

16 OCTOBRE
2023



LE GOUVERNEMENT
DU GRAND-DUCHÉ DE LUXEMBOURG
Comité économique et financier national

NOTE DE TRAVAIL

PROJECTIONS MACROECONOMIQUES ET
PREVISIONS DES FINANCES PUBLIQUES
A POLITIQUE INCHANGEE
POUR LA PERIODE 2023 - 2027

Le Comité économique et financier national (CEFNI) a été institué par le règlement grand-ducal du 9 octobre 2017 portant création d'un comité économique et financier national.

Le CEFNI est composé des personnes suivantes :

- Monsieur Bob KIEFFER, président, Directeur du Trésor ;
- Monsieur Nima AHMADZADEH, vice-président, Directeur de l'Inspection générale des finances ;
- Monsieur Serge ALLEGREZZA, vice-président, Directeur du STATEC ;
- Madame Pascale TOUSSING, membre, Directeur de l'Administration des contributions directes ;
- Monsieur Romain HEINEN, membre, Directeur de l'Administration de l'enregistrement, des domaines et de la TVA ;
- Monsieur Alain BELLOT, membre, Directeur de l'Administration des douanes et accises ;
- Monsieur Thomas DOMINIQUE, membre, Directeur de l'Inspection générale de la sécurité sociale ;
- Monsieur Alain BECKER, membre désigné par le Ministre ayant l'Intérieur dans ses attributions ;
- Monsieur Pierre THIELEN, membre désigné par le Ministre ayant l'Économie dans ses attributions ;
- Monsieur Carlo FASSBINDER, membre désigné par le Ministre ayant les Finances dans ses attributions.

TABLES DES MATIERES

TABLES DES MATIERES	2
RÉSUMÉ	3
TABLEAU DE SYNTHÈSE	5
ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE	6
EVOLUTION CONJONCTURELLE RÉCENTE	6
ENCADRE A: EVOLUTIONS DE L'ACTIVITE ET DE L'EMPLOI DANS LE SECTEUR FINANCIER	8
PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES	10
RISQUES ET INCERTITUDES	13
FINANCES PUBLIQUES	15
SITUATION DE DEPART EN 2023	15
SITUATION EN 2024 A POLITIQUE INCHANGÉE	16
SITUATION A MOYEN TERME (2025-2027)	18
INCERTITUDES ET DEFIS POTENTIELLEMENT IMPORTANTS A COURT ET MOYEN TERME	21
ENCADRE B : LE PNEC ET SES IMPLICATIONS BUDGETAIRES A VENIR	24
ENCADRE C : APPRECIATION DES RISQUES AU NIVEAU DES RECETTES PUBLIQUES	25
LA DETTE PUBLIQUE	27
ENCADRE D: RETOUR SUR LES AVIS DES AGENCES DE NOTATION SUR LE LUXEMBOURG	29
APPRÉCIATION DE L'ÉVOLUTION DES FINANCES PUBLIQUES À LA LUMIÈRE DES RÈGLES BUDGÉTAIRES EUROPÉENNES	30
LES RÈGLES BUDGÉTAIRES APPLICABLES	30
ENCADRE E: REFORME DU CADRE DE GOUVERNANCE ECONOMIQUE DE L'UNION EUROPEENNE	31
FIXATION DE L'OMT POUR LA PÉRIODE 2023-2025	31
CONFORMITÉ AUX RÈGLES BUDGÉTAIRES À POLITIQUE INCHANGÉE (2024-2027)	32
ANALYSE DE SENSIBILITÉ	33
ANNEXE A : DONNEES MACROECONOMIQUES	37
ANNEXE B : DÉTAIL DES DÉPENSES ET DES RECETTES BUDGÉTAIRES	38

Résumé

ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE

- *Le contexte macroéconomique s'est dégradé avec des perspectives de croissance pour 2023 à la baisse. La stagnation de l'activité économique, tirée par le ralentissement de l'activité du secteur financier, produit des effets qui se font ressentir directement sur le marché du travail qui crée beaucoup moins de nouveaux emplois qu'en 2022 alors que le taux de chômage repart à la hausse.*
- *L'inflation au Luxembourg semble avoir atteint son pic en 2022 et a été moins prononcée que dans le reste de la zone euro, notamment grâce aux mesures adoptées dans le cadre des réunions tripartites. Les prix restent cependant encore élevés suite à la remontée des prix des carburants. La persistance des pressions sous-jacentes sur les prix à la consommation a conduit à un resserrement de la politique monétaire avec des conséquences directes sur l'activité, en particulier, du secteur de la construction et de l'immobilier.*
- *Les perspectives économiques, en particulier à plus long terme, restent cependant entourées d'une série de d'incertitudes liées à l'environnement international. En fonction de l'évolution de ces facteurs, la situation des finances publiques pourrait ainsi varier significativement par rapport aux projections ci-dessous, que ce soit vers la baisse, ou, tout aussi bien, vers la hausse.*

FINANCES PUBLIQUES

- *La situation budgétaire des administrations publiques s'est nettement dégradée à partir de 2020, en raison des mesures mises en œuvre pour répondre aux crises successives (pandémie, guerre en Ukraine et hausse de l'inflation).*
- *Même si le déficit des administrations publiques et de l'administration centrale devrait atteindre son pic en 2024, la situation largement déficitaire devrait, à politique inchangée, persister en raison d'un niveau élevé de dépenses publiques et d'un ralentissement de la dynamique des recettes au cours de la période sous revue.*
- *Selon les prévisions établies sur base des travaux budgétaires préliminaires de ce printemps, le déficit des administrations publiques atteindrait 2,7% du PIB (2,3 milliards d'euros) en 2024 avant de s'établir à 2,2% du PIB (2,2 milliards d'euros) en 2027.*
- *Le déficit de l'administration centrale à elle seule se situerait à plus de 3,2 milliards d'euros en 2024 avant de s'établir à 2,7 milliards en 2027. Les administrations locales seraient en quasi équilibre sur toute la période sous revue, alors que le surplus enregistré en 2023 au niveau de la Sécurité sociale se réduirait progressivement jusqu'à 543 millions d'euros en 2027.*
- *Par conséquent, il est prévu, sur base des hypothèses retenues, que la trajectoire de la dette publique continue de croître pour dépasser en 2026 le seuil de 30% du PIB établi par le gouvernement sortant et atteindre 32,4% du PIB en 2027.*
- *Les prévisions budgétaires demeurent entourées de fortes incertitudes, compte tenu des variations importantes rencontrées ces dernières années, de sorte que la trajectoire est à apprécier avec les nuances nécessaires.*
- *Une actualisation des chiffres sera réalisée au plus tard dans le cadre de l'élaboration du prochain budget de l'Etat et pourrait aboutir, en fonction de l'évolution des facteurs sous-jacents et des effets potentiellement dynamiques liés aux mesures à retenir par le prochain gouvernement, à des résultats bien différents.*
- *En cas d'une évolution défavorable, au vu des risques qui pourraient se matérialiser dans les mois et les années à venir, une détérioration des finances publiques pourrait conduire à un non-respect du seuil de déficit de 3% du PIB.*

- *De plus, dans une petite économie ouverte, le maintien d'un ratio de dette faible est crucial afin de préserver la notation « AAA » et maintenir la flexibilité budgétaire nécessaire pour réagir en cas d'un nouveau choc économique.*
- *Alors même que des discussions sont toujours en cours au sujet d'une réforme du Pacte de stabilité et de croissance, le cadre de gouvernance budgétaire nationale découlant de la loi du 12 juillet 2014 relative à la coordination et à la gouvernance de dépenses devra être également revu.*

Tableau de synthèse

FINANCES PUBLIQUES	2023			2024			2025			2026			2027		
	en mia euros	en % du PIB	variation annuelle, en %	en mia euros	en % du PIB	variation annuelle, en %	en mia euros	en % du PIB	variation annuelle, en %	en mia euros	en % du PIB	variation annuelle, en %	en mia euros	en % du PIB	variation annuelle, en %
RECETTES TOTALES	36,404	44,7	+7,7	37,868	44,6	+4,0	40,341	45,1	+6,5	42,415	45,3	+5,1	44,542	45,4	+5,0
<i>Impôts sur la production et les importations (i. indirects)</i>	8,898	10,9	+2,4	9,359	11,0	+5,2	10,031	11,2	+7,2	10,628	11,4	+5,9	11,173	11,4	+5,1
<i>Impôts courants sur le revenu et le patrimoine (i. directs)</i>	13,548	16,7	+9,4	14,102	16,6	+4,1	14,832	16,6	+5,2	15,551	16,6	+4,8	16,345	16,6	+5,1
<i>Cotisations sociales</i>	10,213	12,6	+9,8	10,560	12,4	+3,4	11,524	12,9	+9,1	12,114	12,9	+5,1	12,736	13,0	+5,1
DEPENSES TOTALES	37,961	46,7	+11,6	40,200	47,4	+5,9	42,396	47,4	+5,5	44,387	47,4	+4,7	46,704	47,6	+5,2
<i>Investissement public</i>	3,702	4,6	+12,7	4,084	4,8	+10,3	4,069	4,6	-0,4	4,041	4,3	-0,7	4,136	4,2	+2,3
<i>Prestations sociales</i>	15,776	19,4	+8,2	16,680	19,7	+5,7	17,859	20,0	+7,1	18,834	20,1	+5,5	19,989	20,4	+6,1
<i>Consommation intermédiaire</i>	3,819	4,7	+9,9	4,080	4,8	+6,8	4,298	4,8	+5,3	4,495	4,8	+4,6	4,695	4,8	+4,4
<i>Rémunération des salariés</i>	8,921	11,0	+12,5	9,603	11,3	+7,6	10,169	11,4	+5,9	10,643	11,4	+4,7	11,070	11,3	+4,0
SOLDE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES	-1,557	-1,9		-2,331	-2,7		-2,055	-2,3		-1,972	-2,1		-2,162	-2,2	
<i>Solde de l'administration centrale</i>	-2,218	-2,7		-3,259	-3,8		-2,868	-3,2		-2,698	-2,9		-2,697	-2,7	
<i>Solde des administrations locales</i>	-0,311	-0,4		-0,027	-0,0		-0,005	-0,0		-0,009	-0,0		-0,008	-0,0	
<i>Solde de la Sécurité sociale</i>	0,971	+1,2		0,955	+1,1		0,818	+0,9		0,735	+0,8		0,543	+0,6	
SOLDE STRUCTUREL		-1,4			-2,3			-2,1			-2,0			-2,1	
DETTE PUBLIQUE BRUTE	20,339	25,0		23,598	27,8		26,465	29,6		29,164	31,2		31,861	32,4	
INDICATEURS MACROECONOMIQUES	2023			2024			2025			2026			2027		
CROISSANCE															
PIB réel (évolution, en %)		1,5			2,5			3,0			2,8			2,8	
PIB nominal (évolution, en %)		5,0			4,3			5,4			4,7			5,0	
PIB nominal (niveau, en mia euros)		81,4			84,8			89,4			93,6			98,2	
EVOLUTION DES PRIX															
Inflation IPCN (évolution, en %)		3,9			2,5			3,4			1,5			1,6	
Echelle mobile des salaires (évolution, en %)		5,7			3,3			3,1			1,7			1,9	
EMPLOI ET POPULATION															
Emploi intérieur (évolution, en %)		2,5			2,0			2,2			2,6			2,4	
Emploi intérieur (en milliers)		513,9			524,5			536,0			550,0			563,1	
Taux de chômage (définition ADEM, en % de la pop. active)		5,1			5,3			5,4			5,5			5,5	
Population résidente (en milliers)		673,7			685,7			698,5			711,9			725,0	
Frontaliers entrants (en milliers)		235,3			241,2			248,9			258,5			267,4	

Source : STATEC, Comité économique et financier national.

Environnement macroéconomique

Tableau 1 : Scénario macroéconomique de 2023 à 2027

	2023	2024	2025	2026	2027
<i>Environnement international</i>					
	<i>Évolution en % (ou spécifié différemment)</i>				
PIB zone euro (vol.)	0,8	1,0	2,1	1,8	1,4
Indice boursier européen EuroStoxx	12,3	-3,7	2,1	1,1	0,7
Prix PIB zone euro	5,0	1,0	1,7	1,7	1,8
Prix pétroliers (USD/baril)	80,1	81,0	80,5	80,1	80,7
Taux de change (USD/EUR)	1,09	1,10	1,11	1,13	1,15
Taux d'intérêt court terme EUR	3,3	2,4	1,9	1,9	1,9
Taux d'intérêt long terme EUR	3,0	2,7	2,5	2,5	2,5
<i>Principaux agrégats macroéconomiques</i>					
	<i>Évolution en % (ou spécifié différemment)</i>				
PIB valeur (mia EUR)	81,37	84,84	89,39	93,55	98,19
Idem, évolution en %	5,0	4,3	5,4	4,7	5,0
RNB (mia EUR)	55,37	58,36	60,90	63,31	65,87
Idem, évolution en %	6,0	5,4	4,4	4,0	4,0
PIB potentiel (vol.) ¹	2,2	2,3	2,5	2,5	2,5
Ecart de production (en % du PIB pot.) ¹	-1,5	-1,2	-0,8	-0,4	-0,2
PIB (en vol.)	1,5	2,5	3,0	2,8	2,8
Emploi total intérieur ²	2,5	2,0	2,2	2,6	2,4
Taux de chômage (% de la pop. active, déf. ADEM)	5,1	5,3	5,4	5,5	5,5
Indice des prix à la consommation (IPCN)	3,9	2,5	3,4	1,5	1,6
Echelle mobile des salaires (1.1.1948=100)	921,63	952,30	982,16	998,44	1017,04
Idem, évolution en %	5,7	3,3	3,1	1,7	1,9
Coût salarial nominal moyen, évolution en %	5,8	3,7	3,3	1,9	2,2

Source: STATEC (1995-2022: données observées ou estimées; 2023-2024: prévisions issues de la NDC 1-2023 et des prévisions d'inflation du 9.8.2023; 2025-2027: Projections de moyen terme du STATEC du printemps 2023).

Hypothèses internationales: Oxford Economics.

¹ PIB potentiel basé sur la méthode "Com-Lux", c.-à-d. la méthode communautaire harmonisée, adaptée aux spécificités luxembourgeoises.

² Concept comptes nationaux.

ÉVOLUTION CONJONCTURELLE RÉCENTE

Après une forte progression en 2021, l'**activité économique** du Luxembourg, telle que mesurée par le PIB en volume, est entrée dans une phase de baisse en 2022, très modérée sur les trois premiers trimestres, puis bien plus marquée au 4^e. Cette trajectoire a été nettement influencée par l'évolution du secteur financier, dont la valeur ajoutée en volume a significativement reculé tout au long de 2022 (voir encadré A), enregistrant au final une baisse de presque 5% par rapport à 2021 (tandis que l'ensemble des autres activités avaient progressé encore de 3,5%). Sur la première moitié de 2023, l'activité tend globalement à stagner (mais affiche un recul par rapport au 1^{er} semestre 2022, de -1,7%, avec -6% pour le seul secteur financier contre une hausse de 0,5% pour les autres activités).

Les données trimestrielles du PIB sont en général assez volatiles au Luxembourg et souvent soumises à d'importantes révisions par la suite, mais les tendances relevées au travers de ses différentes composantes sur le début de 2023 indiquent un manque certain de dynamisme. Après une hausse de 0,6% sur un trimestre au 1^{er} trimestre 2023, le PIB en volume du Luxembourg s'est légèrement rétracté au 2^e (-0,1%). Les dépenses d'investissement ont sensiblement reculé (mais elles avaient bien progressé au 1^{er} trimestre), tandis que la consommation privée a stagné (la consommation publique est par contre demeurée bien orientée). Outre une contribution positive des branches à caractère non marchand, l'activité s'est inscrite en hausse pour les services de

transport ainsi que pour ceux d'information et communication. Mais pour la plupart des autres branches, le 2^e trimestre a été marqué par un recul de la valeur ajoutée, notamment (en termes d'incidence sur le résultat d'ensemble) pour l'industrie, le commerce, la construction et les services aux entreprises.

Sur base de ces résultats (et des révisions opérées sur les trimestres précédents, qui découlent en grande partie de la révision des comptes nationaux annuels¹), les perspectives de croissance pour l'ensemble de 2023 se sont sensiblement dégradées, l'acquis de « croissance » à l'issue du 2^e trimestre s'élevant pour le moment à -1,1%² et laissent ainsi entrevoir une révision à la baisse de la croissance pour l'année entière.

Si les données du PIB font régulièrement l'objet de révisions et ont à ce titre un caractère provisoire, la tendance à la détérioration de l'activité qu'elles indiquent à partir de 2022 coïncide bel et bien avec d'autres indicateurs conjoncturels qui eux ne seront pas révisés. Les enquêtes de conjoncture mensuelles montrent notamment un repli régulier de la confiance des entreprises luxembourgeoises depuis le printemps 2022 (soit après le début de la guerre en Ukraine) et cette tendance se poursuit au 3^e trimestre 2023 (hormis pour l'industrie où la confiance s'est sensiblement redressée en août et septembre, sous l'effet de meilleures perspectives concernant l'évolution de la production et d'une diminution des stocks). Ce repli du moral des entreprises qui perdure à l'approche du 4^e trimestre ressort aussi au niveau de la zone euro dans son ensemble, après que le PIB y ait quasiment stagné du 4^e trimestre 2022 au 2^e trimestre 2023³, ce qui renforce largement la possibilité d'une dynamique de récession sur la deuxième moitié de 2023.

La détérioration conjoncturelle produit aussi ses effets sur le **marché du travail**. Avec +0.5% sur un trimestre en T2, la croissance de l'emploi au Luxembourg tombe à un plus bas (hors crise COVID) depuis la crise des dettes souveraines en zone euro de 2012-2013. Un freinage progressif s'observe également en zone euro depuis le début de 2022, malgré un rebond temporaire au 1^{er} trimestre 2023 (sous l'effet de bons résultats en Italie et en Espagne, mais qui ont laissé place à une stagnation ensuite). A l'instar de la zone euro, les branches du commerce, des transports et de l'Horeca contribuent nettement au ralentissement de l'emploi au Luxembourg, tout en restant créatrices nettes de postes au 2^e trimestre. Par ailleurs, les effectifs reculent dans l'industrie (-0,3% au T2) et dans la construction (-0,4%). Les perspectives d'emploi des entreprises ont continué à se dégrader durant l'été pour l'ensemble des branches d'activité enquêtées et ceci aussi bien au Luxembourg qu'en zone euro.

Dans ce contexte, le taux de chômage tend à remonter depuis la mi-2022 et s'élève à 5,3% de la population active en août 2023 (après un point bas de 4,7% environ un an auparavant). Malgré cette remontée du chômage, celui-ci demeure encore relativement faible. Par ailleurs, les entreprises sont encore nombreuses à signaler des difficultés de recrutement au 3^e trimestre 2023, même si leur proportion tend à diminuer depuis la fin de 2022.

La flambée des prix de l'énergie liée (principalement) aux conséquences de la guerre en Ukraine a entraîné au Luxembourg comme ailleurs en Europe une très forte remontée de l'**inflation**. Celle-ci a atteint un pic à 6,3% sur l'ensemble de l'année 2022, un niveau qui n'avait plus été observé

¹ La publication des comptes trimestriels du 2^e trimestre s'accompagne systématiquement de données annuelles révisées.

² L'acquis de croissance pour 2023 correspond à l'évolution annuelle du PIB en supposant que celui-ci se maintienne au même niveau qu'au dernier trimestre observé (ici 2023 T2) sur le restant de l'année. Pour information, à l'issue du 1^{er} trimestre 2023, l'acquis de croissance était de -0.1% dans la précédente version des comptes trimestriels, alors qu'il est maintenant de -1.0%. Autrement dit, l'impulsion mécanique liée à la trajectoire du PIB depuis 2022 a été réduite d'environ 1 point de % pour 2023, et ce uniquement du fait des dernières révisions opérées sur les données.

³ Il faut à ce propos noter que la croissance du 2^e trimestre en zone euro a été révisée à la baisse, à seulement +0.1% sur un trimestre (contre +0.3% en première estimation).

depuis les années 80. Cette forte hausse des prix à la consommation a cependant été moins prononcée au Luxembourg qu'en zone euro (+8,4% en 2022), du fait notamment des mesures adoptées à l'issue des réunions tripartites, mais aussi de différences dans les mécanismes de détermination des prix à la consommation de l'énergie par rapport à l'ensemble des autres pays de la zone euro. L'inflation a ensuite reflué pour atteindre un point bas à 3,2% en juin 2023, mais elle repart à la hausse en juillet et août sous l'effet notamment de la remontée des prix des carburants (liée à celle du prix du pétrole). Par ailleurs, l'inflation sous-jacente (qui exclut notamment les prix des produits pétroliers) demeure élevée, fluctuant depuis la mi-2022 autour des 5% en rythme annuel. Cette persistance des pressions sous-jacentes sur les prix à la consommation, qui vaut aussi dans les autres pays européens, a conduit les autorités monétaires européennes à fortement rehausser le niveau des taux d'intérêt, ce qui n'est pas sans conséquences sur la marche de l'activité : les branches de la construction et de l'immobilier en particulier, du fait de la hausse du coût des crédits, couplée à des prix de l'immobilier qui ont connu une progression fulgurante au cours des dernières années, montrent des signaux de plus en plus négatifs au fil des derniers trimestres.

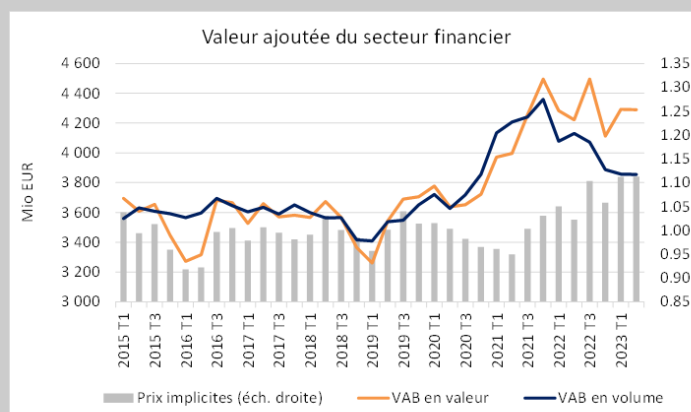
La remontée de l'inflation met aussi davantage de pression sur **l'évolution des salaires**, et ce de manière très directe pour des pays avec un système d'indexation automatique comme la Belgique ou le Luxembourg. Malgré certaines mesures, comme celles visant à limiter les hausses de prix ou à reporter le paiement d'une tranche indiciaire, le coût salarial moyen au Luxembourg – qui est le plus élevé parmi les Etats membres de l'Union européenne – a fortement progressé au Luxembourg en 2022 (+5,8% sur l'ensemble de l'année) et sur la première moitié de 2023 (+6,4% sur un an).

Encadré A: Evolutions de l'activité et de l'emploi dans le secteur financier

Repli de la valeur ajoutée du secteur financier

Après la forte croissance enregistrée en 2021, la valeur ajoutée brute (VAB) en volume du secteur financier suit une tendance à la baisse (-4,5% sur un an en 2022, -6,7% sur un an au 2^e trimestre 2023) qui peut s'expliquer par plusieurs facteurs. La chute des valorisations et la volatilité sur les marchés boursiers en 2022, dans un contexte de hausse des risques liés à la guerre en Ukraine, à la crise énergétique qui en a découlé et à la remontée des taux directeurs, ont fortement pesé sur les actifs des organismes de placement collectif (-14% sur l'année 2022), sur les revenus de commission des banques (-30% sur un an au dernier trimestre 2022), sur les revenus des sociétés de gestion et sur les primes d'assurance-vie (-11% sur un an en 2022).

Sur le 1^{er} semestre 2023, la remontée des actifs nets des organismes de placement collectif (+0,5% sur un an en juin 2023) résulte uniquement de la hausse des valorisations boursières alors que les émissions nettes sont négatives (-19 Mia EUR sur le 1^{er} semestre). Les revenus nets sur commissions sont en baisse pour les sociétés de gestion et pour les banques. Les résultats bancaires sont uniquement soutenus par la forte hausse des marges d'intérêts qui résulte des relèvements des taux, donc d'un effet prix plutôt qu'un effet volume, les encours de crédits aux entreprises et aux ménages ayant diminué de 3% sur un an au 1^{er} semestre. De plus, une partie des intérêts reçus par les banques ne sont pas pris en compte dans le calcul de la VAB selon les règles comptables (notamment les intérêts sur dérivés). Les primes d'assurance-vie diminuent par ailleurs encore fortement (-23% sur un an au 1^{er} semestre).



Source : STATEC (Comptes nationaux)

Bonne tenue de l'emploi dans la gestion de fonds et dans les banques

La croissance de l'emploi dans le secteur financier reste malgré tout bien orientée (+3,8% sur un an au 2^e trimestre 2023, après +3,7% en 2022). La gestion de fonds demeure le principal moteur des créations d'emploi (contribuant à la moitié de la hausse de l'emploi dans le secteur en 2022 et au 1^{er} semestre 2023). L'emploi y a augmenté de 9,2% en 2022 et de 8,1% sur un an au 2^e trimestre 2023. Les sociétés de participation financière (SOPARFIs) ont contribué à 15% des créations d'emploi en 2022 et 2023 (+8,2% sur un an en 2022, +7,3% sur un an au 2^e trimestre 2023). L'emploi dans les banques, relativement stable en 2021 et 2022, repart à la hausse en 2023 (+0,9% sur un an au 2^e trimestre) et contribue à 10% de la hausse de l'emploi du secteur financier au 1^{er} semestre 2023.

On constate sur les années passées un certain décalage entre l'évolution de l'activité et de l'emploi. Une baisse de l'activité peut avoir un impact sur l'évolution de l'emploi 1 à 2 ans plus tard. Néanmoins, le secteur financier continue de rechercher et recruter des postes dans la comptabilité, l'analyse de risques, la gestion de clientèle et le front office.

Révisions des estimations de la VAB du secteur financier

En septembre 2023, la VAB en volume du secteur financier a été fortement révisée à la hausse pour 2021 et révisée à la baisse pour 2022. La première cause de ces révisions est un changement de méthodologie pour le calcul du déflateur de la VAB des banques. De nouveaux indicateurs ont été intégrés pour mieux refléter les prix des différentes commissions bancaires. Les autres révisions résultent d'un ajustement des estimations avec les rapports annuels reçus et des corrections sur certains revenus.

Les estimations des comptes nationaux par le STATEC vont encore être soumises à des révisions sur les prochains trimestres et les prochaines années, avec l'intégration de reportings manquants, de nouveaux indicateurs et en raison de changements méthodologiques et comptables. En analysant les révisions de la VAB du secteur financier depuis 2009, on constate une révision moyenne positive entre la première estimation de chaque trimestre et la dernière estimation de septembre 2023 (+0,6 point % sur les variations annuelles, +0,2 point % sur les variations trimestrielles). La VAB est donc plutôt revue à la hausse au fil du temps. Près de 60% des trimestres ayant enregistré une baisse lors de la première estimation ont été revus à la hausse durant les trimestres suivants (+1,5 point % en moyenne). C'est en particulier le cas pour les trimestres ayant enregistré des baisses conséquentes (inférieures à -5%) qui ont tous été fortement revus à la hausse au cours des années suivantes. Les révisions sont encore significatives 5 années après la 1^{ère} estimation.

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES

Les prévisions à court et moyen terme compilées par le STATEC au cours des mois d'été et figurant dans cette Note au Formateur sont basées sur la dernière Note de conjoncture (NDC n° 1-23, publiée en juin 2023) et les prévisions à moyen terme publiées en mars 2023⁴.

Dans les grandes lignes, les prévisions précitées sont toujours d'actualité, en cet automne 2023, avec une exception notable: au vu des dernières données des comptes nationaux trimestriels, publiées en date du 14.9.2023, **l'économie luxembourgeoise ne semble pouvoir éviter une contraction en 2023.**

Une mise à jour détaillée des prévisions sera publiée dans la prochaine NDC, qui paraîtra en décembre 2023 laquelle formera la base pour l'élaboration du projet de budget pour l'exercice 2024.

Tableau 2 : Résumé des principaux indicateurs macroéconomiques

	1995-2022	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
					<i>Evolution en % (ou spécifié différemment)</i>				
PIB (en vol.)	3,2	-0,9	7,2	1,4	1,5	2,5	3,0	2,8	2,8
Emploi total intérieur	3,2	1,8	2,9	3,4	2,5	2,0	2,2	2,6	2,4
Taux de chômage (% de la pop. active, déf. ADEM)	4,6	6,4	5,8	4,8	5,1	5,3	5,4	5,5	5,5
Indice des prix à la consommation (IPCN)	2,0	0,8	2,5	6,3	3,9	2,5	3,4	1,5	1,6
Echelle mobile des salaires	1,9	2,5	0,6	3,8	5,7	3,3	3,1	1,7	1,9
Coût salarial moyen	3,0	1,2	5,1	5,8	5,8	3,7	3,3	1,9	2,2

Source: STATEC (1995-2022: données observées ou estimées; 2023-2027: prévisions du STATEC)

L'environnement international

Les économies de la zone euro devraient connaître en 2023 un point bas dans le cycle, avec une expansion du PIB en volume comprise entre 0,5 et 1%. Les années 2024 et surtout 2025 devraient voir la croissance accélérer de nouveau, sur fond notamment de l'assouplissement attendu de la politique monétaire. Dès la fin de 2023, la progression des revenus réels des ménages devrait virer en territoire positif, avec le ralentissement anticipé de l'inflation et l'impact différé de la hausse des prix (passée) sur les salaires (nominaux). Le puisement dans l'épargne accumulée viendrait épauler la consommation privée.

Alors qu'Oxford Economics⁵ anticipait en mai 2023 une hausse du PIB en vol. de la zone euro de 0,8% en 2023, les dernières prévisions la révisent à la baisse, à seulement 0,5%. La Commission européenne, de son côté, a publié en date du 11 septembre une prévision de 0,8% pour 2023. L'OCDE (publication en date du 19 septembre) se situe entre les deux avec +0,6%. L'FMI⁶ prévoit une croissance similaire de 0,7% du PIB pour 2023 dans la zone euro. Pour 2024, une accélération d'environ un demi-point de % supplémentaire semble pour le moment constituer le consensus.

Oxford Economics suppose dans sa communication mensuelle de septembre que la BCE commencera à baisser les taux d'intérêts directeurs à partir du 2^e trimestre 2024. Dans la NDC 1-

⁴ Les prévisions à court terme couvrent l'année courante t et l'année t+1. Elles sont mises à jour deux fois par an, dans les Notes de Conjoncture de Mai et de Décembre. Les prévisions à moyen terme couvrent l'horizon t à t+4 et sont mises à jour une fois par an et publiées fin février.

⁵ Oxford Economics est une entreprise privée qui effectue de l'analyse économique et de la recherche et élabore des prévisions macroéconomiques au niveau mondial. Le STATEC se voit livré quatre fois par an un scénario macroéconomique central et deux scénarii alternatifs, couvrant les risques essentiels. Ces données sont utilisées pour élaborer les prévisions du STATEC pour le Luxembourg.

⁶ World Economic Outlook, 10 octobre 2023.

23, le STATEC avait incorporé une baisse des taux à court terme d'environ 1 point de %, en moyenne annuelle, en 2024. Elle se poursuivrait à un moindre rythme en 2025.

Les indices boursiers avaient progressé notablement sur la fin de 2022 et ce jusqu'au début du deuxième trimestre 2023, ce qui mènera à une hausse annuelle de l'Euro Stoxx de légèrement plus de 10% cette année (comme annoncé dans la NDC 1-23). Actuellement, les indices stagnent et Oxford Economics les prévoit en légère baisse pour 2024.

Selon les prévisions qui figuraient dans la NDC 1-23, les prix pétroliers (exprimés en USD par baril) auraient dû baisser en 2023, par rapport à 2022, d'environ 20 USD en moyenne annuelle (de 100 à 80 USD). En dépit de hausses récentes, initiées par des déclarations de réductions de la production, cette baisse devrait se confirmer. Pour 2024, en revanche, la poussée de fièvre récente pointerait vers un baril plus cher, tempérant quelque peu le ralentissement global de l'inflation. Les prix des autres vecteurs d'énergie au Luxembourg sont plafonnés ou réduits par des subsides, dans le cadre des mesures tripartites, jusque fin 2024.

Les perspectives pour le Luxembourg

Le STATEC publiera de nouvelles prévisions détaillées en décembre dans la NDC 2-23.

Les prévisions sous-tendant cette Note au Formateur datent d'avril/mai⁷ (NDC 1-23, pour 2023 et 2024) respectivement février 2023 (pour ce qui concerne le moyen terme). Seules les prévisions d'inflation et d'échelle mobile des salaires ont été mises à jour début août, et répercutées sur les salaires, respectivement la masse salariale.

Dans les grandes lignes, les hypothèses pour les principaux agrégats publiés en juin dernier et répliquées ici se confirment, mise à part celle pour le PIB en volume. Or, par rapport au scénario macroéconomique du PSC 2023, les prévisions à court terme se voient nettement détériorées⁸.

Vers une baisse du PIB en vol. en moyenne annuelle en 2023?

Dans la NDC 1-23, le STATEC avait misé sur une légère hausse du PIB en vol. en 2023, de 1,5%⁹. Cependant, d'après les dernières données des comptes nationaux trimestriels, publiés en date du 14 septembre, on devrait au mieux s'attendre à une stagnation en moyenne annuelle en 2023, voire – plus probablement – à une baisse¹⁰.

Dans les faits, cette baisse serait avant tout due au secteur financier qui a largement contribué à la baisse du PIB trimestriel en fin d'année 2022 (-4,5% en glissement trimestriel, dont -7,7% pour les seuls auxiliaires financiers). Le STATEC anticipait dans la NDC 1-23¹¹ que cette baisse devrait être corrigée par un rebond subséquent de l'activité (dans le secteur financier) ou bien par une révision des données du T4 2022, faute de quoi la croissance (positive) prévue pour 2023 était compromise. Or les données des comptes trimestriels n'ont pas été révisés en ce sens, avec comme conséquence cette probable baisse du PIB en volume pour l'année dans son ensemble. Certaines

⁷ Les prévisions de la NDC 1-23 ont été élaborées en avril/mai et publiées début juin.

⁸ Au moment de la rédaction du PSC 2023 la croissance économique au Luxembourg était estimée à 2,4% pour 2023, tandis qu'à présent les estimations tablent sur 1,5%. De même, l'évolution du marché du travail s'est détériorée et passe de 2,7% dans le PSC à 2,5% et l'inflation augmente de 3,4% à 3,9%.

⁹ Hors impact des mesures de politique économique et budgétaire, le STATEC avait anticipé une stagnation de l'activité, en 2023.

¹⁰ L'acquis strict pour 2023 est à -1.1%, mais il suppose par convention une croissance zéro sur T3 et T4. L'hypothèse d'une croissance trimestrielle un peu inférieure à la moyenne historique de +0.6%, en l'occurrence +0.4%, amènerait une récession à hauteur de -0.8% en 2023 et une hausse du PIB en vol. d'environ 1.5% en 2024.

¹¹ NDC 1-23, p. 28.

évolutions dans le secteur financier, comme celle de l'emploi, qui progresse à un rythme annuel record de près de 4%, ainsi que les agrégats des données des comptes de pertes et profits, ne reflètent pas forcément ce manque apparent de dynamisme¹². Néanmoins, la chute des bourses en 2022 a fortement pesé sur le volume d'actifs des organismes de placement collectif, sur les revenus nets sur commissions des sociétés de gestion et des banques et sur les primes d'assurance-vie. Les résultats du secteur financier sont uniquement soutenus par des effets prix (hausse des taux d'intérêt depuis la mi-2022 et remontée des valorisations en bourse depuis la fin de 2022) – qui sont neutralisés dans les estimations de la valeur ajoutée en volume – alors que les émissions nettes dans les fonds et les volumes de crédits diminuent.

Nonobstant les données volatiles et parfois difficiles à interpréter des comptes nationaux trimestriels relatifs au secteur financier, d'autres branches accusent le coup, comme l'industrie et la construction. Plus généralement, dès le début de 2022, l'activité dans son ensemble, sur base du PIB trimestriel désaisonnalisé, a plutôt stagné, après le rebond post-Covid de 2021. Cela est en ligne avec les tendances observées en zone euro et se reflète notamment dans un ralentissement du marché du travail luxembourgeois et une hausse concomitante du chômage. Du côté de l'optique dépenses du PIB, la consommation des ménages est en berne (mis à part un certain rebond au T1 2023) et les exportations baissent depuis le début de 2022, où seuls les services non financiers traduisent une certaine lueur d'espoir. L'investissement suit cette tendance baissière, en particulier dans le domaine résidentiel. Le STATEC avait incorporé un rebond de l'activité en 2024, dans les prévisions de la NDC 1-23 (2,5% de hausse du PIB en vol.) et cela reste plutôt en ligne avec les perspectives internationales émises par Oxford Economics ou la Commission européenne.

Pour 2025-2027 une hausse au Luxembourg du PIB en vol. de près de 3% traduirait la fin de l'impact de la crise énergétique et des taux d'intérêts élevés. Sur cette période, la hausse de l'activité serait légèrement supérieure à la croissance potentielle et compenserait le rythme très peu dynamique des années 2022 et 2023. Rappelons que le STATEC est en train de mettre à jour les prévisions pour 2023 et 2024, qui seront publiées dans la NDC 2-23 (mi-décembre).

Un ralentissement du marché du travail bien anticipé....

Il n'est donc pas surprenant que l'emploi soit amené à ralentir fortement (+3,4% en 2022 puis +2,5% en 2023 et +2% en 2024). Le taux de chômage passerait de 4,8% en 2022 à 5,3% en 2024. Pour ce qui concerne 2023, ces prévisions, datant de mai 2023, sont confirmées par les dernières statistiques mensuelles et elles ne seront sans doute affinées qu'à la marge pour la NDC 2-23.

A partir de 2025, la hausse de l'emploi serait plus dynamique à nouveau, mais demeurerait inférieure à 3% (soit encore en deçà de sa moyenne historique de 3,2% par an). Le taux de chômage continuerait d'augmenter légèrement, pour se stabiliser à environ 5,5%. Eu égard aux relations historiques entre croissance de l'emploi et évolution du chômage, ce dernier devrait progresser bien davantage, considérant la hausse à moyen terme de l'emploi, approchant les 2,5%. Le chômage serait contenu notamment par le manque de main-d'œuvre généralisé, qui procurerait des opportunités d'embauche aux jeunes diplômés et à ceux perdant leur emploi, mais aussi par des départs en retraite s'accéléralent progressivement¹³.

¹² Voir aussi partie conjoncturelle de cette Note et la partie spécifique dédiée au secteur financier.

¹³ Voir « Le vieillissement de la population devrait moins affecter le marché du travail luxembourgeois », NDC 1-23, p. 56.

...tout comme celui de l'inflation

Les prévisions d'inflation mises à jour en août sont quasiment inchangées par rapport à la NDC 1-23: la hausse de l'IPCN aurait culminé à 6,3% en 2022 pour passer à 3,9% en 2023 puis 2,5% en 2024. L'expiration des mesures de plafonnement début 2025 entraînerait un rebond de l'IPCN à 3,4%, cela sur base des hypothèses actuelles en matière de prix du gaz et d'électricité¹⁴. L'inflation ne descendrait sous le seuil des 2% qu'en 2026.

Pour la période 2024-2027, le déclenchement d'une tranche indiciaire est prévu par année (T3 2024, T2 2025, T3 2026, T4 2027). Au total, les 7 tranches indiciaires payées entre 2021 et 2025 permettraient de compenser quasi intégralement la hausse cumulée de l'inflation (+18,6% de hausse cumulée des prix contre une hausse cumulée de la cote d'application de 16,5%¹⁵). Sur cette période, la hausse cumulée des salaires moyens par tête serait de près de 24%, entraînant une hausse du coût salarial *réel* de 23,8-18,6=5,2%. Le pouvoir d'achat prend en compte également les impôts, les cotisations sociales et les transferts, tout comme les revenus du capital. La progression du pouvoir d'achat (revenu disponible réel par tête) sur cette période serait d'environ 5% également, de sorte que les contributions respectives des prélèvements (impôts, cotisations: à la baisse) et des transferts (notamment ceux accompagnant la hausse des prix de l'énergie: à la hausse) se compenseraient.

RISQUES ET INCERTITUDES

Dans la NDC 1-23, le STATEC avait mis en avant et quantifié les risques liés à l'inflation, en reprenant les simulations d'Oxford Economics illustrant l'impact d'une inflation soit plus forte, soit plus faible. Dans les faits, si la prévision d'inflation pour 2023 a été revue à la hausse d'environ 0,5 point de % entre la version de février 2023 et celle d'août, la trajectoire des prix est bien plus impactée par le plafonnement des prix du gaz et de l'électricité, comme le traduit la révision de l'inflation pour 2024 de 4,8% (février) à 2,5%. Les risques haussiers (des prix) ont donc été éliminés (par les mesures) alors que les risques baissiers (mis en avant dans la NDC 1-23) ne se sont pas matérialisés.

Au stade actuel, les risques économiques suivants semblent les plus pertinents pour le STATEC, et ils seront développés dans la prochaine NDC:

1. Conditions de crédit plus serrées (risque négatif): les hausses passées des taux directeurs pèseraient davantage sur l'économie mondiale et européenne, déclenchant un nouvel épisode de stress bancaire et des conditions de financement moins avantageuses, entraînant une spirale négative entre économie réelle et financière;
2. Réduction de l'épargne accumulée (risque positif): l'épargne des ménages qui a été constituée pendant la pandémie se résorberait, ce qui entraînerait une reprise plus solide, axée davantage sur la consommation.

Dans le premier scénario, l'activité économique tanguerait, avec des hausses passées des taux directeurs se répercutant plus puissamment qu'attendu. De nouvelles tensions dans le secteur bancaire mondial aggraveraient le ralentissement. Les conditions de crédit se durciraient, en

¹⁴ Ces hypothèses, bien que basées sur des tendances réelles voire des modèles de fixation des prix vérifiés empiriquement, peuvent encore évoluer.

¹⁵ La comparaison est rendue quelque peu difficile du fait que le mécanisme de l'échelle mobile des salaires (EMS) est basé sur une moyenne semestrielle, traduisant les hausses passées des prix. Il y a donc forcément toujours un décalage entre hausse des prix et hausse de l'échelle mobile, sur une période identique. Le fait d'effectuer l'analyse sur longue période devrait réduire ce biais. Sans modulation du mécanisme d'indexation, et en prenant des périodes de référence décalées, la hausse de l'échelle mobile devrait correspondre à celle de l'inflation. Le décalage de la tranche indiciaire de juillet 2022 à avril 2023 peut donc en partie expliquer la différence d'évolution entre IPCN et EMS entre 2021 et 2025.

particulier là où les taux d'intérêt ont considérablement augmenté, comme aux États-Unis et au Royaume-Uni. En zone euro, la matérialisation de ce risque coûterait au total 1,3 point de % de croissance en 2024 et 2025. Alors que les chutes des marchés boursiers exacerberaient le coup porté à la demande à court terme, les prix des actifs se stabiliseraient à moyen terme. Pourtant, au Luxembourg, les chocs d'activité sont renforcés habituellement par les fluctuations des marchés boursiers et il faudrait s'attendre à ce qu'un tel scénario négatif entraîne à court terme une baisse de l'activité plus forte que celle attendue en zone euro.

Dans le second scénario, optimiste, la confiance s'améliorerait et les consommateurs des économies avancées suivraient l'exemple récent des États-Unis qui ont dépensé une part importante de l'épargne accumulée pendant la pandémie. L'ampleur du choc varierait d'un pays à l'autre et reflèterait les différences dans les économies accumulées. Dans l'ensemble, l'économie mondiale se redresserait fortement, et les marchés financiers se renforceraient, notamment en Europe. La zone euro verrait son PIB en vol. de près de 2% au-dessus de celui du scénario central, avec un impact positif prédominant sur 2024 et 2025.

Les simulations techniques élaborées par le STATEC pour le Ministère des Finances peuvent être utilisées pour illustrer les risques négatifs

Le STATEC élabore régulièrement des simulations alternatives techniques pour le Ministère des Finances (« sensitivity analysis »). Ces simulations peuvent être utilisées pour dériver des élasticités empiriques implicites, c.-à-d. qu'elles peuvent permettre d'analyser l'impact d'une croissance au Luxembourg plus élevée ou plus faible sur les principaux agrégats.

On constate ainsi par exemple qu'avec une croissance de l'activité (PIB vol.) de 0,5% de moins, sur deux années consécutives, l'impact sur les recettes publiques serait peu ou prou du même ordre de grandeur (élasticité unitaire). A moyen terme, l'impact sur les recettes serait marqué par une élasticité supérieure à l'unité, en raison de la hausse concomitante des prix (l'expansion de l'activité créerait de l'inflation qui générerait une expansion supplémentaire des recettes).

L'impact sur le marché du travail serait évidemment négatif, mais celui sur l'emploi serait marqué par une élasticité inférieure à l'unité, en raison de la hausse des salaires notamment (hausse du coût relatif du facteur travail). Le taux de chômage n'augmenterait que de 0,1-0,2 point de % sur ces deux années.

Ainsi, en cas de matérialisation du risque négatif mentionné ci-dessus (« conditions de crédit plus strictes ») et en partant d'une élasticité supérieure à 1 entre le PIB de la zone euro et celui du Luxembourg (en raison du levier de transmission passant par les indices boursiers), la moindre croissance en 2024 et 2025 de l'ordre de 1,3% en zone euro baisserait la croissance au Luxembourg au total de 2,4%. Par rapport au scénario central mis en avant par le STATEC, la hausse du PIB s'afficherait à 1% en 2024 (au lieu de 2,5%) et à 2% en 2025 (au lieu de 3%). Ces simulations sont à prendre avec les précautions habituelles¹⁶; néanmoins, elles sont censées illustrer et traduire les incertitudes pesant actuellement sur les perspectives économiques. Le risque positif illustré plus haut irait évidemment en sens inverse, et élèverait la croissance déjà au-dessus de 3% en 2024.

¹⁶ Pour la NDC 2-23, le scénario sera implémenté avec beaucoup plus de détail, en impactant l'ensemble des modifications au niveau des variables internationales dans Modux (prix, demande extérieure, taux d'intérêts, etc.).

Finances publiques

Tableau 3 : Evolution des finances publiques à politique inchangée

En % du PIB	2023	2024	2025	2026	2027
Administrations publiques	-1,9%	-2,7%	-2,3%	-2,1%	-2,2%
Administration centrale	-2,7%	-3,8%	-3,2%	-2,9%	-2,7%
Administrations locales	-0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sécurité sociale	1,2%	1,1%	0,9%	0,8%	0,6%

En millions d'euros	2023	2024	2025	2026	2027
Administrations publiques	-1.557	-2.331	-2.055	-1.972	-2.162
Administration centrale	-2.218	-3.259	-2.868	-2.698	-2.697
Administrations locales	-311	-27	-5	-9	-8
Sécurité sociale	971	955	818	735	543

Source : Comité économique et financier national.

SITUATION DE DEPART EN 2023¹⁷

Le solde nominal des administrations publiques¹⁸ en 2023 demeure déficitaire et se détériore par rapport à 2022, en passant de -0,3% du PIB ou -222 millions d'euros en 2022 à -1,9% du PIB ou -1.557 millions d'euros en 2023 sous l'effet de l'affaiblissement conjoncturel généralisé ainsi qu'à la suite de la mise en œuvre des diverses mesures pour atténuer l'impact de la flambée des prix énergétiques.

En termes d'évolution au niveau des sous-secteurs des administrations publiques, **le déficit de l'administration centrale augmente, et passe de -1.078 millions d'euros en 2022 à -2.218 millions d'euros en 2023**. Dans le même temps, le déficit des administrations locales se creuse pour atteindre -311 millions d'euros en 2023 tandis que le surplus de la Sécurité sociale se réduit de 1.011 millions d'euros en 2022 à 971 millions d'euros à la fin de cette année.

À rappeler dans ce contexte que les surplus de la Sécurité sociale alimentent exclusivement les réserves des organismes de Sécurité sociale, y compris le Fonds de compensation, pour contribuer au financement des prestations sociales dans la durée. Ces surplus ne contribuent donc pas à équilibrer le déficit de l'administration centrale. **Tout déficit de l'administration centrale doit en principe être contrefinancé** par le recours à l'endettement et contribue en conséquence à la croissance de la dette publique.

Recettes et dépenses des administrations publiques

La détérioration des finances publiques est, d'un côté, la résultante d'une dynamique plus marquée des dépenses, dont la croissance annuelle augmente de 9,7% en 2022 à 11,6% en 2023.

¹⁷ Pour 2023 et 2024, les chiffres correspondent à ceux présentés au projet de plan budgétaire 2024 transmis à la Commission européenne au 13 octobre 2023.

¹⁸ Les « administrations publiques » prises dans leur ensemble renferment « l'administration centrale » (Etat central, institutions, établissements publics, etc.), les « administrations locales » (communes, syndicats communaux etc.) et la « Sécurité sociale » (maladie-maternité, dépendance, famille, pensions, etc.).

De l'autre côté, les recettes publiques progressent de 7,5% en 2022 à 7,7% en 2023, soit une progression beaucoup plus lente que celle des dépenses publiques.

Du côté des recettes publiques, les cotisations sociales et les impôts directs connaissent en 2023 une progression de l'ordre de respectivement 9,8% et 9,4%. Cette évolution supérieure à la moyenne historique de respectivement 6,2% et 6,6% sur la période 2000-2022 résulte notamment de l'augmentation de la masse cotisable et salariale due à l'indexation des salaires. L'impôt sur le revenu des collectivités connaît également une progression importante par rapport à l'année précédente. Les impôts indirects affichent une progression très modérée de 2,4% en 2023 en raison de la croissance relativement molle des recettes de TVA et ce compte tenu également de la baisse des droits d'enregistrement constatée suite au ralentissement du marché immobilier. Enfin, il y a lieu de noter que les recettes de l'administration centrale encaissées au cours des trois premiers trimestres sont en ligne avec les prévisions établies dans le cadre du budget de l'Etat 2023 sans toutefois les dépasser. Ceci constitue un contraste notable avec l'expérience des années antérieures.

En ce qui concerne la hausse des dépenses publiques, celle-ci est tirée par les dépenses d'investissement indirect (transferts en capital à payer) et direct (formation de capital) qui affichent une progression de respectivement 14,1% et 12,7%. Le taux de croissance des rémunérations des salariés et de la consommation intermédiaire est de respectivement 12,5% et 9,9% en 2023. Par ailleurs, en raison d'une contribution exceptionnelle au budget de l'UE et d'une augmentation des transferts au secteur conventionné, les autres transferts courants enregistrent une croissance de 22,4%.

SITUATION EN 2024 A POLITIQUE INCHANGE

L'actualisation des perspectives budgétaires – à politique inchangée – en 2024 ainsi que pour le moyen terme (2025-2027) a essentiellement été établie sur base de deux éléments, à savoir :

- (1) une prévision pluriannuelle actualisée des dépenses budgétaires reposant sur les travaux préparatifs importants menés de mars à juillet 2023 dans le cadre de la procédure budgétaire habituelle et en extrapolant les tendances générales observées au cours des dernières années sur le moyen terme ; elle est dite « à politique inchangée » étant donné qu'aucune nouvelle mesure politique par rapport à celles en vigueur ou décidées en 2023 n'a été intégrée dans les chiffres.
- (2) des projections actualisées pour les recettes publiques sur base des rentrées observées jusqu'en août 2023 et en tenant compte du scénario macroéconomique à moyen terme établi par le STATEC pour le besoin de la présente Note.

Compte tenu des crises successives rencontrées depuis l'année 2020, les **prévisions budgétaires sont entourées d'une volatilité supérieure à celle du passé**. En ce qui concerne les dépenses, l'impact des mesures discrétionnaires décidées au fil du temps est difficile à chiffrer de manière précise tandis que l'exécution des dépenses courantes et en capital est également soumise à des aléas et risques compliqués à prévoir. S'y ajoute l'impact non-négligeable de la forte progression de l'inflation depuis 2022 et des tranches d'indexation successives dont les effets sur les dépenses ne se manifestent que graduellement.

Les **prévisions de recettes sont également à apprécier avec prudence** du fait notamment de leur lien étroit avec l'évolution économique, dont le caractère très incertain en cette période de crise a été mis en exergue au chapitre précédent. Si l'évolution économique s'écartait des hypothèses admises au scénario de base et si des phénomènes structurels autres que l'évolution économique venaient s'y ajouter, les finances publiques connaîtraient une trajectoire différente à celle présentée ci-après.

À politique inchangée, et compte tenu des hypothèses actuellement admises, le solde nominal des administrations publiques se dégraderait davantage en 2024, et atteindrait -2.331 millions d'euros ou -2,7% du PIB – soit proche du seuil de Maastricht de 3% du PIB.

En termes d'évolution des soldes au niveau des sous-secteurs des administrations publiques, le **déficit de l'administration centrale augmenterait de manière substantielle et s'élèverait à 3.259 millions d'euros**, alors que le surplus de la Sécurité sociale baisserait à 955 millions d'euros. Le déficit des administrations locales se réduirait et s'établirait à -27 millions d'euros.

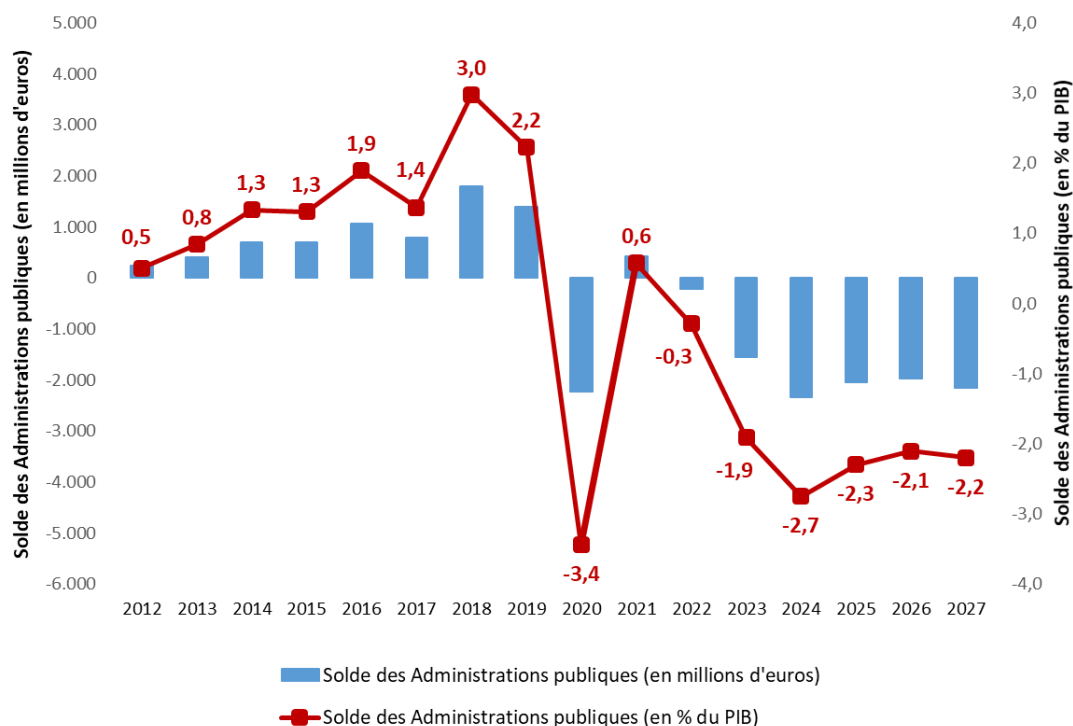
Recettes et dépenses des administrations publiques

Cette évolution reflèterait, d'une part, un taux de croissance des recettes publiques infléchi de 4,0%, comparé à un taux de 7,7% en 2023. Ceci serait imputable à la moindre dynamique des impôts directs (y compris l'impôt sur le revenu des collectivités) et des cotisations sociales, résultant du ralentissement de l'inflation. Au-delà de l'impact des mesures décidées dans le cadre de la dernière tripartite de mars 2023, l'impôt retenu sur les traitements et salaires ainsi que les cotisations sociales progresseraient également moins rapidement en raison du ralentissement prévu sur le marché de travail. Le rythme de croissance des impôts indirects augmenterait toutefois à 5,2% contre 2,4% en 2023. Cette évolution serait attribuable aux recettes de TVA tirées par le retour de différents taux à leur niveau d'avant 2023, tout en subissant de manière continue un marché immobilier tournant au ralenti.

D'autre part, les dépenses publiques devraient continuer à grimper, et ce de façon plus importante que les recettes. Cette croissance des dépenses publiques s'expliquerait en partie par la mise en œuvre des mesures de tripartite, dont notamment le subventionnement continu des prix du gaz et de l'électricité ainsi que l'imputation quasi intégrale du coût de la compensation de la 3^e tranche indiciaire en faveur des employeurs à l'exercice 2024 en faveur des employeurs. En parallèle, une hausse de 7,6% de la rémunération des salariés et une accélération à 5,3% des prestations sociales en espèce est à constater, alors que la consommation intermédiaire (intégrant pour l'essentiel les frais de fonctionnement) continue également d'augmenter à un rythme soutenu (6,8%).

SITUATION A MOYEN TERME (2025-2027)

Graphique 1 : Évolution du solde nominal des administrations publiques (2012-2027)

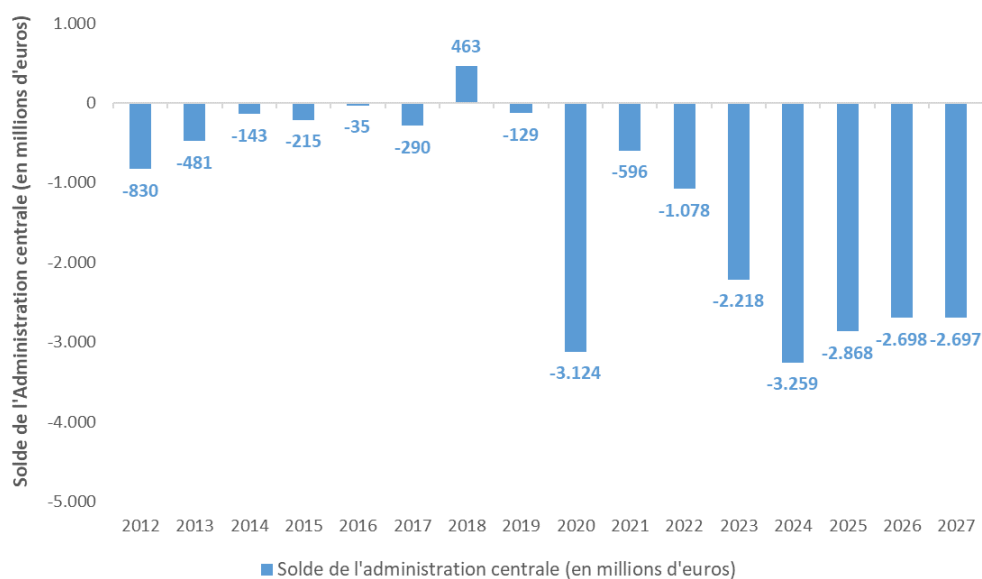


Source : Comité économique et financier national.

Le solde des administrations publiques devrait s'améliorer à partir de 2025, suite à l'expiration prévue des mesures de soutien prises dans le cadre de la crise énergétique, tout en demeurant largement déficitaire sur la période sous revue. Le déficit passerait de 2,7% du PIB ou 2.331 millions d'euros en 2024 à 2,2% du PIB ou 2.162 millions d'euros en 2027.

En ce qui concerne les sous-secteurs des administrations publiques, il se dégage, à politique inchangée, **une légère amélioration au niveau de l'administration centrale qui resterait toutefois déficitaire jusqu'à la fin de la période sous revue**. Le solde de l'administration centrale s'établirait à **-2.697 millions d'euros en 2027** et, à politique inchangée, ne parviendrait plus à tendre à l'équilibre. Les administrations locales resteraient à moyen terme en équilibre tandis que le surplus de la Sécurité sociale devrait se réduire à 543 millions d'euros.

Graphique 2 : Évolution du solde nominal de l'administration centrale (2012-2027)



Source : Comité économique et financier national.

La détérioration au niveau de l'administration centrale à partir de 2020 reflète l'impact soutenu, d'une part, **des mesures mises en place afin de faire face à la crise du COVID-19 et à la crise énergétique, par la suite, à travers les paquets de mesures Energiedësch, Solidaritétspak 1.0, 2.0 et 3.0** et d'autre part, des projections a priori moins favorables à l'heure actuelle pour les années 2024-2027 sous l'hypothèse d'une politique inchangée.

Recettes et dépenses des administrations publiques

Les recettes publiques connaîtraient un taux de croissance moyen de 5,6% par an sur la période 2025-2027. Cette croissance serait la résultante d'une évolution favorable au niveau des cotisations sociales qui augmenteraient en moyenne de 6,5% et des impôts indirects qui progresseraient de 6,1% par an sur cette période. La progression des impôts indirects s'explique notamment par celle des recettes de TVA (+6,6% en moyenne annuelle). La croissance des impôts directs s'établirait à moyen terme à 5,0% par an. Celle-ci est surtout tirée par l'impôt retenu sur les traitements et salaires qui afficherait une progression moyenne de 8,4% entre 2025 et 2027.

Du côté des dépenses publiques, le taux de croissance annuel moyen est estimé à 5,1% à politique inchangée sur la période 2025-2027, soit en-dessous de la progression prévue au niveau des recettes publiques – ce différentiel étant donc à l'origine de l'amélioration du solde des administrations publiques. La dynamique de croissance s'explique principalement par l'évolution des prestations sociales (+6,2% en moyenne) et dans une moindre mesure par la rémunération des salariés (+4,9% en moyenne) et la consommation intermédiaire (+4,8% en moyenne). À politique inchangée, les dépenses d'investissement augmenteraient à un rythme annuel moyen de 3,5%¹⁹, aboutissant à un ratio supérieur à 4% du PIB sur la période en question.

¹⁹ Rappelons qu'il peut s'agir en partie d'un effet « fin de période ». Cet effet se dissiperait si les projets actuellement prévus devaient être remplacés ou complétés par de nouveaux projets à l'avenir, dont la nécessité se justifierait notamment à l'aune de la pression croissante sur les infrastructures du pays.

A noter également que la déclaration sur l'orientation de la politique budgétaire de la zone euro pour 2024 adoptée par l'Eurogroupe en date du 13 juillet dernier met en évidence qu'une « *stratégie d'assainissement budgétaire déterminée, progressive et réaliste est justifiée, afin de renforcer la viabilité budgétaire et de reconstituer les marges de manœuvre budgétaires* ».

Dans le même sens, le Conseil de l'Union européenne suggère, à travers ses recommandations par pays²⁰, que le Luxembourg suive cette même approche et qu'il s'attache notamment, en 2023 et 2024 :

- « *à réduire progressivement les mesures de soutien en vigueur en matière d'énergie d'ici à la fin de 2023, et à utiliser les économies ainsi réalisées pour réduire le déficit public; dans le cas où de nouvelles hausses des prix de l'énergie rendraient nécessaires des mesures de soutien, à veiller à ce que celles-ci ciblent les ménages et les entreprises vulnérables, soient viables d'un point de vue budgétaire, et préservent les incitations à réduire la consommation d'énergie* »;
- « *à adopter une politique budgétaire prudente, notamment en limitant à un maximum de 4,8 % l'augmentation nominale des dépenses primaires nettes financées au niveau national en 2024* »;
- « *pour la période postérieure à 2024, à continuer de suivre une stratégie budgétaire à moyen terme d'assainissement progressif et durable, associée à des investissements et à des réformes propices à une plus grande croissance durable, afin de parvenir à une position budgétaire à moyen terme prudente* »;
- « *[...] à améliorer la viabilité à long terme du système des retraites, notamment en limitant les possibilités de départ anticipé à la retraite et en augmentant le taux d'emploi des travailleurs âgés* ».

Au-delà de la période sous revue, il ne faut pas perdre de vue la pression progressive que les coûts liés au vieillissement exercent sur les finances publiques luxembourgeoises. Les évaluations du Conseil national des finances publiques (CNFP), du Fonds monétaire international (FMI) et des institutions européennes mettent en évidence ces risques pour la soutenabilité des finances publiques²¹. Ainsi, en 2023, le Conseil de l'Union européenne a souligné qu'« *à politiques constantes, le Luxembourg connaîtra l'une des augmentations les plus fortes de l'UE des dépenses en matière de retraites en part du PIB, puisque celle-ci devrait doubler pour atteindre environ 18% du PIB en 2070, soit le taux le plus élevé de l'UE*²² ». Le sujet est également régulièrement évoqué par les agences de notation. Il devra donc être suivi de près et des mesures appropriées sont à envisager en temps utile afin de maintenir la soutenabilité des finances publiques sur le moyen et long terme.

²⁰ https://commission.europa.eu/system/files/2023-05/COM_2023_616_1_FR.PDF

²¹ Debt Sustainability Monitor 2022 (https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/debt-sustainability-monitor-2022_en)

²² [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022H0901\(16\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022H0901(16))

INCERTITUDES ET DEFIS POTENTIELLEMENT IMPORTANTS A COURT ET MOYEN TERME

Les prévisions budgétaires continuent à être entourées d'une incertitude élevée, surtout en ce qui concerne leur évolution à moyen terme. Comme l'a relevé le Conseil national des finances publiques (CNFP) dans son évaluation en mai 2023 relative à la fiabilité des prévisions budgétaires, le solde de l'administration centrale a connu une importante « distorsion » sur la période de 2007 à 2021, « ceci sous forme d'une sous-estimation d'environ 500 millions d'euros en moyenne annuelle pour les prévisions de l'automne « t-1 » de l'année « t » par rapport aux observations réalisées en automne « t+1 » ...²³ ». Même s'il n'y a aucune garantie qu'une telle révision à la hausse ne se reproduise à l'avenir²⁴, les prévisions budgétaires sont donc à apprécier avec les nuances et précautions qui s'imposent et elles seront affinées dans le cadre de la finalisation du prochain budget de l'Etat en fonction des nouvelles informations qui seront disponibles.

Au-delà des explications fournies ci-avant pour appréhender l'évolution à moyen terme des finances publiques à politique inchangée, il importe de citer une série de **risques dont la matérialisation pourrait avoir des répercussions négatives importantes**. Le tableau ci-après offre un aperçu (non exhaustif) des principaux défis et incertitudes entourant la prévision à moyen terme :

Type de risque/ défi	Probabilité de matérialisation	Impact sur les finances publiques	Impact budgétaire en mio. EUR
Choc économique et incertitude autour des projections macroéconomiques	Moyenne	Important - Une évolution économique différente à celle admise dans la présente Note aurait des conséquences importantes pour les finances publiques. Les variables auxquelles les finances publiques sont notamment sensibles sont l'évolution de l'emploi et de l'inflation (étant donné qu'une partie importante des dépenses est liée à l'indexation des salaires). Un choc négatif de 0,5% sur la croissance de la zone euro impliquerait, le cas échéant, une moins-value budgétaire de 150 à 800 millions d'euros par an . Un choc positif aboutirait, de façon symétrique, à une plus-value budgétaire d'un même ordre de grandeur.	500 (est. moy.)
Difficultés méthodologiques avec le PIB	Elevée	Important – Pour un certain nombre de catégories de dépenses, le Luxembourg s'est donné des objectifs précis en termes de PIB ou de RNB, à savoir : défense : 1,0% du PIB à l'horizon 2028 (et à 2% du RNB à l'horizon milieu des années 2030); APD : 1% du RNB. Ces dépenses ne sont que difficilement prévisibles, car elles sont notamment soumises aux aléas méthodologiques entourant les différentes variables macroéconomiques. Elles devraient d'ailleurs augmenter de manière conséquente, au cas où le PIB et le RNB étaient revus à la hausse, pour que le Luxembourg puisse respecter les engagements internationaux auxquels le pays a souscrit dans les domaines afférents.	n.d.
Pression sur les infrastructures	Moyenne	Important – Le scénario économique de référence pour la présente Note implique une nette augmentation de la population et des frontaliers (accroissement de la population résidente du Luxembourg à 725.000 personnes à l'horizon 2027, la création de quelque 40.000 nouveaux emplois sur la période 2024 à 2027 et une augmentation du nombre de frontaliers entrants de 241.000 en 2023 à 267.000 en 2027).	n.d.

²³ « Evaluation de la fiabilité des prévisions macroéconomiques et budgétaires - Mai 2023 », Conseil national des finances publiques. Lien : <https://cnfp.public.lu/fr/actualites/2023/fiabilite-mai2023.html>

²⁴ En effet, tel qu'indiqué supra, les recettes de l'année 2023 ne montrent jusqu'au 3^{ème} trimestre aucune surperformance par rapport aux prévisions budgétaires.

		<p>Le scénario à politique inchangée incorpore déjà une augmentation importante des investissements (directs et indirects) dans les infrastructures (administration centrale : de 3,3 Mia en 2023 à 4,1 Mia en 2027 ou de 4,0% du PIB en 2023 à 4,2 % en 2027).</p> <p>Si l'augmentation de la population et des emplois devait s'accompagner d'investissements supplémentaires à d'autres niveaux, p.ex. le logement, l'eau potable et le traitement des eaux usées, la mobilité, la fonction publique, etc., les implications budgétaires seraient encore plus importantes à court terme.</p> <p>Dans la mesure où cela augmenterait la croissance potentielle du pays, des investissements publics supplémentaires pourraient également agir en tant que facilitateur de croissance et créer à terme des effets budgétaires favorables.</p>	
Impact découlant du respect des engagements climatiques et environnementaux <i>(voir encadré B)</i>	Elevée	<p>Important – La mise en place des nouvelles mesures liées au projet de mise à jour du PNEC impactera significativement les finances publiques. Selon les premières estimations, le coût supplémentaire des mesures relatives à la mise à jour du PNEC pourrait s'établir à plus de 900 millions d'euros sur la période 2024-2027 en comparaison aux estimations présentées dans le budget pluriannuel 2023-2026.</p>	900
Perte de compétitivité en matière de fiscalité des entreprises et degré de concentration des recettes <i>(voir encadré C)</i>	Elevée	<p>Important – La mise en œuvre des diverses mesures décidées au niveau de l'UE et de l'OCDE (BEPS, ATAD 1 et 2, Pilier 1 et Pilier 2 etc.) ainsi que d'éventuelles nouvelles mesures à venir (BEFIT, directive Unshell, etc.) ont notamment pour conséquence de réduire la marge de manœuvre nationale en matière de fiscalité, de sorte qu'à politique inchangée, le Luxembourg risque de perdre son attractivité en tant que terre d'accueil pour des entreprises internationales.</p> <p>Il faut noter que les recettes issues des impôts sur les sociétés (IF, IRC/ICC, etc.) connaissent un degré de concentration très important, leur évolution étant intimement liée au comportement d'un nombre de contribuables très restreint.</p>	n.d.
Développement de la Place financière	Moyenne	<p>Important – Le secteur financier, selon la définition la plus étroite, représente ¼ de l'économie luxembourgeoise en termes de valeur ajoutée. Ce secteur est le contribuable le plus important pour les recettes fiscales. Un développement freiné de la Place financière, quelle qu'en soit la cause, aurait des répercussions importantes sur l'évolution des finances publiques.</p>	n.d.
Révision du règlement (UE) no. 883/2004 sur la coordination des systèmes de sécurité sociale	Elevée	<p>Important – L'augmentation conséquente (environ 150 millions d'euros par an) de l'enveloppe budgétaire à consacrer à la lutte contre le chômage, telle que cela est actuellement discuté, pourrait se matérialiser en l'occurrence par la prise en charge des demandeurs d'emplois frontaliers. A ceci s'ajouterait encore l'investissement (dont l'estimation de l'impact budgétaire est actuellement difficile) à prévoir pour renforcer les capacités (RD, frais IT, infrastructures) de l'ADEM pour faire face à une augmentation sensible du nombre de demandeurs d'emploi à accompagner. Rappelons que les frontaliers représentent quelque 46,8% de l'emploi salarié national.</p> <p>Il importe de préciser que le texte actuel du règlement inclut toujours une période transitoire spécifique pour le Luxembourg de 7 ans. L'impact budgétaire ne se concrétiserait donc qu'à partir de 2030 au plus tôt.</p>	150
Augmentations de capital ou prises de participations	Moyenne	<p>Moyen – L'expérience de crises de antérieures a montré que l'Etat peut être amené dans certaines circonstances à étoffer la surface financière d'entités publiques ou privées, voire à entrer dans le capital de sociétés commerciales. Alors que de telles opérations restent neutres par rapport au déficit selon les règles SEC 2010, elles se traduisent néanmoins, le cas échéant, par un effort financier plus ou moins important.</p>	n.d.

Engagements internationaux du Luxembourg	Elevée	<p>Important – En tant que pays fortement attaché au multilatéralisme, le Luxembourg sera appelé à faire preuve de solidarité dans le cadre de ses engagements financiers internationaux et européens. Ceci représentera non seulement un coût budgétaire mais risque de faire augmenter le besoin de financement externe, de sorte que la dette publique pourrait grimper davantage.</p> <p>A titre d'exemples il y a lieu de citer :</p> <ul style="list-style-type: none"> - la contribution du Luxembourg au budget de l'UE, notamment à la suite de la révision à mi-parcours du « Cadre financier pluriannuel » et le remboursement des prêts NGEU ; - l'effort de défense (dont la trajectoire est à mettre à jour suite aux engagements récents) - la contribution potentielle du Luxembourg à la reconstruction de l'Ukraine - la participation du Luxembourg à des levées de fonds des institutions financières internationales, dont notamment le FMI. 	n.d.
Remontée des prix de l'énergie	Basse	<p>Moyen – Dans le cadre du Solidaritétspak 3.0, le gouvernement s'est engagé à plafonner le montant du prix de l'énergie en subventionnant directement une partie des coûts supportés par les ménages. Les énergies concernées sont le gaz (réseau + prix), l'électricité, le chauffage urbain et le mazout. Ces mesures sont en vigueur jusqu'au 31 décembre 2024.</p> <p>Dans l'hypothèse d'une remontée des prix de l'énergie dans le courant de l'année 2024, le différentiel pris en charge par l'Etat se verrait augmenter avec un impact direct sur les finances publiques. Le scénario le plus pessimiste prévoit en effet un impact budgétaire additionnel pour 2024 à celui des prévisions budgétaires 2024 entre 100-150 millions d'euros.</p>	100-150
Imprévus budgétaires	Moyenne	<p>Moyen / Important – L'impact d'un certain nombre d'événements dont la réalisation n'est souvent pas connue à l'avance (prise de participation dans sociétés privées/publiques ou dans des organisations internationales, éventuelle acquisition de biens immobiliers d'envergure, catastrophes naturelles, appels à garanties, engagements conditionnels dans le secteur financier ou autre, etc.) risque d'altérer la trajectoire des finances publiques, surtout en ce qui concerne l'évolution de la dette publique dans la mesure où certaines de ces opérations sont neutres d'un point de vue comptable pour le calcul du solde SEC2010.</p>	n.d.
Perte de la notation « AAA »	Moyenne	<p>Important – Une perte de la notation triple A de la part des agences de notation aurait un impact considérable sur la réputation du Luxembourg et affecterait les investissements étrangers dans le pays. De plus, le coût de la dette augmenterait à terme ce qui aurait un impact direct sur les finances publiques.</p>	n.d.

Encadré B : Le PNEC et ses implications budgétaires à venir

Les plans nationaux pour l'énergie et le climat (PNEC) ont été introduits par le règlement européen sur la gouvernance de l'union de l'énergie et de l'action pour le climat (UE)2018/1999, adopté dans le cadre du paquet "Clean energy for all Europeans package".

Le Plan national intégré en matière d'énergie et de climat (PNEC) du Luxembourg, dont la première version pour la période 2021-2030 a été adoptée par le Gouvernement en conseil en sa séance du 20 mai 2020, est un document stratégique permettant au Luxembourg de s'engager dans l'action climatique, la transition énergétique et le développement d'une économie durable. Dès lors, il constitue une feuille de route mise en pratique par l'adoption de règlements, de programmes et de projets dans les domaines spécifiques entre 2020 et 2030.

Les États membres de l'UE étant tenus de mettre à jour leur plan national sur l'énergie et le climat d'ici juin 2024, le projet de mise à jour du PNEC a été envoyé à la Commission européenne au cours du mois de juillet 2023.

Dans la nouvelle version du PNEC le Luxembourg a revu ses ambitions à la hausse en proposant des mesures nouvelles et renforcées pour la transition énergétique et l'action climatique d'ici 2030.

Les objectifs pour 2030 consistent à présent en :

- une réduction de 55 % des émissions de gaz à effet de serre par rapport à 2005 (tel que prévu par la loi sur le climat et la version précédente du plan) ;
- une augmentation de la part des énergies renouvelables dans la consommation finale à 35-37 % (contre 25 % dans le plan précédent) ;
- une amélioration de 44 % de l'efficacité énergétique (contre une fourchette de 40 à 44 % dans le plan précédent).

Au total, le projet de mise à jour du PNEC énumère 197 mesures différentes dont certaines ont déjà été adoptées et incorporées dans une loi ou un règlement grand-ducal et sont ainsi prises en compte dans les prévisions budgétaires. D'autres mesures devront encore faire l'objet de la procédure budgétaire habituelle, avant d'être incorporées dans le budget d'Etat et représentent ainsi un coût additionnel pouvant se chiffrer jusqu'à 900 millions d'euros sur la période 2024-2027 en comparaison avec les estimations présentées dans le budget pluriannuel 2023-2026.

Encadré C : Appréciation des risques au niveau des recettes publiques

Premièrement, le projet de loi n°8292 transpose dans la législation fiscale luxembourgeoise la directive (UE) 2022/2523 du Conseil du 15 décembre 2022 visant à assurer un niveau minimum d'imposition mondial pour les groupes d'entreprises multinationales et les groupes nationaux de grande envergure dans l'Union. La directive est basée sur un accord dégagé en octobre 2021 au niveau du Cadre inclusif de l'OCDE (communément appelé « **Pilier 2** ») qui introduit un impôt complémentaire sur les bénéfices réalisés dans une juridiction. Celui-ci est prélevé lorsque le taux effectif d'imposition d'un groupe d'entreprises multinationales dans cette juridiction est inférieur au taux minimum fixé à 15 pour cent. Le fonctionnement du Pilier 2 repose sur l'application de deux règles interdépendantes, à savoir d'un côté la règle d'inclusion du revenu (ci-après « RIR ») et de l'autre la règle relative aux bénéfices insuffisamment imposés (ci-après « RBII »). Le Luxembourg a pris également l'option de mettre en œuvre un impôt national complémentaire qualifié qui est appliqué en priorité par rapport aux règles RIR et RBII. En tenant compte de tous les effets que l'introduction de ces nouvelles dispositions peut susciter (voir fiche financière du projet de loi n°8292), il s'avère très complexe de mettre en évidence un chiffrage précis de l'effet budgétaire net de ces dispositions fiscales très techniques qui dépendent de nombreux paramètres dont la réalisation est malaisée à anticiper dans l'abstrait. En raison de l'entrée en vigueur de la RIR et de l'impôt national complémentaire qualifié pour les années fiscales commençant à partir du 31 décembre 2023 et de l'entrée en vigueur de la RBII pour les années fiscales commençant à partir du 31 décembre 2024, des éventuelles répercussions budgétaires ne se présenteraient de manière complète qu'à partir de l'année budgétaire 2025, voire 2026. Dans le cadre de l'élaboration du budget pluriannuel de l'Etat, l'évolution des recettes fiscales liées aux catégories d'impôts directs continuera d'être scrutée et analysée en détail pour adapter, le cas échéant, les prévisions budgétaires de manière subséquente.

Deuxièmement, la Commission a présenté fin décembre 2021 la proposition de directive du Conseil établissant des règles pour empêcher l'utilisation abusive d'entités écrans à des fins fiscales dite **directive « Unshell »**. L'objectif de la proposition est d'empêcher l'évasion et la fraude fiscale résultant d'agissements d'entreprises sans substance minimale établies dans les Etats membres. Plus particulièrement, la proposition vise à lutter contre l'utilisation abusive d'entités écrans à des fins fiscales indues et à faire en sorte que les sociétés écrans dans l'UE qui n'exercent pas d'activité économique ou n'exercent qu'une activité économique minimale ne puissent pas bénéficier d'avantages fiscaux. Cette proposition de directive impacterait principalement les sociétés détenant des participations financières dites « Soparfi », voire d'autres véhicules spécialisés incorporés dans un but précis (« *special purpose vehicles* ») et pour des raisons économiques légitimes qui ne nécessitent a priori pas un niveau de présence physique important. Les négociations de cette proposition de directive se sont poursuivies tout au long des années 2022 et 2023 et n'ont pas encore abouti. Selon la proposition de texte actuelle, la directive entrerait en vigueur à partir de l'année d'imposition 2026. Des répercussions budgétaires pourraient se présenter dès l'année 2026 vu qu'une partie des sociétés dites « Soparfi » paient l'impôt sur la fortune minimum à hauteur de 4.815 euros sous forme d'avances trimestrielles d'impôt. De même, il faut s'attendre à un certain effet dissuasif à partir de l'adoption de la directive qui pourrait susciter des restructurations au niveau des entreprises avant même le délai de transposition de la directive afin de ne pas tomber dans son champ d'application. Dans le cadre de l'élaboration du budget pluriannuel de l'Etat, l'évolution des recettes fiscales liées aux catégories d'impôts directs, notamment au niveau de l'impôt sur la fortune, devra être scrutée et analysée en détail pour adapter, selon le résultat des négociations au sein du Conseil, les prévisions budgétaires de manière subséquente.

Troisièmement, les travaux entrepris au niveau de l'OCDE et du Cadre inclusif OCDE/G20 sur le BEPS dans le but d'élaborer les mesures techniques qui sous-tendent la solution reposant sur deux piliers sont toujours en cours, notamment en ce qui concerne le **Pilier 1**. Ce dernier prévoit une répartition plus équitable entre les pays en ce qui concerne les bénéfices et les droits d'imposition concernant les entreprises multinationales les plus grandes et les plus rentables. Le Pilier 1 comprend l'élaboration et la mise en œuvre d'un nouveau système d'attribution des droits d'imposition des plus grandes multinationales aux juridictions où les bénéfices sont réalisés. Selon ces règles, il n'est pas exclu que le Luxembourg soit susceptible d'être une juridiction qui se voit attribuer l'obligation d'éliminer la double imposition et par

conséquent de céder une partie de sa base imposable. Il faut donc suivre en détail les discussions au niveau de l'OCDE afin d'adapter, le cas échéant, les prévisions budgétaires de manière subséquente.

Quatrièmement, la Commission européenne a présenté le 12 septembre 2023 la proposition de directive Business in Europe : Framework for Income Taxation – « **BEFIT** » qui vise à introduire dans le droit européen un corps de règles uniforme pour l'imposition des grands groupes de sociétés. Elle tire son inspiration des propositions de directive AC(C)IS (assiette commune consolidée pour l'impôt des sociétés ou CC(C)TB selon l'acronyme anglais) qui prévoyait dans ses deux moutures publiées en 2011 et 2016 respectivement, d'une part, des règles de détermination des bases fiscales harmonisées au niveau de l'UE (ACIS – assiette commune) et, d'autre part, un mécanisme de répartition des bénéfices ainsi calculés entre les Etats membres d'établissement des sociétés du groupe (ACCIS - consolidation). Toutefois, contrairement à l'ACCIS, qui prévoyait une formule de répartition des bénéfices déterminés sur base de l'assiette fiscale commune faisant référence à plusieurs facteurs, BEFIT prévoit une période transitoire de 7 ans pendant laquelle les bénéfices à attribuer à l'Etat membre de l'établissement de chaque entité du groupe BEFIT se détermineraient par référence à la proportion de son bénéfice réalisé par rapport au bénéfice global du groupe BEFIT, calculée sur ses bénéfices des trois années précédentes. L'étude d'impact qui accompagne la proposition BEFIT ne contient pas de modélisation de l'impact budgétaire escompté dans chaque Etat membre, néanmoins il faut se rappeler que l'étude d'impact en relation avec la proposition de directive ACIS/ACCIS avait indiqué une réduction des recettes fiscales luxembourgeoises d'une envergure de 1% du PIB. Même si la directive ne devait devenir applicable qu'à partir du 1^{er} janvier 2028, il faudra suivre de près l'évolution des négociations au niveau du Conseil afin d'adapter, le cas échéant, les prévisions budgétaires de manière subséquente.

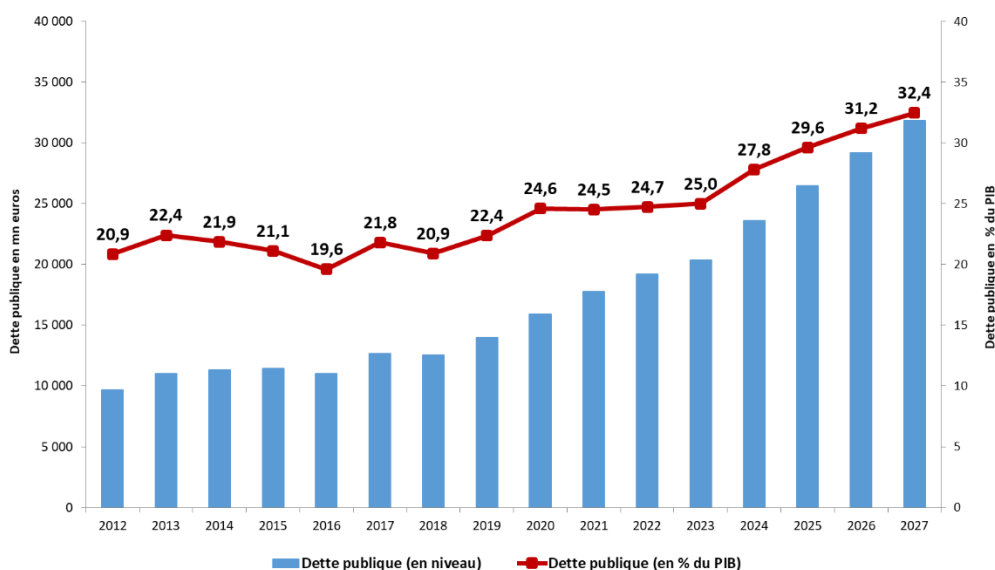
Cinquièmement, la Commission travaille déjà depuis plusieurs années à une proposition visant à revoir la **directive TVA** en ce qui concerne l'exonération générale de la taxation des services financiers. L'adoption d'une proposition de soumettre les services financiers à la TVA aurait très certainement un impact sur les recettes de l'Etat, puisqu'actuellement les acteurs de la place financière luxembourgeoise n'ont soit aucun ou bien qu'un droit à déduction limité de la TVA en amont (c'est-à-dire ils ne peuvent pas demander le remboursement intégral de la TVA qu'ils ont payé sur leurs achats). Or, avec la taxation des services financiers, qui sont, pour la très grande majorité, prestés en faveur de clients non-résidents, les opérateurs auront le droit de récupérer la taxe en amont dans le pays d'établissement, par contre la TVA à payer sera due dans le pays de résidence du client. Le Luxembourg devra donc rembourser la TVA en amont mais n'aura presque pas de recettes. Il est difficile d'en estimer l'impact négatif sur le budget comme actuellement les opérateurs ne déclarent pas leur TVA en amont. En ce qui concerne la proposition de directive TVA actuellement en discussion relative à la TVA à l'ère numérique, cette proposition se compose de plusieurs éléments très ambitieux dont l'extension du guichet unique, ce qui représente un risque pour les recettes budgétaires dans le sens où la TVA luxembourgeoise est collectée par un autre Etat membre et doit être reversée au Grand-Duché. Notre administration fiscale n'aura donc plus la main mise sur ces recettes. Le passé a montré que l'interconnectivité informatique indispensable entre les Etats membres peut être lacunaire, ce qui pose un risque supplémentaire relative à l'identification et la comptabilisation des recettes.

Sixièmement, il est à noter que les **recettes fiscales luxembourgeoises** sont très concentrées autour de quelques contribuables. En 2022, 0,8% des contribuables ont payé 75% des recettes de l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC). Au niveau de l'impôt commercial communal (ICC), 1,6% des contribuables ont payé 75% de ces recettes en 2022. En outre, les sociétés dites « SOPARFI » contribuent fortement aux recettes fiscales du Luxembourg. En effet, ces sociétés ont contribué à 25,4% des recettes IRC en 2022 (à noter que les banques ont contribué à 15,2% des recettes totales IRC). Au niveau de l'impôt sur la fortune (IF), la situation est encore plus marquante – les sociétés « SOPARFI » payent environ 75% des recettes totales IF en 2022.

Enfin, les **recommandations spécifiques par pays dans le contexte du Semestre européen**, pourraient donner lieu dans les années à venir à de nouvelles mesures fiscales susceptibles d'impacter la législation fiscale luxembourgeoise et les recettes fiscales sous-jacentes.

LA DETTE PUBLIQUE

Graphique 3 : Évolution de la dette publique (2012-2027)

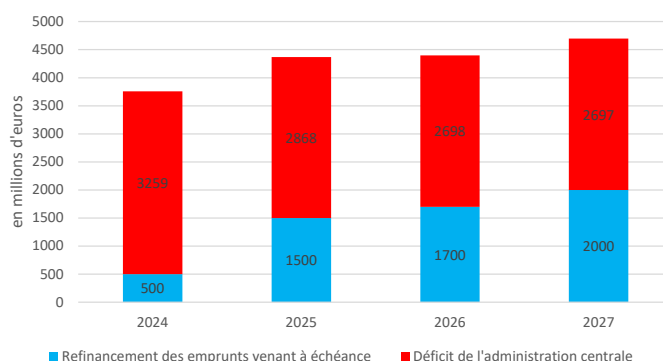


Source : STATEC, Comité économique et financier national.

Selon les projections à politique inchangée, la **dette publique du Luxembourg atteindrait un niveau de 31,9 milliards d'euros à l'horizon 2027, soit 32,4% du PIB**. La trajectoire de la dette montrerait une tendance à la hausse tout au long de la période 2023-2027 et dépasserait le seuil d'endettement de 30% du PIB, établi par le gouvernement sortant, à partir de 2026.

La projection est établie sur base d'une analyse des besoins de financement prévisibles, compte tenu de l'évolution des déficits de l'administration centrale (environ 11,5 milliards d'euros au total sur la période sous revue) et des emprunts et prêts venant à échéance sur la période considérée (5,7 milliards d'euros au total). Il s'ensuit que le Luxembourg sera amené, à politique inchangée, à émettre au cours de la période sous revue, **chaque année un ou plusieurs emprunts pour un volume se situant entre 3,5 et 4,5 milliards d'euros**.

Graphique 4 : Besoin de (re)financement prévisionnel 2024-2027 (en millions d'euros)



Sources : IGF et Trésorerie de l'Etat.

Les charges d'intérêts courus par les administrations publiques pour financer la dette publique sont estimés augmenter au cours des prochaines années et passeraient de 144 millions d'euros en 2023 à 679 millions d'euros en 2027. Exprimée en termes de PIB, la charge d'intérêts

augmenterait de 0,2% en 2023 à 0,7% du PIB en 2027. Cette projection est basée sur des estimations des intérêts en s'appuyant sur les taux dits « *forward* » actuellement observés sur les marchés. Ceux-ci sont néanmoins susceptibles d'augmenter en parallèle avec des éventuelles hausses de taux directeurs par la BCE.

La dette publique est composée essentiellement de la dette contractée par l'administration centrale qui représente près de 95% de l'encours total, les 5% résiduels étant imputables aux administrations locales et à la Sécurité sociale. À noter que la dette de l'administration centrale inclut, outre les obligations émises et les prêts contractés par la Trésorerie de l'Etat, la dette des établissements publics ainsi que des imputations statistiques pour les projets « PPP » financés par le biais de la loi de garantie et la quote-part du Luxembourg dans les prêts d'assistance financière accordés par la « European Financial Stability Facility » (EFSF).

La hausse de la dette publique en termes absolus s'explique pour l'essentiel par le recours à l'endettement pour financer les déficits accumulés au niveau de l'administration centrale. Il convient de rappeler dans ce contexte que les excédents budgétaires de la Sécurité sociale sont principalement affectés à une réserve (le Fonds de compensation) qui est constituée pour financer les futurs engagements en matière de pensions. Au 31 décembre 2022, la réserve globale du régime général d'assurance pension a atteint 24,5 milliards d'euros. À noter aussi que la prévision à moyen terme repose sur l'hypothèse que la dette des administrations locales restera constante à son niveau de 2023 tout au long de l'horizon de projection.

L'État luxembourgeois détient finalement des participations dans des sociétés commerciales et non-commerciales d'une valeur conséquente et dont une cession partielle pourrait, le cas échéant, permettre à réduire le recours à l'endettement. Depuis 2015, un « Fonds souverain intergénérationnel » (FSIL) a été mis en place afin de constituer une épargne pour l'avenir. Les avoirs du FSIL se chiffrent désormais à quelque 575 millions d'euros.

Encadré D: Retour sur les avis des agences de notation sur le Luxembourg

Les agences de notation (*credit rating agencies*) à l'instar de *Moody's*, *Standard & Poor's* ou encore *Fitch*, pour ne nommer que les agences les plus importantes, évaluent régulièrement la capacité des gouvernements à rembourser leurs dettes. En ce qui concerne le Grand-Duché de Luxembourg, les conclusions des plus grandes agences sont unanimes et attribuent au pays la meilleure notation (AAA – avec perspective stable), reflétant ainsi une situation favorable des finances publiques, la solidité des fondamentaux économiques du pays et une politique budgétaire prudente. Les agences relèvent régulièrement que, compte tenu de sa petite taille et du poids important de la place financière, le Luxembourg est plus fortement exposé que d'autres pays à l'évolution de la réglementation financière internationale ainsi qu'à d'éventuels chocs externes, mais que ces chocs potentiels peuvent être absorbés par la diversité des activités au sein du secteur financier ainsi que par des réactions politiques efficaces.

Malgré ces constats encourageants, les agences font toutefois appel à une certaine vigilance et prudence quant à la soutenabilité des finances publiques liée au vieillissement de la population et soulignent les défis budgétaires que pourraient représenter les tensions internationales sur la fiscalité des entreprises dans les années à venir. Ainsi, *Standard & Poor's* indiquait dans son évaluation de juillet 2023, qu'une action de notation négative pourrait être envisagée « *si les effets de la modification du cadre de l'imposition des sociétés étaient plus prononcés que prévu et affaiblissaient les perspectives de croissance économique et la performance budgétaire du pays* ».

Les agences mettent également en garde par rapport à une augmentation significative du niveau la dette publique. Dans son avis de crédit de septembre 2023, l'agence *Moody's* soulignait que « *bien que le niveau d'endettement du Luxembourg soit faible par rapport à ses pairs, la petite taille du pays limite quelque peu sa capacité à s'endetter de manière significative par rapport à des économies plus grandes et plus diversifiées* ». De plus, la notation pourrait être compromise en cas d'anticipation d'« *une augmentation importante et permanente du fardeau de la dette publique et d'une détérioration significative des indicateurs de capacité d'endettement* ».

Dans le même sens la Banque centrale du Luxembourg (BCL) dans son avis sur le Projet de budget 2023²⁵, souligne qu'« *une fois les effets de ces deux crises dissipés, il sera primordial de réduire au maximum les déficits au sein de l'administration centrale. Il sera également important d'amorcer la réduction de la dette publique afin de rétablir une marge de manœuvre plus importante 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 comme la hausse programmée des coûts liés au vieillissement de la population* ». La BCL rappelle ainsi que le « triple A » représente pour le Luxembourg « *un atout important sur la scène internationale et, en particulier, auprès d'investisseurs étrangers à la recherche d'un environnement économique stable* ». En effet, selon la BCL cette notation « *permet au gouvernement, ainsi qu'au secteur privé, de se financer à un coût moins élevé. Au vu de ce qui précède, l'objectif visant à réduire au maximum 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* ».

²⁵ https://www.bcl.lu/fr/cadre_juridique/documents_nationaux/avis_bcl/budget/Avis-BCL_2023.pdf

Appréciation de l'évolution des finances publiques à la lumière des règles budgétaires européennes

LES RÈGLES BUDGÉTAIRES APPLICABLES

Les règles issues du « Pacte de stabilité et de croissance » sont suspendues depuis 2020 par l'invocation de la clause dérogatoire générale²⁶ et il est à ce stade incertain que les règles, sous leur forme actuelle ou sous une autre, entrent de nouveau en vigueur à partir de 2024. Des discussions et des négociations sont en effet en cours au niveau européen concernant une réforme du Pacte de stabilité et de croissance. Le cadre budgétaire pourrait ainsi être modifié en profondeur (voir encadré E).

A rappeler que le « Pacte de stabilité et de croissance » est composé de deux volets, à savoir :

- un volet *correctif* qui est caractérisé par deux valeurs de référence dites de « Maastricht » : la limite de -3% du PIB pour le solde nominal des administrations publiques et la limite de 60% du PIB pour la dette publique. Un État membre qui ne respecte pas l'une de ces deux règles, ou qui ne s'y rapproche pas à un rythme approprié, se trouve dans le volet *correctif* du Pacte.
- Tant qu'un État membre respecte les valeurs de référence du volet *correctif*, il se trouve dans le volet *préventif* du Pacte. Celui-ci est caractérisé par deux règles budgétaires : (1) une première règle budgétaire portant sur le solde structurel et (2) une seconde règle sur la progression des dépenses publiques, qui ne s'applique pas tant que la règle sur le solde structurel est respectée.

Le Luxembourg se trouve actuellement au volet *préventif* du Pacte de stabilité et de croissance, tant que le solde nominal des administrations publiques respecte la limite de -3% du PIB et que la dette publique se situe nettement en-dessous de 60% du PIB. Dans ce volet *préventif*, la règle sur le solde structurel est définie de la manière suivante : chaque État membre doit assurer que son solde structurel respecte l'objectif budgétaire à moyen terme (OMT) ou il doit converger vers celui-ci à un rythme approprié.

En parallèle, il y a lieu de rappeler qu'en vertu du « Traité budgétaire²⁷ » le Luxembourg a modernisé son cadre de gouvernance budgétaire sur le plan national par le biais de la loi modifiée du 12 juillet 2014 relative à la coordination et à la gouvernance des finances publiques²⁸, en incorporant notamment la règle portant sur le solde structurel dans la loi nationale et en instituant le « Conseil national des finances publiques » pour surveiller le respect de cette règle.

Compte tenu des réformes évoquées à l'échelle européenne et au vu des diverses références employées, la loi précitée devra également faire l'objet des modifications qui s'imposent – y compris pour continuer à respecter la directive européenne relative à la gouvernance budgétaire.

²⁶ Pour rappel, cette clause suspend temporairement l'application des règles budgétaires de l'UE afin de permettre à tous les États membres de fournir un soutien budgétaire dans des situations de crise exceptionnelle.

²⁷ « Le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire », Union européenne, mars 2012 : [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:42012A0302\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:42012A0302(01))

²⁸ <https://data.legilux.public.lu/filestore/eli/etat/leg/loi/2014/07/12/n2/jo/fr/html/eli-etat-leg-loi-2014-07-12-n2-jo-fr-html.html> .

Encadré E: Réforme du cadre de gouvernance économique de l'Union européenne

En date du 9 novembre 2022, la Commission européenne a publié des orientations pour une réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE et, plus particulièrement, en vue d'une refonte des règles budgétaires européennes (« Pacte de stabilité et de croissance »).

L'objectif de la réforme est de simplifier le cadre budgétaire, de soutenir l'appropriation nationale et de renforcer l'application des règles budgétaires. Les propositions législatives de la Commission européenne présentées le 26 avril 2023 mettent ainsi la soutenabilité de la dette publique et une croissance durable au centre du nouveau cadre de gouvernance économique.

Par le biais de « plans budgétaires et structurels nationaux à moyen terme », les États membres pourraient dès lors combiner des stratégies budgétaires prudentes avec des investissements et réformes favorisant la double transition verte et numérique. Des trajectoires pluriannuelles exprimées en termes de dépenses primaires nettes pourraient servir d'indicateur unique afin d'évaluer le respect des exigences budgétaires.

Bien que la Commission européenne souhaite maintenir les règles limitant le déficit et la dette publique à respectivement 3% et 60% du PIB, elle propose des adaptations substantielles qui affaibliront vraisemblablement le volet préventif du cadre actuel. Ces adaptations ont suscité de vives échanges avec les États membres au cours des derniers mois.

Les conclusions du Conseil européen de printemps 2023 devraient servir de base pour modifier les textes législatifs proposés. Il convient de préciser que le cadre budgétaire national devra être modifié suite à la réforme des règles budgétaires européennes. Des adaptations plus substantielles pourraient s'avérer nécessaires en fonction de l'issue des négociations en cours au niveau de l'UE.

FIXATION DE L'OMT POUR LA PÉRIODE 2023-2025

La loi modifiée du 12 juillet 2014 relative à la coordination et à la gouvernance des finances publiques ainsi que le volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance actuel s'articulent principalement autour du respect de l'objectif budgétaire à moyen terme.

Les OMT sont déterminés de manière à garantir le respect des objectifs en matière de déficit et de dette, tout en préservant une marge de manœuvre budgétaire et en assurant la soutenabilité des finances publiques à moyen et long terme.

En pratique, **chaque État membre est appelé tous les trois ans à fixer le niveau de son OMT, en respectant un OMT minimal calculé par la Commission européenne.** Tenant compte des projections des coûts liés au vieillissement présentées dans le cadre du « Ageing Report 2021²⁹ », l'OMT calculé par la Commission européenne pour la période 2023-2025 se chiffre à 0,0% du PIB. En vertu de ses obligations émanant du Traité budgétaire et du Pacte de stabilité et de croissance, **le Luxembourg s'est aligné sur le minimum calculé par la Commission européenne et a fixé, en 2022, l'OMT à 0,0% du PIB pour la période 2023-2025.**

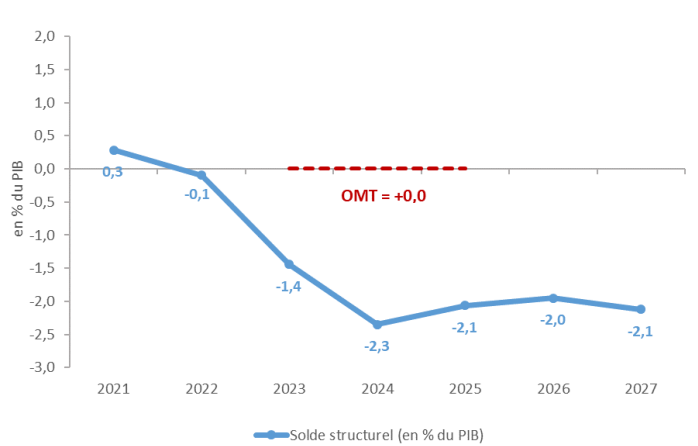
²⁹ « The 2021 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2019-2070) », Commission européenne, mai 2021 : https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/2021-ageing-report-economic-and-budgetary-projections-eu-member-states-2019-2070_en

CONFORMITÉ AUX RÈGLES BUDGÉTAIRES À POLITIQUE INCHANGÉE (2024-2027)

Sur la base des projections à politique inchangée établies pour la présente Note, le **Luxembourg ne serait pas conforme aux règles actuellement applicables sur la période 2024-2025**. Ce constat découle du fait que les soldes structurels estimés pour 2024-2025 s'élèveraient à respectivement -2,3% et -2,1% du PIB et se situeraient ainsi en dessous de l'objectif budgétaire à moyen terme de 0,0% du PIB.

A noter qu'en vertu de l'application de la clause dérogatoire générale du Pacte de stabilité et de croissance en 2023, l'évaluation du respect de l'OMT est suspendue pour cette même année.

Graphique 5 : Évolution du solde structurel 2021-2027



Source : Comité économique et financier national.

La trajectoire du solde structurel, et partant le constat d'une non-conformité aux règles budgétaires à politique inchangée, est toutefois à remettre dans le contexte de la réforme du cadre de gouvernance économique. En effet, selon la dernière proposition de la Commission européenne, les Etats membres ne seraient plus tenus de respecter des objectifs à moyen terme, mais plutôt une croissance prédéfinie de dépenses nationales primaires.

En ligne avec la proposition de la Commission européenne, les dernières recommandations par pays exposent une première indication par rapport à l'évolution des dépenses pour 2024. Le Conseil européen recommande ainsi que le Luxembourg s'attache en 2024 à « mener une politique budgétaire prudente, notamment en plafonnant à un maximum de 4,8% l'augmentation nominale des dépenses primaires nettes financées au niveau national ». Au vu des projections budgétaires actuelles, cette recommandation risque de ne pas être respectée non plus.

Etant donné les incertitudes méthodologiques en ce qui concerne le calcul des dépenses primaires nettes, il ne sera possible d'effectuer une estimation précise de l'évolution de ces dépenses que dans les mois à venir. Toutefois, il s'avère d'ores et déjà que **sans changement de la trajectoire prévue des dépenses, le dépassement du plafond pourrait se matérialiser dès 2024**.

Le cas échéant, le Luxembourg pourrait même dépasser les critères de Maastricht en 2024. La matérialisation d'un ou de plusieurs risques économiques ou budgétaires pourrait entraîner une augmentation du déficit budgétaire et la limite de -3% du PIB serait ainsi franchie.

Dans un tel cas de figure, une « procédure de déficit excessif » pourrait être ouverte à l'encontre du Grand-Duché tel que prévue à l'article 126 TFUE, avec des conséquences importantes pour la conduite de la politique budgétaire et la réputation du pays.

Analyse de sensibilité

La présente analyse de sensibilité permet de visualiser des trajectoires alternatives des finances publiques suivant différentes simulations techniques.

La première partie de cette analyse présente les résultats obtenus sur base de deux scénarios alternatifs (voir Tableaux 4-5 et Graphiques 6-8): l'un repose sur une évolution plus défavorable de la croissance économique par rapport aux prévisions de base du présent document (c'est-à-dire du scénario central) et l'autre sur une évolution plus favorable.

La deuxième partie évalue l'impact d'une hausse additionnelle des taux d'intérêt de l'ordre de 100 points de base par rapport à l'évolution des taux retenue dans le scénario central.

SIMULATION D'UN CHOC SUR LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Le scénario défavorable (SC1)

Le scénario défavorable repose sur l'application d'un choc permanent de -0,5 point de pourcentage sur la croissance économique du Luxembourg pendant les années 2024-2027.

Dans le contexte de cet exercice théorique, la croissance de l'emploi s'établirait à 1,8% en 2024 et passerait à 2,0% en 2027. Par analogie, le taux de chômage augmenterait sur la période sous revue pour s'établir à 5,9% en 2027.

Le choc sur l'activité économique se répercuterait également sur les finances publiques. De ce fait, le déficit des administrations publiques atteindrait le niveau le plus haut en 2027, à -3,1% du PIB (contre -2,2% du PIB dans le scénario central).

La dette publique augmenterait plus rapidement que dans le scénario central et dépasserait le seuil de 30% du PIB en 2025. Dans ce scénario alternatif, l'endettement public serait de 35,3% du PIB en 2027, contre 32,4% du PIB dans le scénario central.

Le scénario favorable (SC2)

Dans le scénario favorable, un choc permanent du même ordre de grandeur que celui du scénario défavorable (+0,5 point de pourcentage) est appliqué à la croissance du Luxembourg.

Sous l'effet d'une croissance économique plus élevée, la création de l'emploi se situerait à 2,3% en 2024 et à 2,7% en 2027. Le taux de chômage resterait constant à 5,2% entre 2024 et 2027.

Les administrations publiques afficheraient un solde de -2,6% du PIB en 2024 comparé à -2,7% du PIB dans le scénario central. Le solde continuerait à s'améliorer, atteignant -1,3% du PIB en 2027, contre -2,2% dans le scénario central.

Le solde de l'administration centrale s'améliorerait au cours des années et n'afficherait qu'un déficit de 1,9% du PIB en 2027.

En raison d'une reprise économique plus forte, le ratio d'endettement connaîtrait une évolution plus favorable que celle esquissée dans le scénario central. La dette publique s'élèverait à 27,5% du PIB en 2024. À la fin de la période sous revue, le ratio d'endettement s'établirait ainsi à 29,7% du PIB.

Tableau 4 : Choc sur la croissance - Projections macroéconomiques

	2023	2024		2025			2026			2027			
	base	SC1	central	SC2	SC1	central	SC2	SC1	central	SC2	SC1	central	SC2
PIB réel zone Euro (variation en %)	0,8	0,7	1,0	1,3	1,8	2,1	2,4	1,4	1,8	2,1	1,0	1,4	1,9
PIB réel (variation en %)	1,5	2,0	2,5	3,0	2,4	3,0	3,5	2,3	2,8	3,4	2,3	2,8	3,3
PIB nominal (variation en %)	5,0	3,7	4,3	4,8	4,7	5,4	6,0	3,9	4,7	5,4	4,1	5,0	5,8
Emploi total intérieur (variation en %)	2,5	1,8	2,0	2,3	1,9	2,2	2,5	2,3	2,6	2,9	2,0	2,4	2,7
Taux de chômage (en %) (définition ADEM)	5,1	5,4	5,3	5,2	5,7	5,4	5,2	5,8	5,5	5,2	5,9	5,5	5,2
Indice boursier Eurostoxx (variation en %)	12,3	-4,8	-3,7	-2,6	1,0	2,1	3,2	-0,1	1,1	2,3	-0,6	0,7	1,8

Tableau 5 : Choc sur la croissance - Finances publiques

Administrations publiques

	2023	2024		2025			2026			2027			
	base	SC1	central	SC2	SC1	central	SC2	SC1	central	SC2	SC1	central	SC2
Solde nominal (en mio euros)	-1.557	-2.488	-2.331	-2.176	-2.396	-2.055	-1.716	-2.534	-1.972	-1.413	-2.975	-2.162	-1.351
Solde nominal (en % du PIB)	-1,9	-2,9	-2,7	-2,6	-2,7	-2,3	-1,9	-2,8	-2,1	-1,5	-3,1	-2,2	-1,3
Solde structurel (en % du PIB)	-1,4	-2,5	-2,3	-2,2	-2,3	-2,0	-1,8	-2,5	-1,9	-1,4	-3,0	-2,1	-1,3

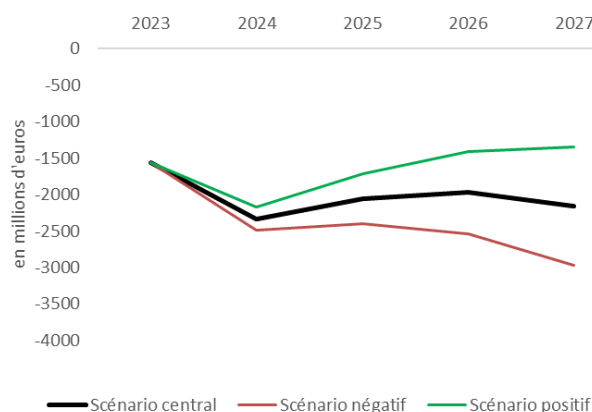
Administration centrale

Solde nominal (en mio d'euros)	-2.218	-3.416	-3.259	-3.104	-3.209	-2.868	-2.529	-3.261	-2.698	-2.139	-3.510	-2.697	-1.886
Solde nominal (en % du PIB)	-2,7	-4,0	-3,8	-3,6	-3,6	-3,2	-2,8	-3,6	-2,9	-2,2	-3,7	-2,7	-1,9

Dette publique

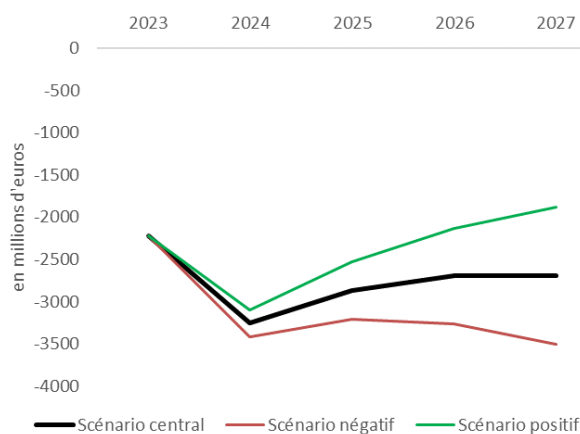
Dette publique (en mio d'euros)	20.339	23.755	23.598	23.442	26.964	26.465	25.971	30.225	29.164	28.111	33.735	31.861	29.996
Dette publique (en % du PIB)	25,0	28,1	27,8	27,5	30,5	29,6	28,7	32,9	31,2	29,5	35,3	32,4	29,7

Graphique 6 : Choc sur la croissance - Évolution du solde des administrations publiques



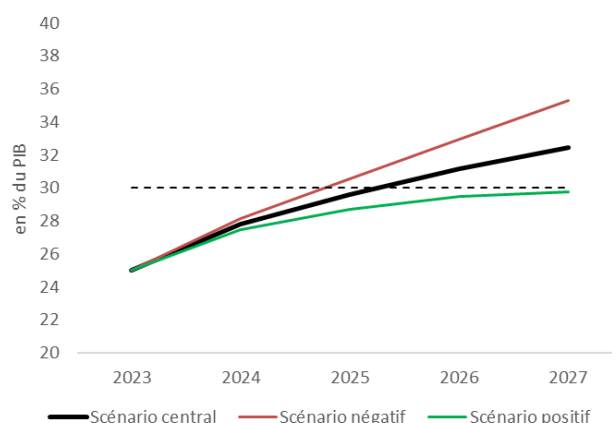
Source : Comité économique et financier national.

Graphique 7 : Choc sur la croissance - Évolution du solde de l'administration centrale



Source : Comité économique et financier national.

Graphique 8 : Choc sur la croissance - Évolution de la dette publique



Source : Comité économique et financier national.

SIMULATION D'UN CHOC SUR LES TAUX D'INTÉRÊT

Le choc appliqué aux taux d'intérêt permet de simuler l'impact potentiel d'une augmentation annuelle des taux d'intérêt à court terme de 100 points de base sur la situation économique et financière du Luxembourg (voir Tableaux 6-7 et Graphiques 9-10).

Par rapport à la trajectoire prévue dans le scénario de base, un tel choc aurait un impact négatif sur le PIB luxembourgeois. Suite au pic prévu en 2025 (3,4%), la croissance économique s'établirait à 2,6% en 2027.

Quant au marché du travail, le choc sur les taux d'intérêt impacterait sur toute la période 2024-2027 la création d'emploi et entraînerait une hausse du chômage par rapport au scénario central.

Un choc des taux d'intérêt aurait également un impact sur les finances publiques, résultant en un solde déficitaire plus prononcé pour les années 2024-2027. En fin de période, le solde des administrations publiques se situerait à -2,9% du PIB (contre -2,2% du PIB dans le scénario central).

Au niveau de l'administration centrale, le solde resterait déficitaire tout au long de la période analysée et s'établirait en-dessous de celui projeté dans le scénario de base (-3,4% du PIB par rapport à -2,7% du scénario central pour l'année 2027).

La dette publique augmenterait graduellement pendant la période sous revue et le ratio d'endettement dépasserait le seuil de 30% du PIB dès 2025. En 2027, la dette publique atteindrait 35,1% du PIB.

Tableau 6 : Choc taux d'intérêt - Projections macroéconomiques

	2023	2024		2025		2026		2027	
	base	choc -	central	choc -	central	choc -	central	choc -	central
Taux d'intérêt court terme EUR (%)	3,3	3,4	2,4	2,9	1,9	2,9	1,9	2,9	1,9
Taux d'intérêt long terme EUR (%)	3,0	3,1	2,7	3,1	2,5	3,3	2,5	3,4	2,5
PIB réel (variation en %)	1,5	1,1	2,5	3,4	3,0	2,4	2,8	2,6	2,8
Emploi total intérieur (variation en %)	2,5	1,4	2,0	2,3	2,2	2,4	2,6	2,2	2,4
Taux de chômage (en %) (définition ADEM)	5,1	5,5	5,3	5,5	5,4	5,6	5,5	5,7	5,5
Indice boursier Eurostoxx (variation en %)	12,3	-7,4	-3,7	1,8	2,1	-0,4	1,1	1,4	0,7

Tableau 7 : Choc taux d'intérêt - Finances publiques

Administrations publiques

	2023	2024		2025		2026		2027	
	base	choc -	central	choc -	central	choc -	central	choc -	central
Solde nominal (en mio euros)	-1.557	- 2.807	-2.331	- 2.436	-2.055	- 2.494	-1.972	- 2.753	-2.162
Solde nominal (en % du PIB)	-1,9	-3,4	-2,7	-2,8	-2,3	-2,7	-2,1	-2,9	-2,2
Solde structurel (en % du PIB)	-1,4	-2,6	-2,3	-2,4	-2,0	-2,5	-1,9	-2,7	-2,1

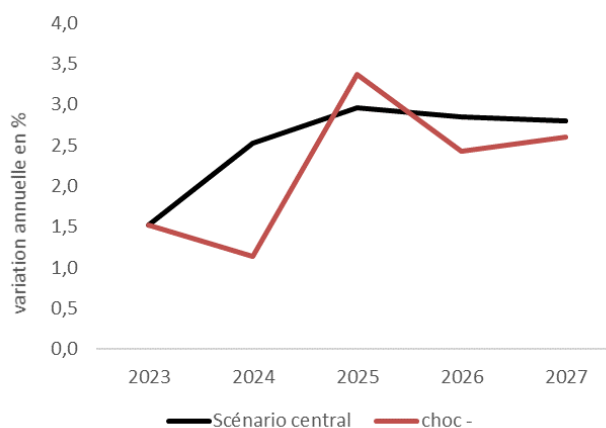
Administration centrale

Solde nominal (en mio d'euros)	-2.218	-3.734	-3.259	-3.249	-2.868	-3.221	-2.698	-3.288	-2.697
Solde nominal (en % du PIB)	-2,7	-4,5	-3,8	-3,7	-3,2	-3,5	-2,9	-3,4	-2,7

Dettes publiques

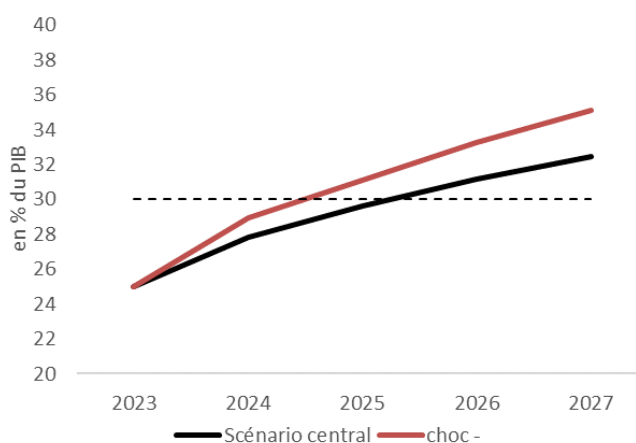
Dettes publiques (en mio d'euros)	20.339	24.073	23.598	27.323	26.465	30.543	29.164	33.831	31.861
Dettes publiques (en % du PIB)	25,0	28,9	27,8	31,1	29,6	33,3	31,2	35,1	32,4

Graphique 9 : Choc taux d'intérêt - Évolution du PIB réel au Luxembourg



Source : Comité économique et financier national.

Graphique 10 : Choc taux d'intérêt - Évolution de la dette publique



Source : Comité économique et financier national.

Annexe A : Données macroéconomiques

Scénario macroéconomique de 2023 à 2027					
	2023	2024	2025	2026	2027
<i>Environnement international</i>					
	<i>Évolution en % (ou spécifié différemment)</i>				
PIB zone euro (vol.)	0,8	1,0	2,1	1,8	1,4
Indice boursier européen EuroStoxx	12,3	-3,7	2,1	1,1	0,7
Prix PIB zone euro	5,0	1,0	1,7	1,7	1,8
Prix pétroliers (USD/baril)	80,1	81,0	80,5	80,1	80,7
Taux de change (USD/EUR)	1,09	1,10	1,11	1,13	1,15
Taux d'intérêt court terme EUR	3,3	2,4	1,9	1,9	1,9
Taux d'intérêt long terme EUR	3,0	2,7	2,5	2,5	2,5
<i>Principaux agrégats macroéconomiques</i>					
	<i>Évolution en % (ou spécifié différemment)</i>				
PIB valeur (mia EUR)	81,37	84,84	89,39	93,55	98,19
Idem, évolution en %	5,0	4,3	5,4	4,7	5,0
RNB (mia EUR)	55,37	58,36	60,90	63,31	65,87
Idem, évolution en %	6,0	5,4	4,4	4,0	4,0
PIB potentiel (vol.) ¹	2,2	2,3	2,5	2,5	2,5
Ecart de production (en % du PIB pot.) ¹	-1,5	-1,2	-0,8	-0,4	-0,2
PIB (en vol.)	1,5	2,5	3,0	2,8	2,8
Emploi total intérieur ²	2,5	2,0	2,2	2,6	2,4
Taux de chômage (% de la pop. active, déf. ADEM)	5,1	5,3	5,4	5,5	5,5
Indice des prix à la consommation (IPCN)	3,9	2,5	3,4	1,5	1,6
Echelle mobile des salaires (1.1.1948=100)	921,63	952,30	982,16	998,44	1017,04
Idem, évolution en %	5,7	3,3	3,1	1,7	1,9
Coût salarial nominal moyen, évolution en %	5,8	3,7	3,3	1,9	2,2

Source: STATEC (1995-2022: données observées ou estimées; 2023-2024: prévisions issues de la NDC 1-2023 et des prévisions d'inflation du 9.8.2023; 2025-2027: Projections de moyen terme du STATEC du printemps 2023)

Hypothèses internationales: Oxford Economics

¹ PIB potentiel basé sur la méthode "Com-Lux", c.-à-d. la méthode communautaire harmonisée, adaptée aux spécificités luxembourgeoises.

² Concept comptes nationaux

Source : STATEC. Cut-off pour actualisation partielle 2023-2024: 18 septembre 2023. Moyen terme (2025-2027) : PSC 2023.

Annexe B : Détail des dépenses et des recettes budgétaires

Administrations publiques : Dépenses et Recettes publiques 2022 - 2027						
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Dépenses	34.024	37.961	40.200	42.396	44.387	46.704
	9,7%	11,6%	5,9%	5,5%	4,7%	5,2%
Consommation intermédiaire	3475,467	3.819	4.080	4.298	4.495	4.695
	14,3%	9,9%	6,8%	5,3%	4,6%	4,4%
Formation de capital	3.285	3.702	4.084	4.069	4.041	4.136
	10,9%	12,7%	10,3%	-0,4%	-0,7%	2,3%
Rémunération des salariés	7.930	8.921	9.603	10.169	10.643	11.070
	7,5%	12,5%	7,6%	5,9%	4,7%	4,0%
Subventions à payer	884	1.222	1.259	1.014	1.007	1.018
	22,7%	38,2%	3,0%	-19,4%	-0,7%	1,0%
Revenus de la propriété	125	145	200	340	509	679
	7,6%	16,0%	38,2%	69,9%	49,7%	33,4%
Prestations sociales en espèce	12.060	13.066	13.761	14.698	15.502	16.420
	10,4%	8,3%	5,3%	6,8%	5,5%	5,9%
Prestations sociales en nature	2.522	2.710	2.919	3.161	3.332	3.569
	9,8%	7,5%	7,7%	8,3%	5,4%	7,1%
Autres transferts courants	2.822	3.455	3.382	3.563	3.626	3.708
	12,2%	22,4%	-2,1%	5,4%	1,8%	2,3%
Transferts en capital à payer	846	966	909	1.081	1.238	1.405
	-12,5%	14,1%	-5,9%	18,9%	14,5%	13,5%
Variation sur actifs non financiers non produits	69	-45	3	0	-8	2
	0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%	-0,0%	0,0%
Recettes	33.802	36.404	37.868	40.341	42.415	44.542
	7,5%	7,7%	4,0%	6,5%	5,1%	5,0%
Production marchande	667	738	752	770	790	846
	2,9%	10,6%	2,0%	2,4%	2,5%	7,1%
Production pour usage final propre	374	370	385	398	412	412
	6,9%	-1,0%	4,1%	3,5%	3,5%	0,0%
Production non marchande	1.132	1.131	1.179	1.193	1.230	1.280
	17,9%	0,0%	4,2%	1,2%	3,1%	4,1%
Impôts sur la production et les importations	8.688	8.898	9.359	10.031	10.628	11.173
	5,3%	2,4%	5,2%	7,2%	5,9%	5,1%
Revenus de la propriété	899	1.063	1.078	1.111	1.160	1.202
	3,8%	18,3%	1,4%	3,1%	4,4%	3,6%
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	12.382	13.548	14.102	14.832	15.551	16.345
	8,1%	9,4%	4,1%	5,2%	4,8%	5,1%
Cotisations sociales	9.299	10.213	10.560	11.524	12.114	12.736
	8,1%	9,8%	3,4%	9,1%	5,1%	5,1%
Autres transferts courants	129	214	236	258	304	320
	10,1%	65,6%	10,3%	9,4%	17,8%	5,0%
Transferts en capital à recevoir	219	218	205	212	215	217
	25,4%	-0,6%	-5,9%	3,3%	1,2%	0,9%
Capacité/besoin de financement	-222	-1557	-2331	-2055	-1972	-2162
en % du PIB	-0,3%	-1,9%	-2,7%	-2,3%	-2,1%	-2,2%

Administration centrale: Dépenses et Recettes 2022 - 2027						
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Dépenses	24.457	27.294	29.381	30.509	31.808	33.322
	9,6%	11,6%	7,6%	3,8%	4,3%	4,8%
Consommation intermédiaire	2102	2.263	2.440	2.563	2.689	2.809
	13,8%	7,7%	7,8%	5,1%	4,9%	4,4%
Formation de capital	1745	2.073	2.474	2.377	2.232	2.231
	1,0%	18,8%	19,3%	-3,9%	-6,1%	-0,0%
Rémunération des salariés	5698	6.376	6.943	7.405	7.810	8.154
	8,1%	11,9%	8,9%	6,7%	5,5%	4,4%
Subventions à payer	866	1.205	1.240	996	989	999
	23,1%	39,1%	3,0%	-19,7%	-0,7%	1,1%
Revenus de la propriété	119	128	185	325	484	654
	6,4%	7,1%	45,2%	75,6%	49,0%	35,1%
Prestations sociales en espèce	2402	2.530	2.493	2.597	2.708	2.829
	10,3%	5,3%	-1,4%	4,2%	4,2%	4,5%
Prestations sociales en nature	307	327	353	368	388	409
	9,0%	6,7%	7,8%	4,2%	5,4%	5,4%
Autres transferts courants	10165	11.187	11.900	12.318	12.779	13.326
	12,7%	10,1%	6,4%	3,5%	3,7%	4,3%
Transferts en capital à payer	1036	1.200	1.350	1.559	1.737	1.909
	-10,7%	15,8%	12,5%	15,4%	11,4%	9,9%
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	16	6	3	0	-8	2
Recettes	23.379	25.076	26.122	27.641	29.109	30.625
	7,6%	7,3%	4,2%	5,8%	5,3%	5,2%
Production marchande	126	164	173	172	170	204
	4,4%	30,0%	5,8%	-0,9%	-0,7%	19,7%
Production pour usage final propre	374	370	385	398	412	412
	6,9%	-1,0%	4,1%	3,5%	3,5%	0,0%
Production non marchande	864	827	849	855	884	925
	20,2%	-4,2%	2,6%	0,7%	3,4%	4,7%
Impôts sur la production et les importations	8617	8.820	9.281	9.953	10.550	11.095
	5,5%	2,3%	5,2%	7,2%	6,0%	5,2%
Revenus de la propriété	348	529	521	531	548	571
	-10,7%	52,1%	-1,5%	1,9%	3,3%	4,1%
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	11374	12.580	12.991	13.721	14.430	15.214
	9,0%	10,6%	3,3%	5,6%	5,2%	5,4%
Cotisations sociales	1146	1.245	1.325	1.407	1.474	1.546
	7,1%	8,7%	6,4%	6,2%	4,7%	4,9%
Autres transferts courants	246	287	333	341	388	401
	11,3%	16,6%	16,1%	2,3%	13,7%	3,3%
Transferts en capital à recevoir	284	254	263	262	253	257
	10,0%	-10,5%	3,6%	-0,3%	-3,6%	1,5%
Capacité/besoin de financement	-1078	-2218	-3259	-2868	-2698	-2697
en % du PIB	-1,4%	-2,7%	-3,8%	-3,2%	-2,9%	-2,7%

Sécurité sociale: Dépenses et Recettes 2022 - 2027						
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Dépenses	13.941	15.219	16.212	17.431	18.396	19.556
	10,2%	9,2%	6,5%	7,5%	5,5%	6,3%
Consommation intermédiaire	482	543	572	598	618	644
	9,4%	12,8%	5,2%	4,6%	3,4%	4,2%
Formation de capital	141	178	138	210	272	322
	50,2%	26,1%	-22,4%	52,4%	29,5%	18,7%
Rémunération des salariés	936	1.065	1.131	1.187	1.230	1.283
	3,9%	13,8%	6,2%	5,0%	3,6%	4,3%
Prestations sociales en espèce	9639	10.515	11.247	12.080	12.773	13.570
	10,4%	9,1%	7,0%	7,4%	5,7%	6,2%
Prestations sociales en nature	2182	2.341	2.525	2.752	2.903	3.119
	9,8%	7,3%	7,9%	9,0%	5,5%	7,4%
Autres transferts courants	408	473	516	530	546	564
	5,9%	16,0%	9,1%	2,7%	2,9%	3,3%
Transferts en capital à payer	137	103	83	74	54	54
	28,0%	-24,4%	-19,3%	-11,9%	-27,1%	0,1%
Recettes	14.952	16.190	17.167	18.249	19.131	20.099
	10,0%	8,3%	6,0%	6,3%	4,8%	5,1%
Production marchande	218	241	255	275	295	318
	4,2%	10,3%	5,9%	7,7%	7,6%	7,7%
Revenus de la propriété	514	502	526	549	570	590
	15,0%	-2,4%	4,8%	4,3%	3,9%	3,5%
Cotisations sociales	8149	8.964	9.231	10.113	10.636	11.186
	8,3%	10,0%	3,0%	9,5%	5,2%	5,2%
Autres transferts courants	5947	6.293	6.968	7.075	7.355	7.694
	12,3%	5,8%	10,7%	1,5%	4,0%	4,6%
Transferts en capital à recevoir	44	107	98	141	168	196
	-10,5%	144,3%	-9,1%	44,0%	19,2%	17,2%
Capacité/besoin de financement	1011	971	955	818	735	543
en % du PIB	1,3%	1,2%	1,1%	0,9%	0,8%	0,6%

Administrations locales: Dépenses et Recettes 2022 - 2027						
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Dépenses	3.888	4.209	4.372	4.506	4.652	4.786
	13,8%	8,3%	3,9%	3,1%	3,3%	2,9%
Consommation intermédiaire	892	1.013	1.069	1.137	1.188	1.243
	18,3%	13,5%	5,5%	6,4%	4,5%	4,6%
Formation de capital	1399	1.451	1.472	1.482	1.537	1.582
	22,8%	3,7%	1,4%	0,7%	3,7%	2,9%
Rémunération des salariés	1296	1.480	1.529	1.577	1.603	1.633
	7,7%	14,1%	3,3%	3,1%	1,7%	1,9%
Subventions à payer	18	17	19	19	19	19
	5,5%	-2,7%	8,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Revenus de la propriété	6	27	25	25	25	25
	31,8%	385,0%	-8,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Prestations sociales en espèce	19	21	21	21	21	21
	25,7%	15,0%	-2,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Prestations sociales en nature	33	41	41	41	41	41
	21,2%	25,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Autres transferts courants	168	189	174	175	176	176
	5,6%	13,0%	-8,4%	0,7%	0,7%	0,0%
Transferts en capital à payer	16	18	22	28	41	45
	-30,3%	12,7%	19,0%	27,3%	46,4%	9,8%
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	38	-51	0	0	0	0
Recettes	3.733	3.898	4.345	4.501	4.644	4.778
	7,3%	4,4%	11,5%	3,6%	3,2%	2,9%
Production marchande	323	333	324	324	324	324
	1,5%	3,2%	-2,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Production non marchande	191	221	240	240	240	240
	8,9%	15,8%	8,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Impôts sur la production et les importations	71	78	78	78	78	78
	-12,6%	10,9%	-0,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Revenus de la propriété	37	42	42	42	42	42
	23,3%	14,6%	-1,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	1008	967	1.111	1.111	1.121	1.131
	-1,4%	-4,0%	14,9%	0,0%	0,9%	0,9%
Cotisations sociales	4	4	4	4	4	4
	1,3%	5,8%	3,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Autres transferts courants	1854	2.028	2.144	2.303	2.436	2.583
	12,7%	9,4%	5,7%	7,4%	5,8%	6,0%
Transferts en capital à recevoir	235	212	391	388	387	365
	22,2%	-9,6%	84,2%	-0,8%	-0,1%	-5,7%
Capacité/besoin de financement	-155	-311	-27	-5	-9	-8
en % du PIB	-0,2%	-0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%