 29 :

Sensibilité des finances publiques à un choc sur le PIB

	2021	2022	2023
Choc sur le PIB (en % par rapport au niveau)	-6,1%	-8,8%	-6,9%
Solde de l'APU projet de budget	-2,7	-2,2	-1,3
Solde APU après choc (élasticité = 0,462)	-5,5	-6,3	-4,5
Solde APU après choc (élasticité = 0,56)	-6,1	-7,1	-5,2
Solde de l'administration centrale projet de budget	-3,9	-3,3	-2,3
Solde de l'adm. centrale après choc (élasticité = 0,462)	-6,7	-7,4	-5,5
Solde de l'adm. centrale après choc (élasticité = 0,56)	-7,3	-8,2	-6,2

Sources : BCL, projet de budget pluriannuel 2021-2024, calculs BCL

Le tableau 29 résume cet exercice de simulations. Il en découle qu'un choc négatif de 6,1 % sur le niveau du PIB en 2021 (soit un taux de croissance de 0,5 %, à comparer avec les 7,0 % du projet de budget) amènerait le solde des administrations publiques à 5,5 % du PIB en 2021, sur la base d'une semi-élasticité de 0,462. En 2022, un choc négatif sur le niveau du PIB de 8,8 % (soit un taux de croissance du PIB de 1,1 % par rapport à l'hypothèse de 4,1 % du projet de budget) générerait un déficit au niveau des administrations publiques de -6,3 % du PIB. En supposant que la totalité des effets du choc soit imputée à l'administration centrale, son solde budgétaire passerait à 6,7 % du PIB en 2021, 7,4 % en 2022 et -5,5 % en 2023. De tels soldes seraient bien moins favorables et s'approcheraient des soldes projetés pour l'année 2020. En conclusion, un scénario macroéconomique moins favorable que celui anticipé dans les documents budgétaires pourrait donc amener les soldes des finances publiques à des niveaux encore plus négatifs qu'anticipé.¹⁰¹

Le ministère des Finances effectue un exercice similaire dans le cadre de la programmation pluriannuelle (annexe 9, pp. 439-445 du projet de budget pluriannuel 2020-2024). L'approche prise par les autorités diffère quelque peu de celle de la BCL en ce sens qu'un choc est appliqué à l'économie mondiale et se propage ensuite à la zone euro et au Luxembourg. Au final, le choc pour le Luxembourg équivaut à une baisse d'environ 7,4 p.p. par rapport au taux de croissance prévu pour 2021, une baisse de 1,0 p.p. en 2022 et une baisse de 0,3 p.p. pour 2023. Le scénario défavorable du ministère est donc plus pessimiste que notre analyse et impliquerait que les soldes budgétaires se détérioreraient davantage.

101 Notons que, dans le contexte de la pandémie du COVID-19, la Commission européenne a pris la décision d'activer la clause pour récession économique sévère (« general escape clause ») pour 2020 et 2021 au moins, de sorte que les États membres peuvent dévier des exigences du Pacte de stabilité et de croissance pour prendre toutes les mesures budgétaires nécessaires.

6. PLANS DE STABILISATION MIS EN PLACE AU LUXEMBOURG ET AU NIVEAU DE L'UNION EUROPÉENNE

INTRODUCTION

Le déclenchement de la crise économique liée à la propagation du COVID-19 au premier trimestre 2020 a mis au défi la politique budgétaire non seulement dans l'Union européenne (UE) mais partout dans le monde. Au niveau national, les gouvernements des États membres de l'UE ont mis en place des plans de stabilisation et de relance d'une ampleur inédite dans le but de contrecarrer les effets négatifs de la crise sanitaire et économique sur les entreprises et les ménages. En Europe, des instruments de crise ont été créés par le biais d'institutions déjà existantes afin de fournir des aides financières aux États membres, entreprises et ménages face à la pandémie.

Une première section analyse brièvement les plans de stabilisation et de relance de l'économie mis en place au Luxembourg en les comparant à ceux mis en place dans une série d'États européens ; une seconde décrit les trois filets de sécurité et le Fonds de relance qui ont été instaurés au niveau européen.

6.1 LES PLANS NATIONAUX : LE CAS DU LUXEMBOURG EN COMPARAISON EUROPÉENNE

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

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

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

L'enveloppe budgétaire des mesures discrétionnaires telles que détaillées dans le projet de plan budgétaire 2021 représente un total d'environ 11 milliards d'euros, soit 18,6 % du PIB, selon les estimations du gouvernement¹⁰².

Les plans de stabilisation et de relance repris aux tableaux 30 et 31 sont composés de trois blocs principaux : un premier bloc comprenant des mesures entraînant des dépenses supplémentaires (ou des moins-values de recettes) pour un montant de 3 milliards d'euros (5,1 % du PIB), un second bloc incluant des reports de paiement pour un montant de 4,6 milliards d'euros (7,8 % du PIB), et enfin un troisième bloc axé sur l'octroi de garanties ou de prêts aux entreprises et dont le montant atteint 3,4 milliards d'euros (5,7 % du PIB).

¹⁰² Les mesures présentées dans ce tableau font abstraction des mesures présentées le 11 novembre 2020 ayant trait à l'extension du régime de chômage partiel et à l'octroi d'aides supplémentaires aux entreprises. Les mesures présentées le 11 novembre auront un impact sur l'année 2021.

Tableau 30 :

Mesures discrétionnaires prises en réponse à la propagation du COVID-19

1. DÉPENSES SUPPLÉMENTAIRES / MOINS-VALUES DE RECETTES			
Liste des mesures	Code SEC	Montant en millions EUR	En % du PIB
Dépenses en matière de gestion de crise sanitaire	P5 (formation de capital) P2 (consommation intermédiaire)	240	0,4
Fonds de relance et de solidarité	D3 (subventions)	200	0,3
Différentes aides sectorielles	D62 (prestations sociales) D9 (transferts en capital) D3 (subventions)	40	<0,1
Relance économique verte et durable	D3 (subventions) D9 (transferts en capital à payer)	20	<0,1
Mesures en faveur de l'éducation	P2 (consommation intermédiaire) D11 (rémunérations)	30	<0,1
Aides en faveur des (micro) entreprises, indépendants et start-ups (y compris mesures pour soutenir les investissements)*	D9 (transferts en capital) D3 (subventions)	730	0,6
Aides en faveur des ménages (régime au chômage partiel et structurel « coronavirus », congé pour raisons familiales extraordinaires, indemnités pécuniaires de maladie, aides sociales)	D62 (prestations sociales en espèces)	1 770	3,0
Total		3 030	5,1
<i>*Dont avances remboursables en faveur des entreprises</i>	<i>D9 (transferts en capital)</i>	<i>400</i>	<i>0,7</i>

2. REPORTS DE PAIEMENT			
Liste des mesures	Code SEC	Montant en millions EUR	En % du PIB
Impôts directs	D5 (impôts courants sur le revenu, etc.)	1 290**	2,2
Impôts indirects	D2 (impôts sur la production et les importations)	300***	0,5
Cotisations sociales	D61 (cotisations sociales)	3 000***	5,1
Total		4 590	7,8

** Calculé suivant le principe de la caisse transactionnalisée.
***Calculé suivant la méthode des droits constatés.

Source : *Projet de plan budgétaire 2021*

Tableau 31 :

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

3. GARANTIES / PRÊTS AUX ENTREPRISES EN RÉPONSE À L'ÉPIDÉMIE COVID-19		
Liste des mesures	Montant (maximal) en millions EUR	En % du PIB
Régime de garanties étatiques pour de nouveau crédits bancaires	2 500	4,2
SNCI – garanties PME	200	0,3
SNCI – financement spécial anti-crise	400	0,7
Office du Ducroire	180	0,3
BEI – contribution luxembourgeoise	33	<0,1
SURE – contribution luxembourgeoise	77	0,1
Total	3 390	5,7

Source : *Projet de plan budgétaire 2021*

Plusieurs remarques peuvent être faites eu égard de ce plan.

Si les montants en jeu semblent considérables, une partie importante du montant global ne fait pas l'objet de déboursements immédiats mais est liée à des reports de paiement et à l'octroi de garanties.

Les finances publiques pourraient toutefois être impactées ex post si les entreprises n'étaient pas en mesure de payer les impôts pour lesquels elles ont bénéficié de reports ou les avances qui leur ont été accordées ou encore si les entreprises ayant bénéficié de crédits bancaires garantis par l'État devaient faire défaut.

En outre, il convient de relever que la plupart des mesures énumérées dans les tableaux 49 et 50 est exprimée en montants « maximum », de sorte que les fonds effectivement déboursés seront inférieurs ou égaux aux montants indiqués, à moins qu'elles ne soient augmentées à l'avenir.

Bien que les garanties dites « BEI » et « SURE » (traitées sous 8.2.1.2 et 8.2.1.3) ne soient pas explicitement contenues dans les plans nationaux, elles font partie de la réponse globale du Luxembourg à la crise.

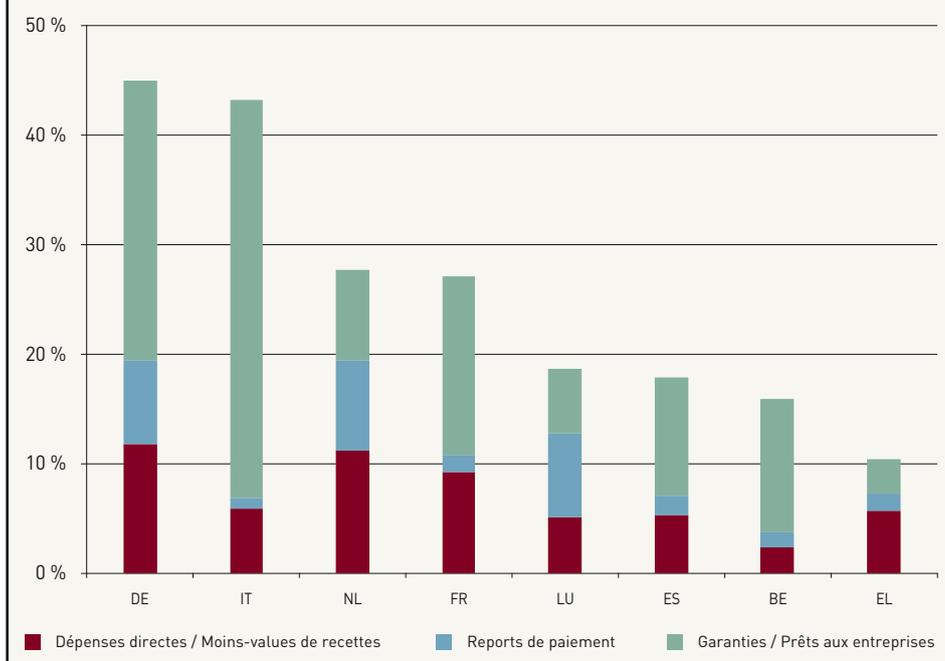
Il convient de noter également qu'une partie des aides directes octroyées sous la forme d'indemnités pour chômage partiel ou pour congé pour raisons familiales reviendront dans les caisses de l'État, ces aides étant soumises à l'impôt sur le revenu de personnes physiques et au paiement de cotisations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

Le graphique 31 met en relation les plans luxembourgeois dans leur ensemble avec ceux de sept autres pays de la zone euro, à savoir l'Allemagne, la France, les Pays-Bas, la Belgique, l'Italie, l'Espagne et la Grèce.

Le graphique indique d'abord que le poids des différents blocs (en % du PIB) composant les plans nationaux de stabilisation et de relance varie nettement d'un pays à l'autre.

Il ressort également que le programme présenté par l'Allemagne (environ 45 % du PIB) est le plus important parmi les pays présentés bien que la plus grande partie de ce programme soit couverte par l'octroi de garanties (25 % du PIB). Le plan italien dépasse également 40 % du PIB et inclut des garanties pour plus de 36 % du PIB, soit un pourcentage du PIB supérieur à celui observé en Allemagne. Les plans présentés par les Pays-Bas et la France sont de taille relativement comparable (de l'ordre de 28 % du PIB) alors que les programmes du Luxembourg et de l'Espagne s'élèvent à près de 20 % du PIB. Par ailleurs, le graphique montre que le plan présenté par la Belgique représente près de 15 % du PIB tandis que le plan grec se situe autour de 10 % du PIB.

Graphique 31
Plans nationaux de stabilisation et de relance en réponse à la propagation du COVID-19
(par ordre décroissant, en % du PIB)



Remarques : À noter que le graphique regroupe les plans nationaux considérés dans leur ensemble, sachant que les gouvernements ont annoncé plusieurs mesures et plans au fur et à mesure de l'évolution de la crise sanitaire. Il faut en outre souligner que ces plans sont susceptibles d'être revus à la hausse ou à la baisse en fonction de la situation sanitaire et économique. Le graphique a été finalisé le 30 octobre 2020 et ne prend donc pas en compte des mesures éventuellement annoncées dans les pays analysés après cette date de référence. Par ailleurs, les données qui sous-tendent cette analyse proviennent de différentes sources et nous n'examinons que la composition globale des plans dans le contexte de la crise. L'entrée en vigueur des mesures ne joue donc aucun rôle à cet égard.

Sources : Commission européenne, Bruegel Fiscal Dataset, OECD Country Policy Tracker, IMF Policy Tracker, Bundesfinanzministerium, France Relance, Ministero dell'Economia e delle Finanze, Le programme de stabilité de la Belgique 2020, Government of the Netherlands, Projet de plan budgétaire 2021, calculs BCL

Le graphique 31 révèle en outre que le bloc relatif aux dépenses directes dépasse 10 % du PIB en Allemagne et au Pays-Bas alors qu'il n'atteint que 5 % en Italie, Espagne et Grèce et moins que 2,5 % du PIB en Belgique, des pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire réduite. Parmi les trois blocs considérés, le bloc le moins important semble être celui relatif aux reports de paiement et ce dans la plupart des pays de l'échantillon hormis les Pays-Bas et le Luxembourg. Dans le cas du Luxembourg, il convient cependant de prendre les données rapportées concernant les reports de paiement avec la plus grande prudence. En effet, d'une part les montants indiqués sont à considérer comme des montants « maximum » et, d'autre part, les reports de paiement relatifs aux impôts indirects et aux cotisations sociales n'auront aucun impact sur le solde budgétaire de 2020 étant donné qu'ils sont comptabilisés selon la méthode des droits constatés.

6.2 LES PLANS AU NIVEAU EUROPÉEN

Cette partie analyse les plans de stabilisation mis en place au niveau européen dans le but de contre-carrer les conséquences négatives liées à la pandémie du COVID-19. Les sections suivantes analysent d'une part les trois filets de sécurité mis en place au niveau européen et, d'autre part, le Fonds de relance « Next Generation EU » (NGEU) en mettant plus particulièrement l'accent sur les subventions qui seront versées aux États membres au titre de la Facilité pour la reprise et la résilience (FRR).

6.2.1 Les trois filets de sécurité

Cette section décrit brièvement les trois filets de sécurité européens visant plus particulièrement les États, les entreprises et les particuliers et dont l'enveloppe globale allouée s'élève à 540 milliards d'euros. Dans une seconde étape, nous analysons également l'impact potentiel de ces trois instruments de crise sur les finances publiques luxembourgeoises.

6.2.1.1 La ligne de crédit octroyée par le MES

Suite à l'approbation, le 15 mai 2020, par le Conseil des gouverneurs du Mécanisme européen de stabilité (MES), les États de la zone euro disposent désormais d'un filet de sécurité consistant en une aide financière remboursable octroyée par le MES par le biais d'une ligne de crédit, basée sur la « ligne de crédit assortie de conditions renforcées »¹⁰³. Cette mesure d'aide face à la pandémie peut être utilisée et ajustée au besoin jusqu'au 31 décembre 2022.

La ligne de crédit peut ainsi fournir des prêts jusqu'à concurrence de 2 % du PIB (tel qu'observé pour l'année 2019) de l'État membre qui en fait la demande. Au niveau de la zone euro, le plafond global de prêts s'élève de ce fait à près de 240 milliards d'euros sous l'hypothèse que l'ensemble des 19 États membres de la zone euro aient recours au dispositif dans sa totalité.

Le tableau 32 présente le financement maximal auquel chaque État membre de la zone euro pourrait avoir recours.

Tableau 32 :

Emprunt maximal théorique par État membre de la zone euro (en millions d'euros, sauf indication contraire, par ordre décroissant)

État membre zone euro	Emprunt maximal (estimation)	Part dans le total (en %)
DE	68 704	28,8
FR	48 514	20,3
IT	35 753	15,0
ES	24 907	10,4
NL	16 205	6,8
BE	9 462	4,0
AT	7 974	3,3
IE	7 121	3,0
FI	4 811	2,0
PT	4 246	1,8
EL	3 749	1,6
SK	1 883	0,8
LU	1 270	0,5
LT	969	0,4
SI	960	0,4
LV	610	0,3
EE	561	0,2
CY	439	0,2
MT	266	0,1
Total	238 404	100

Sources : Eurostat, calculs BCL

¹⁰³ Il existe deux types de lignes de crédit : une ligne de crédit conditionnée de précaution (PCCL) et une ligne de crédit assortie de conditions renforcées (ECCL). Celles-ci peuvent être tirées via un prêt ou un achat sur le marché primaire et sont disponibles sur une période d'un an. Elles sont renouvelables à deux reprises, à chaque fois pour une durée de six mois. Le coût d'utilisateur de la ECCL se compose, hormis du coût de financement du MES, d'une marge de 35 points de base (0,35 %), d'une commission de service annuelle de 0,5 point de base (0,005 %) et d'une commission de service unique de 50 points de base (0,5 %).

Le dispositif est accessible pour les 19 États membres de la zone euro sur base d'évaluations faites par la Commission européenne couvrant, entre autres, les risques concernant la stabilité financière, la solvabilité des banques et la soutenabilité de la dette publique. Dans ce contexte, la Commission, en collaboration avec la Banque centrale européenne (BCE) et le MES, a jugé le 6 mai 2020 que les 19 États membres de la zone euro étaient admissibles quant à l'utilisation de ce dispositif de soutien.¹⁰⁴ Il convient de relever que la seule conditionnalité attachée au dispositif exige que l'État demandeur s'engage à affecter les fonds empruntés à des dépenses publiques liées directement ou indirectement à la crise sanitaire. Cela diffère de la pratique habituelle relative aux prêts octroyés par le MES, qui impliquent des conditions macroéconomiques et financières aux emprunteurs (principe de conditionnalité).

À ce stade, on peut toutefois supposer que le taux d'utilisation de la ligne de crédit octroyée par le MES restera relativement faible et que les montants mis à disposition des États membres ne seront utilisés que si ces derniers sont dans l'incapacité de se financer par le truchement des marchés financiers.

Le tableau 33 décompose à titre indicatif le capital du MES. Pour un capital souscrit de 700 milliards d'euros, le volume maximal de prêts est de 500 milliards d'euros. Il ressort également du tableau que le Luxembourg a libéré à ce jour environ 200 millions d'euros par rapport à un capital souscrit égal à 1,7 milliard d'euros.

Tableau 33 :

Capital par État actionnaire du MES

(en millions d'euros, sauf indication contraire, par ordre décroissant)

État	Capital souscrit	dont: appelé	dont: non appelé	Quote-part capital (en %)
DE	189 907	21 704	168 203	26,95
FR	142 613	16 297	126 315	20,23
IT	125 318	14 322	110 996	17,78
ES	83 274	9 517	73 757	11,82
NL	39 995	4 571	35 424	5,67
BE	24 324	2 780	21 545	3,45
EL	19 704	2 252	17 453	2,80
AT	19 472	2 225	17 247	2,76
PT	17 553	2 006	15 547	2,49
FI	12 574	1 437	11 137	1,78
IE	11 138	1 273	9 865	1,58
SK	5 768	659	5 109	0,82
SI	3 297	377	2 921	0,47
LT	2 863	327	2 536	0,41
LV	1 935	221	1 714	0,27
LU	1 752	200	1 552	0,25
CY	1 373	157	1 216	0,19
EE	1 302	149	1 153	0,18
MT	634	72	561	0,09
Total	704 799	80 548	624 250	100

Source : MES

¹⁰⁴ https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/european-stability-mechanism-esm_en

Le coût de l'emprunt, octroyé dans le cadre de ce mécanisme nouvellement créé, inclut le coût de financement du MES, une marge de 10 points de base (0,1 %) par an, une commission de service unique de 25 points de base (0,25 %) et une commission de service annuelle de 0,5 point de base (0,005 %). Il convient donc de noter que ces frais sont inférieurs à la tarification habituelle des lignes de crédit de précaution octroyées par le MES¹⁰⁵, permettant ainsi un financement relativement plus avantageux. Si en théorie, l'emprunt accordé peut être utilisé sur une période de sept mois, en pratique, l'État emprunteur peut tirer 15 % du montant approuvé sur une base mensuelle.

À partir d'un volume maximal de prêts de 500 milliards d'euros et déduction faite des prêts déjà accordés par le MES, la capacité maximale de prêt s'élève à environ 410 milliards d'euros¹⁰⁶, soit près de cinq fois le capital appelé¹⁰⁷ à ce jour (environ 80 milliards d'euros, voir tableau 52 ci-dessus). Si on déduit de ce montant le volume maximal prévu de la ligne de crédit mise en place dans le cadre de la crise liée au COVID-19 (240 milliards d'euros), la capacité de prêt complémentaire du MES s'élève désormais à 170 milliards d'euros.

Le MES financera l'essentiel de la nouvelle ligne de crédit via l'émission d'obligations. Les fonds levés proviendront donc d'investisseurs, ce qui signifie que les finances publiques des États actionnaires du MES ne seront pas impactées. *A contrario*, la dette publique des États qui auront recours à la ligne de crédit augmentera.

6.2.1.2 Le Fonds de garantie européen

En date du 23 avril 2020, le Conseil européen a approuvé la création du Fonds de garantie européen (ci-après dénommé « Fonds ») et a chargé le groupe Banque européenne d'investissement (BEI)¹⁰⁸ à la fois de sa création, gestion¹⁰⁹ et mise en œuvre. L'objectif du Fonds est ainsi d'accroître l'appui de la BEI aux entreprises européennes en mobilisant des fonds supplémentaires à hauteur de 200 milliards d'euros.

Les États membres apportent des garanties étatiques à hauteur de 25 milliards d'euros, proportionnellement à leur quote-part dans le capital de la BEI. Ces contributions couvrent toutes les pertes encourues lors des opérations effectuées par le Fonds et peuvent être étendues afin d'inclure une avance financière dont le montant et la forme restent cependant à définir à ce stade¹¹⁰.

La contribution du Luxembourg s'élève donc à 33 millions d'euros sous forme de garanties étatiques (voir tableau 34 ci-dessous).¹¹¹

105 Voir footnote 103 ci-dessus.

106 Ce chiffre est obtenu en déduisant les engagements de prêts d'environ 90 milliards d'euros de la capacité maximale de prêt du MES qui s'élève à 500 milliards d'euros. Date de référence : 14 août 2020. (<https://www.esm.europa.eu/content/what-esm%E2%80%99s-lending-capacity>).

107 Le capital appelé sert de marge de sécurité pour les émissions obligataires du MES.

108 Le groupe BEI se compose de la Banque européenne d'investissement et du Fonds européen d'investissement (FEI).

109 Le Fonds ne constitue pas une entité juridique distincte, mais est établi dans le cadre de la plate-forme de partenariat pour les fonds de la BEI. Cette structure existe depuis 2017 et inclut des fonds géographiques et sectoriels conjoints de la BEI avec ses donateurs. La plateforme de financement climatique Luxembourg-BEI, dotée de 30 millions d'euros, en est un exemple.

110 Date de référence : 7 octobre 2020.

111 Sur base de la loi du 20 juin 2020, le gouvernement luxembourgeois est autorisé à accorder une garantie étatique pour un montant maximal de 45 millions d'euros (*Loi du 20 juin 2020 relative à l'octroi de la garantie de l'État dans le cadre des instruments mis en place au niveau de l'Union européenne pour atténuer les conséquences socio-économiques du COVID-19*).

Il convient de noter que – comme pour les garanties accordées dans le cadre de l’initiative SURE (voir 6.2.1.3 ci-après) – l’État garant n’effectue *a priori* pas de déboursements, ce qui limite l’impact sur les finances publiques aux seuls cas où des emprunteurs ayant eu recours au Fonds seraient en défaut de paiement et où les garanties seraient appelées afin de couvrir des pertes éventuelles. Par contre, toute avance effectuée tel que susmentionné aura, le cas échéant, un impact direct négatif sur les soldes budgétaires des États membres.

Le tableau suivant reprend les contributions par État membre sur base de la répartition du capital souscrit de la BEI au 1^{er} mars 2020.¹¹² Il en ressort que l’apport en garanties demandé au titre du Fonds est légèrement plus élevé en valeur nominale que le capital effectivement appelé jusqu’alors, et ce, pour l’ensemble des États actionnaires du groupe BEI.

Tableau 34 :

Apports des États actionnaires du groupe BEI

(en millions d’euros, sauf indication contraire, par ordre décroissant)

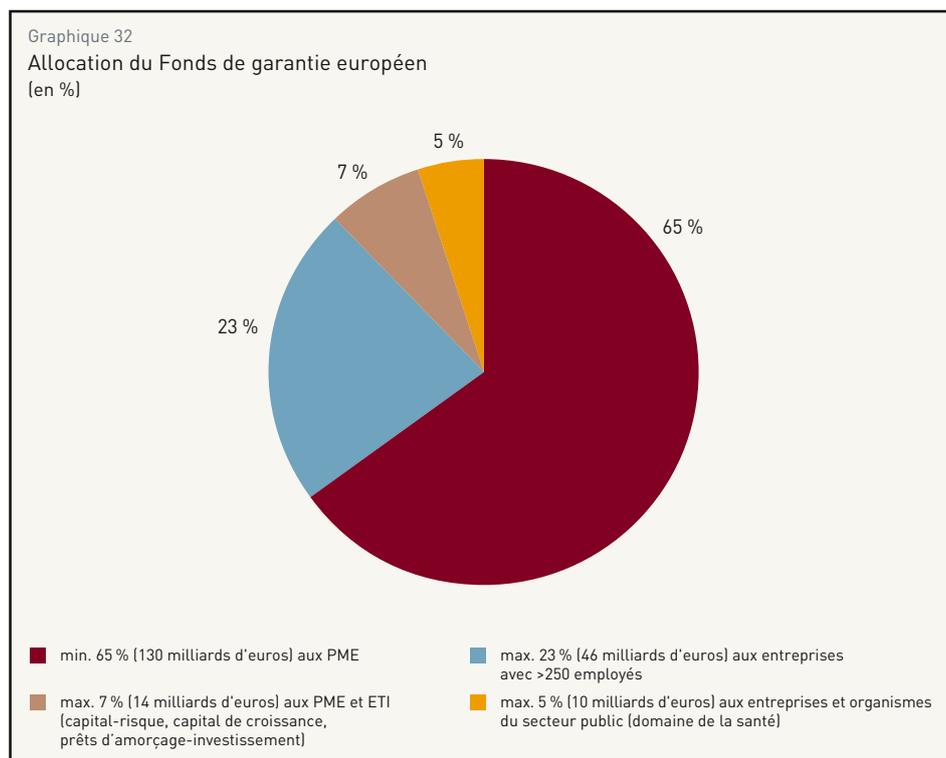
État	Capital souscrit	dont: appelé	dont: non appelé	Quote-part capital (en %)	Apport en garanties « Fonds COVID-19 »
DE	46 722	4 167	42 555	18,78	4 695
FR	46 722	4 167	42 555	18,78	4 695
IT	46 722	4 167	42 555	18,78	4 695
ES	28 033	2 500	25 533	11,27	2 817
NL	12 951	1 155	11 796	5,21	1 301
BE	12 951	1 155	11 796	5,21	1 301
PL	11 367	1 014	10 353	4,57	1 142
SE	8 592	766	7 825	3,45	863
DK	6 558	585	5 973	2,64	659
AT	6 429	573	5 856	2,58	646
FI	3 694	329	3 364	1,48	371
EL	3 513	313	3 200	1,41	353
PT	2 264	202	2 062	0,91	227
CZ	2 207	197	2 010	0,89	222
HU	2 088	186	1 902	0,84	210
IE	1 639	146	1 493	0,66	165
RO	1 639	146	1 493	0,66	165
HR	1 062	95	968	0,43	107
SK	751	67	684	0,30	75
SI	697	62	635	0,28	70
BG	510	45	465	0,21	51
LT	438	39	399	0,18	44
LU	328	29	299	0,13	33
CY	322	29	293	0,13	32
LV	267	24	243	0,11	27
EE	206	18	188	0,08	21
MT	122	11	111	0,05	12
Total	248 796	22 191	226 605	100	25 000

Sources : BEI, calculs BCL

112 <https://www.eib.org/fr/about/governance-and-structure/shareholders/index.htm>

Le Fonds, qui est entré en activité le 13 octobre 2020, est destiné à aider les entreprises connaissant des difficultés durant la crise sanitaire mais qui sont considérées comme étant économiquement viables sur le long terme. L'allocation des fonds disponibles est organisée selon le type d'entreprise :

- En premier lieu, un minimum de 65 % des fonds (130 milliards d'euros) est alloué aux PME.
- Ensuite, un maximum de 23 % du financement total (46 milliards d'euros) peut être versé aux entreprises employant plus de 250 personnes alors que des restrictions spécifiques s'appliquent pour les entreprises occupant plus de 3000 employés.
- Troisièmement, le groupe BEI peut effectuer des apports en capital-risque et en capital de croissance (par l'intermédiaire du Fonds européen d'investissement) et accorder des prêts d'amorçage-investissement¹¹³ aux PME et entreprises de taille intermédiaire (ETI) à hauteur de 7 % des fonds totaux (14 milliards d'euros).
- Enfin, les entreprises et organismes du secteur public issus du domaine de la santé ou de la recherche ou qui fournissent des services essentiels lors de la crise sanitaire peuvent bénéficier d'un financement dans la limite d'un plafond de 5 % du total alloué (10 milliards d'euros). Le graphique 32 ci-après résume à titre indicatif l'allocation du financement total en fonction du type d'entreprise.



Sources : BEI, calculs BCL

113 Un prêt d'amorçage-investissement désigne un financement par emprunt pour financer le fonds de roulement ou les dépenses en capital d'une entreprise, comme l'achat d'équipement. Contrairement aux prêts bancaires traditionnels, un prêt d'amorçage-investissement vise généralement des start-ups qui ne disposent pas de suffisamment de liquidités ou d'actifs importants à utiliser en garantie.

6.2.1.3 Soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (« SURE »)

En date du 19 mars 2020, le Conseil européen s'est mis d'accord sur l'instrument européen de « soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence » (SURE, ci-après dénommé « instrument ») dont le but est de préserver l'emploi et de réduire les pertes de revenus des particuliers dans les États membres, via l'octroi d'une aide remboursable.

L'instrument permet à la Commission européenne d'accorder des prêts à conditions favorables d'un montant total de 100 milliards d'euros au soutien de dépenses publiques nationales liées aux régimes nationaux de chômage partiel¹¹⁴ et à des mesures similaires concernant, par exemple, les indépendants ou l'adaptation sanitaire sur le lieu de travail.

Les fonds relatifs à SURE sont prélevés sur les marchés financiers par la Commission européenne au nom de l'Union européenne (UE) via l'émission d'obligations sociales.¹¹⁵ Les États membres contribuent sous forme de garanties étatiques aux prêts accordés dans le cadre du budget de l'Union. Le montant global de ces garanties s'élève à 25 milliards d'euros pour une capacité d'emprunt maximale de 100 milliards d'euros.

Le règlement ayant trait à SURE précise cependant que la Commission examine la possibilité de tirer parti de la marge en crédits de paiement disponible sous le plafond des ressources propres avant d'appeler les garanties des États membres. Il convient à cet effet de rappeler que l'octroi de garanties n'a pas d'incidence directe sur le solde budgétaire d'un État. Les finances publiques peuvent toutefois être négativement affectées si un État emprunteur n'est pas en mesure d'effectuer ses remboursements de sorte que la Commission est amenée à faire appel aux garanties fournies.

Le tableau 35 ci-après décompose la part relative de chaque État membre selon la clé de répartition indiquée au budget général de l'UE pour l'exercice 2020 et en déduit le montant de la garantie étatique accordée par chaque État membre.

114 Les dispositifs de chômage partiel permettent aux entreprises confrontées à des difficultés économiques de réduire temporairement les horaires de travail tout en maintenant la relation de travail avec les salariés concernés. L'État verse ou rembourse des indemnités aux entreprises en compensation des heures non travaillées, au profit des salariés concernés. Au 5 mai 2020, l'indemnité de chômage partiel en Europe en pourcentage du salaire régulier varie entre 50 % en Pologne et 100 % au Danemark, en Irlande et au Pays-Bas (<https://www.etui.org/publications/policy-briefs/european-economic-employment-and-social-policy/ensuring-fair-short-time-work-a-european-overview>).

115 https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure_en

Tableau 35 :

Apport en garanties par État membre

 (en millions d'euros, sauf indication contraire, par ordre décroissant)¹¹⁶

État membre	Contributions dans le RNB total de l'UE	Part dans le RNB total de l'UE (en %)	Apport en garanties « SURE »
DE	36 775,06	25,54	6 383,82
FR	25 387,12	17,63	4 406,98
IT	18 340,73	12,74	3 183,79
ES	12 978,15	9,01	2 252,89
NL	8 302,27	5,76	1 441,20
PL	5 358,01	3,72	930,10
SE	4 888,14	3,39	848,54
BE	4 828,73	3,35	838,22
AT	4 131,64	2,87	717,22
DK	3 248,08	2,26	563,84
IE	2 784,71	1,93	483,40
FI	2 487,11	1,73	431,74
RO	2 266,16	1,57	393,38
CZ	2 157,59	1,50	374,54
PT	2 105,93	1,46	365,57
EL	1 973,71	1,37	342,62
HU	1 437,84	1,00	249,60
SK	999,57	0,69	173,52
BG	619,08	0,43	107,47
HR	551,26	0,38	95,69
SI	507,67	0,35	88,13
LT	483,63	0,34	83,95
LU	442,75	0,31	76,86
LV	328,77	0,23	57,07
EE	280,64	0,19	48,72
CY	219,57	0,15	38,11
MT	132,75	0,09	23,04
Total	144 016,66	100	25 000,00

Sources : Commission européenne, calculs BCL

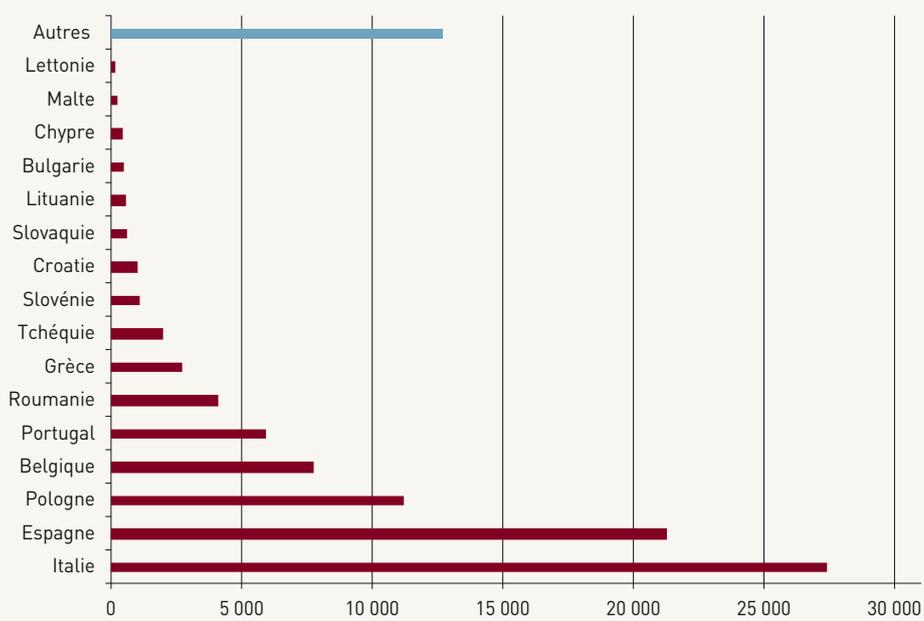
Compte tenu d'une part de 0,31 %, le Luxembourg est amené à apporter une garantie de près de 77 millions d'euros à l'instrument SURE.¹¹⁷

Un État membre peut accéder à une assistance financière au titre de SURE si ses dépenses publiques effectives et, le cas échéant, ses dépenses publiques prévues, ont soudainement et fortement augmenté après le 1^{er} février 2020 en raison des mesures nationales directement liées au chômage partiel ou d'autres mesures de soutien à l'emploi. Il incombe ainsi à l'État sollicitant une assistance de justifier les dépenses publiques sur base des mesures nationales prises ou prévues.

116 Adoption définitive (UE, Euratom) 2020/227 du budget général de l'Union européenne pour l'exercice 2020.

117 Sur base de la loi du 20 juin 2020, le gouvernement luxembourgeois est autorisé à accorder une garantie étatique pour un montant maximal de 105 millions d'euros (Loi du 20 juin 2020 relative à l'octroi de la garantie de l'État dans le cadre des instruments mis en place au niveau de l'Union européenne pour atténuer les conséquences socio-économiques du COVID-19).

Graphique 33
Prêts prévus et capacité de prêt restante (barre bleue) au titre de SURE
(en millions d'euros)



Remarque : La catégorie « Autres » désigne la capacité de prêt restante disponible pour d'autres États sous l'instrument SURE.

Sources : Commission européenne, calculs BCL

Le mécanisme sous-jacent à l'instrument SURE, par lequel la Commission européenne prête les fonds empruntés, a deux effets directs en matière de dette publique. D'une part, l'octroi de prêts par la Commission entraîne une augmentation des niveaux de dette publique des États emprunteurs. D'autre part, les fonds empruntés par la Commission restent eux-aussi remboursables, entraînant un accroissement de l'endettement brut de l'UE. Il convient cependant de noter que le financement de l'instrument SURE conformément à ce qui précède n'a pas d'impact à la hausse de l'endettement net de l'UE.

Sur base des prêts approuvés au titre de l'instrument au 26 octobre 2020¹¹⁸, le graphique 33 présente les montants prévus pour 17 États membres qui s'élèvent à 87,9 milliards d'euros au total. Le volume

potentiel des prêts restant disponibles s'élève donc à environ 12,1 milliards d'euros. Le Luxembourg n'a à ce jour¹¹⁹ pas recouru à une demande de prêt via SURE pour financer ses mesures de crise au soutien de l'emploi (reprises précédemment au tableau 54). Le règlement ayant trait à SURE précise également que la somme des prêts octroyés aux trois États membres qui empruntent les montants les plus importants doit rester inférieure à un seuil fixé à 60 milliards d'euros. Il ressort du graphique 50 que la somme des prêts prévus pour l'Italie, l'Espagne et la Pologne atteint effectivement ce montant¹²⁰.

118 https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure_en

119 Date de référence : 3 novembre 2020.

120 Respectivement environ 27,4, 21,3 et 11,2 milliards d'euros, soit 59,9 milliards d'euros.

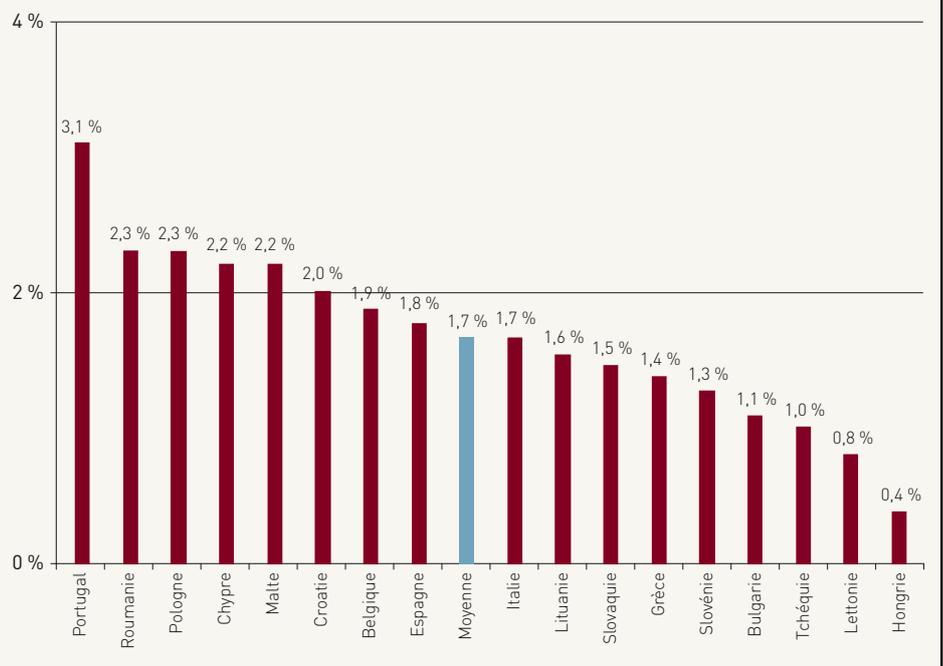
Le graphique 34 à côté exprime les prêts approuvés en pourcentage du PIB. On constate que le soutien financier accordé au titre de SURE varie dans une fourchette située entre 0,4 % du PIB pour la Hongrie et 3,1 % du PIB pour le Portugal. Les 17 États membres considérés prévoient d'emprunter un montant moyen équivalent à 1,7 % du PIB de 2019. À noter à cet égard que les fonds alloués en pourcentage du PIB à l'Italie et l'Espagne – les deux premiers emprunteurs en chiffres absolus – se situent autour de cette moyenne.

6.2.1.4 Discussion

Les sous-sections qui précèdent indiquent que les trois instruments de crise nouvellement créés au niveau européen n'ont pas d'impact direct sur les finances publiques luxembourgeoises. Le Luxembourg n'effectue en effet pas de déboursements en amont à la mise en œuvre de ces trois instruments en partant du principe qu'aucune avance n'est due au titre du Fonds de garantie européen. Des dépenses potentielles concernent toutefois les engagements conditionnels pris par le Luxembourg au titre de l'instrument SURE (33 millions d'euros) et du Fonds de garantie européen (77 millions d'euros) dans le cas où des garanties seraient appelées respectivement par la Commission européenne ou le groupe BEI. Il convient de rappeler à cet égard que les garanties étatiques considérées dans ce chapitre représentent des montants maximums.

Il est également peu probable que le Luxembourg ait recours aux instruments de crise du MES et de la Commission (SURE), étant donné que l'État luxembourgeois peut se financer sur les marchés des capitaux à des taux d'intérêts plus bas que les institutions européennes susmentionnées. Par ailleurs, l'instrument de crise de la BEI agit en complément des autres instruments de crédit mis en place par le gouvernement luxembourgeois via la SNCI, l'Office du DuCroire ou encore les prêts bancaires garantis par l'État (voir le plan national de stabilisation présenté ci-dessus). Au vu de ce qui précède, on peut conclure que le risque sur les finances publiques luxembourgeoises représenté par la mise en œuvre des trois instruments décrits ci-dessus demeure à ce stade de nature conditionnelle.

Graphique 34
Prêts prévus et moyenne (barre bleue) au titre de SURE
(en % du PIB, par ordre décroissant)



Sources : Commission européenne, Eurostat, calculs BCL

6.2.2 Le Fonds de relance européen – Next Generation EU

En date du 21 juillet 2020, le Conseil européen s'est mis d'accord, d'une part, sur un plan de relance européen pour lutter contre les retombées socioéconomiques de la crise du COVID-19 et, d'autre part, sur le projet de budget européen pour la période 2021 à 2027. Le montant cumulé de ces deux accords s'élève à 1 824 milliards d'euros, réparti entre un instrument de relance extraordinaire de 750 milliards d'euros¹²¹, nommé Next Generation EU (NGEU), et le Cadre financier pluriannuel (CFP) traditionnel pour un montant de 1 074 milliards d'euros. Contrairement aux trois filets de sécurité discutés ci-dessus qui sont désormais opérationnels, l'accord obtenu le 21 juillet 2020 au niveau du Conseil doit encore être ratifié par le Parlement européen et les 27 parlements nationaux.

La partie qui suit présente les éléments les plus importants du plan de relance européen et se concentre plus particulièrement sur l'élément clé du plan, à savoir la Facilité pour la reprise et la résilience (FRR).

6.2.2.1 Le Fonds de relance

L'accord obtenu au niveau du Conseil européen le 20 juillet 2020 prévoit des dépenses dans le cadre du NGEU à concurrence de 750 milliards d'euros qui seront financées par des emprunts effectués sur les marchés des capitaux par la Commission européenne pour un montant de même ampleur.

Ces dépenses consisteront d'une part en des prêts remboursables¹²² pour un montant maximum de 360 milliards d'euros et d'autre part en des subventions non remboursables octroyées aux États membres pour un montant maximum de 390 milliards d'euros. Les émissions obligataires de la Commission s'effectueront en fonction des déboursements aux États membres prévus sur la période 2021-2026.

Selon l'accord, les émissions de dette effectuées par la Commission prendront fin à l'horizon de 2026 tandis que les fonds empruntés seront quant à eux remboursés sur une période s'étalant jusqu'au 31 décembre 2058 au plus tard à travers les recettes provenant de nouvelles ressources propres, dégagées à partir de 2021. Le Parlement européen et les 27 parlements nationaux devront néanmoins ratifier l'accord avant que la Commission puisse émettre son premier emprunt.

Le mécanisme de financement du Fonds de relance fonctionnera comme suit. Dans un premier temps, la Commission empruntera des fonds sur les marchés des capitaux, augmentant ainsi son passif. Dans un deuxième temps, la Commission prêtera ces fonds à des États membres dont la dette publique augmentera à leur tour. Pour ce qui est des subventions octroyées, la deuxième étape ne s'appliquera pas et il n'y aura donc pas d'impact sur les niveaux de dettes publiques des États bénéficiant de subventions.

En termes de répartition du financement, le Fonds de relance financera la FRR et REACT-EU¹²³ à part entière tandis que les cinq programmes restants seront cofinancés avec le CFP.

121 Tous les montants mentionnés dans cette partie sont exprimés aux prix de 2018.

122 L'accord du Conseil européen précise que le volume maximal de prêts ne peut dépasser 6,8 % du RNB d'un État membre.

123 REACT-EU (acronyme de « Recovery Assistance for Cohesion and the Territories of Europe ») est une initiative de soutien à la reprise en faveur de la cohésion et des territoires de l'Europe qui poursuit et étend les mesures de réaction aux crises et les mesures visant à remédier aux conséquences de la crise prévues par l'initiative d'investissement en réaction au coronavirus et l'initiative d'investissement plus en réaction au coronavirus. REACT-EU contribuera à une relance économique verte, numérique et résiliente.

Sous réserve de l'approbation du Parlement européen¹²⁴, le tableau suivant montre la ventilation des 750 milliards d'euros prévus dans le cadre du NGEU en fonction des différents programmes.

Tableau 36 :

Allocation du Fonds de relance, par programme
(en milliards d'euros, aux prix de 2018)

Programme	Montant alloué
FRR	672,5
dont prêts :	360,0
dont subventions :	312,5
REACT-EU (gestion de crise)	47,5
Horizon Europe (recherche)	5,0
InvestEU (investissements)	5,6
Développement rural	7,5
Fonds pour une transition juste (Green Deal)	10
RescEU (protection civile)	1,9
Total	750,0

Remarque : À l'exception de la partie de la FRR relative aux prêts, tous les programmes énumérés font l'objet de subventions.

Source : Conseil européen

Parmi les sept programmes qui composeront le Fonds de relance, la FRR se distingue avec un montant total alloué de 672,5 milliards d'euros, dont 360 milliards d'euros en vue de l'octroi de prêts et 312,5 milliards d'euros destinés à l'octroi de subventions. La FRR représentera ainsi à elle seule plus de 90 % de l'enveloppe totale prévue par le Fonds de relance.

Pour pouvoir bénéficier de prêts ou de subventions au titre de la FRR, les États membres seront toutefois tenus d'élaborer des plans nationaux pour la reprise et la résilience sur la période 2021-2023, en cohérence avec les recommandations par pays du « semestre européen »¹²⁵ et qui incluront des objectifs de transition écologique et numérique.

Le Conseil européen devra approuver lesdits plans à la majorité qualifiée sur proposition de la Commission. Les déboursements au titre de la FRR seront liés à la réalisation d'objectifs intermédiaires et finaux reflétant ainsi les progrès effectués en relation avec les réformes et investissements contenus dans les plans.¹²⁶

¹²⁴ L'accord politique du 10 novembre 2020 entre le Conseil et le Parlement européen vise à renforcer les programmes de l'UE via une enveloppe qui s'élève à 15 milliards d'euros, composée d'un montant additionnel de 12,5 milliards d'euros et d'une réallocation des fonds NGEU à hauteur de 2,5 milliards d'euros. Ce nouveau paquet requiert désormais l'approbation formelle du Parlement européen et des parlements nationaux avant son entrée en vigueur.

¹²⁵ Le « semestre européen » se réfère à un cycle de coordination ex ante des politiques économiques et budgétaires des États membres de l'UE. Il s'étend sur les six premiers mois de l'année au cours de laquelle les politiques budgétaires et structurelles nationales sont examinées par la Commission, l'Eurogroupe et le Conseil Ecofin. Ce dernier fait par la suite des recommandations portant sur les décisions budgétaires (<https://igf.gouvernement.lu/fr/psc/semestre-europeen.html>).

¹²⁶ Document de travail des services de la Commission : Orientations à l'intention des États membres concernant les plans pour la reprise et la résilience. (https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/3_en_document_travail_service_part2_v3_en_0.pdf).



Du côté des recettes de l'UE, le Conseil européen vise à mettre en place de nouvelles sources de revenus¹²⁷ dans le but de rembourser les fonds empruntés relatifs au Fonds de relance (ainsi que les intérêts éventuels). Dans le cas où des nouvelles recettes ne pourront être mises en place, le remboursement des fonds NGEU empruntés par la Commission devra se faire soit au travers de contributions nationales plus élevées dans le cadre du CFP, soit via une réduction des dépenses dans le cadre du CFP. Les finances publiques de l'ensemble des États membres pourront ainsi être impactées *ex post* alors que l'obtention de subventions n'aura pas d'impact négatif *ex ante* sur les finances publiques des États membres.

6.2.2.2 Subventions au titre de la facilité pour la reprise et la résilience (FRR)

En ce qui concerne les 312,5 milliards d'euros de subventions octroyées dans le cadre de la FRR, il importe de relever que 70 % (environ 219 milliards d'euros) seront alloués en 2021 et 2022 alors que les 30 % restants (environ 94 milliards d'euros) le seront en 2023, sur base des critères d'allocation¹²⁸ déterminés par la Commission. L'utilisation de ces critères implique donc que les allocations divergeront fortement entre les États membres de l'UE (voir tableau ci-dessous). L'utilisation des critères liés au chômage, à la population et au PIB réel aura un impact positif sur le montant des subventions versées dans le chef de certains pays et inversement pour d'autres. La formule utilisée prend en effet en compte les effets de la crise sanitaire seulement en ce qui concerne l'allocation de 2023. Étant donné que les fonds alloués en 2023 ne représenteront que 30 % du total des subventions au titre de la FRR, l'allocation totale dépendra donc relativement moins de l'impact de la crise sanitaire que du niveau de chômage observé avant la crise qui affectera quant à lui 70 % de l'allocation totale.

Le tableau 37 ci-après résume et décompose les estimations concernant l'allocation des subventions au titre de la FRR par État membre et par période de référence.¹²⁹

127 Parmi les exemples mentionnés, on peut citer un nouveau prélèvement sur les déchets plastiques, un mécanisme d'ajustement carbone aux frontières, une redevance numérique et une taxe sur les transactions financières. La première ressource citée sera instaurée en 2021 alors qu'aucun accord n'a été conclu en vue des trois autres propositions. La Commission vise à cet effet une introduction au 1^{er} janvier 2023 au plus tard. L'accord politique du 10 novembre 2020 entre le Conseil et le Parlement européen prévoit la mise en place d'une feuille de route à ce sujet.

128 Les montants alloués pour 2021 et 2022 se basent sur le taux de chômage de 2015 à 2019, l'inverse du PIB par habitant et la proportion de la population par État membre dans l'UE. Pour l'allocation de 2023, le critère du chômage est remplacé à part égale par la contraction du PIB réel en 2020 et la contraction cumulée du PIB réel de 2020 à 2021, toute chose étant égale par ailleurs.

129 Commission européenne. *Annexes to the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a Recovery and Resilience Facility*. 2 juin 2020. European Council. *Special Meeting of the European Council - Conclusions*. 21 juillet 2020.

Tableau 37 :

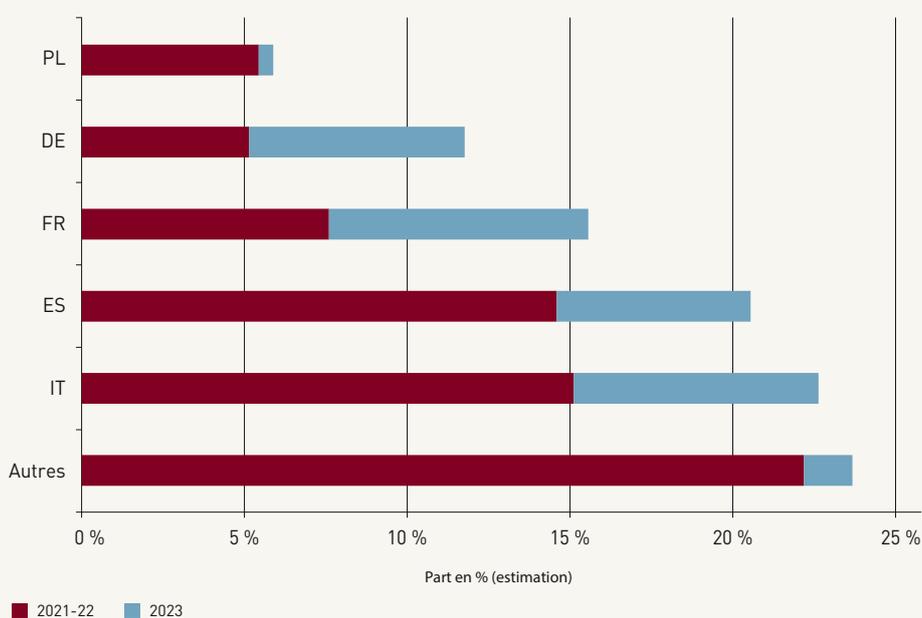
Subventions FRR par État membre et par période
 (en millions d'euros, aux prix de 2018, sauf indication contraire)

État membre	2021-2022		2023		2021-2023	
	En % du total	Montant [1]	En % du total	Montant [2]	En % du total	Montant [1] + [2]
BE	1,6	3 569	0,7	659	1,4	4 228
BG	1,8	3 927	0,1	47	1,3	3 974
CZ	1,4	2 987	0,4	416	1,1	3 404
DK	0,6	1 280	0,1	61	0,4	1 341
DE	7,3	15 997	22,2	20 829	11,8	36 826
EE	0,3	656	0,003	3	0,2	659
IE	0,4	869	0,02	16	0,3	885
EL	5,2	11 449	0,5	513	3,8	11 962
ES	20,8	45 528	19,8	18 605	20,5	64 133
FR	10,9	23 822	26,5	24 842	15,6	48 664
HR	1,8	3 924	0,1	53	1,3	3 977
IT	21,5	47 132	25,1	23 496	22,6	70 628
CY	0,4	797	0,003	3	0,3	800
LV	0,6	1 393	0,01	6	0,4	1 399
LT	0,8	1 771	0,003	3	0,6	1 774
LU	0,03	74	0,001	1	0,02	74,3
HU	1,8	3 926	0,2	209	1,3	4 135
MT	0,1	162	0,001	1	0,1	163
NL	1,8	3 847	1,1	1 006	1,6	4 853
AT	1	2 186	0,3	307	0,8	2 492
PL	7,8	16 964	1,5	1 393	5,9	18 357
PT	3,8	8 257	0,5	492	2,8	8 748
RO	3,9	8 640	0,5	458	2,9	9 098
SI	0,5	1 196	0,02	15	0,4	1 212
SK	1,8	3 926	0,1	92	1,3	4 018
FI	0,7	1 629	0,1	67	0,5	1 696
SE	1,3	2 840	0,2	159	1	2 999
Total	100	218 750	100	93 750	100	312 500

Remarques : Les données relatives à la contraction du PIB réel en 2020 et 2021 utilisées pour le calcul de l'allocation de 2023 demeurent à ce stade provisoires et proviennent du « Autumn 2020 Economic Forecast » de la Commission européenne, publié le 5 novembre 2020. Les calculs des subventions FRR se basent sur l'accord du Conseil européen du 21 juillet 2020 et sur la méthodologie proposée par la Commission du 2 juin 2020. Il convient donc de noter que, conformément à l'accord du Conseil, les montants finaux seront calculés d'ici le 30 juin 2022. En outre, les estimations ci-avant ne concernent que les subventions au titre de la FRR et ne doivent pas être confondues avec le total des subventions NGEU.

Sources : Commission européenne, Eurostat, calculs BCL

Graphique 35
Part estimée dans le total des subventions FRR par période d'allocation
(en %)

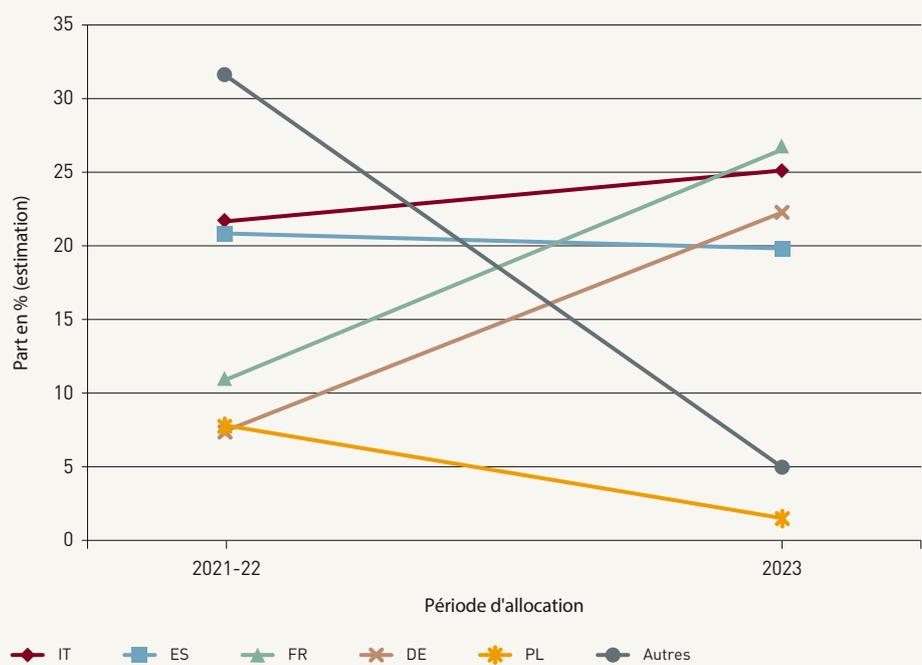


Remarque : La catégorie « Autres » désigne la part cumulée des 22 autres États membres de l'UE par période d'allocation.

Sources : Commission européenne, calculs BCL

Les estimations du tableau 37 indiquent que l'Italie, l'Espagne, l'Allemagne et la France se partageront respectivement environ 70 % du total des subventions qui seront allouées au cours de la période 2021-2023. À titre d'exemple, l'allocation totale pour l'Italie qui représentera environ 23 % du total sera quasiment semblable à la part cumulée des 22 « autres » États membres (voir graphique 35). La Pologne sera quant à elle le cinquième plus grand bénéficiaire individuel avec une part estimée à près de 6 % du total alloué, soit environ 18 milliards d'euros. Au final, l'impact que ces subventions auront sur la croissance économique dépendra de la manière dont ces subventions s'ajouteront ou se substitueront aux dépenses publiques nationales.

Graphique 36
Part estimée dans les subventions FRR par période d'allocation
(en %)

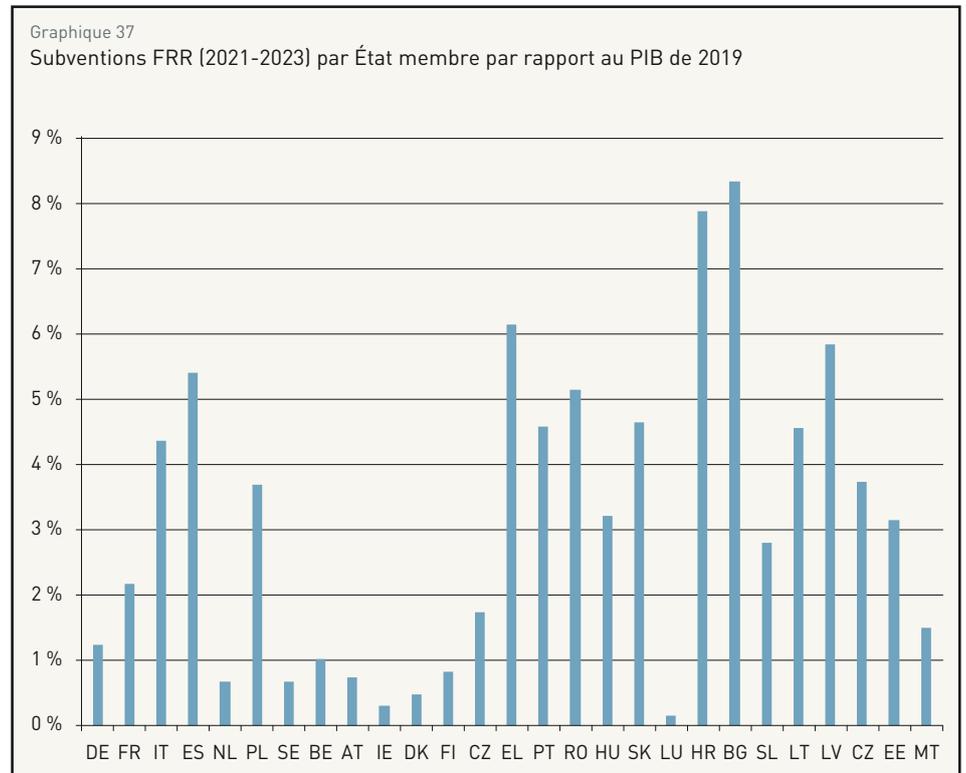


Remarque : La catégorie « Autres » désigne la part cumulée des 22 autres États membres de l'UE par période d'allocation.

Sources : Commission européenne, calculs BCL

Lorsqu'on remplace, pour la 2^e période d'allocation, soit 2023, le critère relatif au chômage à part égale par la contraction du PIB réel en 2020 d'une part et la contraction cumulée du PIB réel en 2020 et 2021 d'autre part, trois États membres, à savoir l'Allemagne, la France et, dans une moindre mesure, l'Italie, verront leur part relative augmenter dans le total alloué pour 2023 par rapport au total relatif à la période 2021-2022. Cet effet s'explique par le nouveau critère d'allocation qui mesure l'activité économique en volume et donne de ce fait un poids plus important aux plus grandes économies et donc aux trois pays susmentionnés. Le graphique 36 présente la variation en termes de subventions octroyées pour les 5 bénéficiaires les plus importants lorsqu'on considère les deux périodes d'allocation.

Il ressort que les parts respectives de l'Allemagne et de la France feront plus que doubler d'une période d'allocation à l'autre (respectivement de 7,3 % à 22,2 % et de 10,9 % à 26,5 %). En comparaison, l'allocation de l'Italie enregistrera une augmentation plus modérée, passant de 21,5 % à 25,1 %. À l'exception de ces trois États membres, l'intégralité des autres États membres verra leurs allocations respectives diminuer en 2023 (en pourcentage du total). La part de l'Espagne, bien qu'en baisse de 20,8 % à 19,9 %, restera quant à elle substantielle, alors que celle de la Pologne diminuera de 7,8 % à 1,5 %. La part cumulée des 22 autres États membres chutera fortement de 31,7 % à 4,9 %. Les parts élevées pour 2021 et 2022 dont profiteront l'Italie et l'Espagne s'expliquent par l'indicateur lié au chômage basé en partie sur le taux de chômage moyen observé entre 2015 et 2019. Celui-ci s'est établi à respectivement 11,1 % et 17,7 % dans ces deux pays, soit à un niveau supérieur par rapport à la plupart des autres États membres.¹³⁰



Sources : Commission européenne, Eurostat, calculs BCL

Sur base des estimations qui précèdent, le Luxembourg recevra des subventions d'environ 74,3 millions d'euros au titre de la FRR, soit environ 0,02 % de l'ensemble des fonds affectés à la FRR. La quasi-totalité de ce montant (73,6 milliards d'euros) sera alloué à la 1^{re} période d'allocation, 2021-2022, ce qui représentera l'allocation la plus petite des 27 États membres pour cette période. Pour le calcul de l'allocation de 2021-2022, le critère de chômage ne sera en effet pas davantage pour le Luxembourg étant donné que le taux de chômage moyen entre 2015 et 2019 était égal à 5,6 % au Luxembourg contre un taux de 7,9 % en moyenne au niveau de l'UE.

La part du Luxembourg deviendra encore plus négligeable pour 2023 lorsqu'on ajoute le critère relatif à la contraction du PIB réel. Il convient néanmoins de noter que l'accord du Conseil prévoit une allocation supplémentaire unique de 100 millions d'euros pour le Luxembourg au titre de REACT-EU¹³¹.

L'analyse concernant l'allocation des subventions au titre de la FRR est modifiée lorsqu'on exprime les allocations en pourcentage du PIB. En l'occurrence, ce sont des États membres de l'Europe centrale et orientale qui devront en bénéficier le plus. Selon les estimations reprises au graphique 37, la Bulgarie, la Croatie et la Grèce recevront des subventions égales à respectivement 8,3 %, 7,9 % et 6,2 % de leur PIB respectif. La part du Luxembourg s'élèvera en revanche à un peu plus de 0,1 % de PIB, ce qui représentera la part la plus faible parmi les États membres de l'UE.

¹³⁰ Seuls la Grèce (21,3 %), la Croatie (11,1 %) et Chypre (10,9 %) ont aussi affiché des taux de chômage moyens dépassant les 10 % sur la période 2015-2019.

¹³¹ Malte bénéficierait également d'une allocation supplémentaire unique dans le cadre de REACT-EU s'élevant à 50 millions d'euros.

3 ANNEXES

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	194
2	Circulaires de la BCL	194
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL (www.bcl.lu)	194
1	Statistiques de politique monétaire	194
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	194
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	195
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	195
5	Indicateurs macroéconomiques pour le Luxembourg	195
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	195
7	Balance des paiements du Luxembourg	195
8	Commerce extérieur	196
9	Position extérieure globale	196
10	Avoirs de réserve	196
11	Établissements de crédit	196
12	Véhicules de titrisation	196
13	Fonds d'investissement	197
14	Professionnels du secteur financier	197
15	Sociétés de gestion	197
16	Sociétés d'assurances et fonds de pension	197
17	Indicateurs de solidité financière	197
18	Statistiques de paiement	197
4	Publications de la BCL	198
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	200
6	Liste des abréviations	201

1 RÈGLEMENTS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

Règlement 2020/N°28 du 18 mai 2020

Objet : 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

Domaine : Politique monétaire

Règlement 2020/N°27 du 20 avril 2020

Objet : 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

Domaine : Politique monétaire

Pour une liste complète des règlements publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

2 CIRCULAIRES DE LA BCL

Circulaire 2019/242 du 28 janvier 2019

Objet : Adaptation de la fréquence du rapport S 0.1 «Rapport quotidien sur les dépôts» - Adaptation du rapport TPTBHR (Titre par titre - Données sur le hors-bilan - Clients résidents)

Destinataires : à tous les établissements de crédit

Pour une liste complète des circulaires publiées par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

3 STATISTIQUES MONÉTAIRES, ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES PUBLIÉES SUR LE SITE INTERNET DE LA BCL (WWW.BCL.LU)

1 STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

- 1.1 Situation financière de la Banque centrale du Luxembourg
- 1.2 Statistiques de réserves obligatoires au Luxembourg

2 ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO ET AU LUXEMBOURG

- 2.1 Bilan agrégé des IFM luxembourgeoises (hors Banque centrale)
- 2.2 Éléments du passif des IFM luxembourgeoises inclus dans les agrégats monétaires

3 MARCHÉS DE CAPITAUX ET TAUX D'INTÉRÊT

- 3.1 Taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit luxembourgeois aux dépôts et crédits en euros – 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
- 9.7 Ventilation géographique des Positions d'investissements directs selon le principe directionnel étendu

10 AVOIRS DE RÉSERVE

- 10.1 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 SOCIÉTÉS 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 2020/1, juin 2020

Pour une liste complète des Bulletins publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

4.2 REVUE DE STABILITÉ FINANCIÈRE

- Revue de stabilité financière 2020, juillet 2020

Pour une liste complète des Revues de stabilité financière publiées par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

4.3 RAPPORT ANNUEL DE LA BCL

- Rapport annuel 2019, juillet 2020
- Annual Report 2019, octobre 2020

Pour une liste complète des Rapports annuels publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

4.4 CAHIERS D'ÉTUDES DE LA BCL

- Cahier d'études 150, décembre 2020
Key Features of Captive Financial Institutions and Money Lenders (sector S127) in Luxembourg,
par Gabriele Di Filippo, Frédéric Pierret
- Cahier d'études 149, novembre 2020
The impact of tax and infrastructure competition on the profitability of local firms,
par Yutao Han, Patrice Pieretti, Giuseppe Pulina
- Cahier d'études 148, août 2020
Borrowing constraints, own labour and homeownership: Does it pay to paint your walls?,
par Peter Lindner, Thomas Y. Mathä, Giuseppe Pulina, Michael Ziegelmeyer
- Cahier d'études 147, août 2020
LED: An estimated DSGE model of the Luxembourg economy for policy analysis,
par Alban Moura
- Cahier d'études 146, juillet 2020
A Typology of Captive Financial Institutions and Money Lenders (sector S127) in Luxembourg,
par Gabriele Di Filippo, Frédéric Pierret
- Cahier d'études 145, juillet 2020
Why is the Ratio of Debt-to-GDP so Large for Non-Financial Companies in Luxembourg?,
par Gabriele Di Filippo
- Cahier d'études 144, juin 2020
Housing and inequality: The case of Luxembourg and its cross-border workers,
par Guillaume Claveres, Thomas Y. Mathä, Giuseppe Pulina, Jan Stráský, Nicolas Woloszko,
Michael Ziegelmeyer
- Cahier d'études 143, mai 2020
Total Factor Productivity and the Measurement of Neutral Technology,
par Alban Moura

- Cahier d'études 142, mars 2020
The Luxembourg Household Finance Consumption Survey: Results from the third wave,
par Yiwen Chen, Thomas Y. Mathä, Giuseppe Pulina, Barbara Schuster, Michael Ziegelmeier
- Cahier d'études 141, mars 2020
Macroprudential stress testing: A proposal for the Luxembourg investment fund sector,
par Kang-Soek Lee
- Cahier d'études 140, janvier 2020
PENELOPE : Luxembourg Tool for Pension Evaluation and Long-Term Projection Exercises,
par Luca Marchiori
- Cahier d'études 139, janvier 2020
Health Subsidies, Prevention and Welfare,
par Luca Marchiori et Olivier Pierrard

Pour une liste complète des Cahiers d'études publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

4.5 AUTRES PUBLICATIONS DE LA BCL

- Brochure de présentation de la BCL, édition avril 2018

Pour une liste complète des autres publications publiées par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

4.6 PUBLICATIONS ET PRÉSENTATIONS EXTERNES DU PERSONNEL DE LA BCL

4.6.1 Publications externes du personnel de la BCL

Giordana, G., and **M. Ziegelmeier** (2020): "Stress testing household balance sheets in Luxembourg", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, **76**: 115–138.

Mathä, T.Y., S. Millard, T. Rööm, **L. Wint** and R. Wyszynski (2020): Shocks and labour cost adjustment: Evidence from a survey of European firms. *Oxford Economic Papers*, <https://doi.org/10.1093/oeq/gpaa041>.

4.6.2 Présentations externes

Household Finance and Consumption Network, European Central Bank, Frankfurt, 2-3 March 2020.

Séminaire économique du STATEC, Luxembourg, 10 February 2020.

Comité pour la Protection des Consommateurs Financiers, CSSF, Luxembourg, 23 January 2020.



5 PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

Pour une liste complète des documents publiés par la Banque centrale européenne (BCE), ainsi que pour les versions traduites dans les langues officielles de l'UE, veuillez consulter le site internet de la BCE www.ecb.int.

For a complete list of the documents published by the European Central Bank (ECB) and for the versions in all official languages of the European Union, please visit the ECB's web site www.ecb.int.

COMMANDE / ORDER

BCE/ ECB
Postfach 160319
D-60066 Frankfurt am Main
<http://www.ecb.int>

6 LISTE DES ABRÉVIATIONS

ABBL	Association des Banques et Banquiers, Luxembourg
AFN	Avoirs financiers nets
BCE	Banque centrale européenne
BCL	Banque centrale du Luxembourg
BCN	banque(s) centrale(s) nationale(s)
BEI	Banque européenne d'investissement
BERD	Banque européenne pour la reconstruction et le développement
BRI	Banque des règlements internationaux
CPI	Consumer Price Index
CSSF	Commission de surveillance du secteur financier
DTS	Droits de tirage spéciaux
ECB	European Central Bank
ECG	Enlarged Contact Group on the Supervision of Investment Funds
EIB	European Investment Bank
EMU	Economic and Monetary Union
EU	European Union
EUR	euro
EUROSTAT	Office statistique des Communautés Européennes
FBCF	Formation brute de capital fixe
FCP	Fonds commun de placement
FMI	Fonds monétaire international
GAFI	Groupe d'action financière pour la lutte contre le blanchiment de capitaux
GDP	Gross domestic product
HICP	Harmonised Index of Consumer Prices

IGF	Inspection générale des finances
IFM	Institution financière monétaire
IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
MFI	Monetary Financial Institution
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
OLS	Ordinary least squares
OPC	Organisme de placement collectif
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
OPEP	Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole
PIB	Produit intérieur brut
PSC	Pacte de stabilité et de croissance
PSF	Autres professionnels du secteur financier
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC	Système européen de comptes
SICAF	Société d'investissement à capital fixe
SICAV	Société d'investissement à capital variable
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication s.c.
SYPAL GIE	Groupement d'intérêt économique pour la promotion et la gestion des systèmes de paiement au Luxembourg
TARGET	Trans-European Automated
SYSTEM	Realtime Gross settlement Express Transfer system
SYSTÈME	Transfert express automatisé
TARGET	transeuropéen à règlement brut en temps réel

TCE	Traité instituant la Communauté européenne
UCI	Undertaking for Collective Investments
UCITS	Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities
UCM	Union des caisses de maladie
UE	Union européenne
UEM	Union économique et monétaire
USD	Dollar des États-Unis d'Amérique
VNI	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 • sg@bcl.lu