

Evaluation des finances publiques

*à l'occasion du projet de budget pour 2025 et
du projet de loi de programmation financière pluriannuelle pour la période 2024 à 2028*

Novembre 2024

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION.....	5
1. EVALUATION DES PREVISIONS MACROECONOMIQUES ET BUDGETAIRES DU PLPFP 2024-2028	7
1.1. Prévisions macroéconomiques sous-jacentes au PLPFP 2024-2028.....	7
1.1.1. Perspectives économiques mondiales.....	7
1.1.2. Perspectives et hypothèses macroéconomiques pour le Luxembourg	15
1.1.3. Risques et incertitudes.....	27
1.2. Prévisions budgétaires à la base du PLPFP 2024-2028	30
1.2.1. Recettes, Dépenses et Solde nominal de l'Administration centrale	30
1.2.2. Recettes, Dépenses et Solde nominal des Administrations locales	38
1.2.3. Recettes, Dépenses et Solde nominal de la Sécurité sociale	39
1.2.4. Recettes, Dépenses, Solde nominal et Dette des Administrations publiques	41
2. EVALUATION DES REGLES DE GOUVERNANCE BUDGETAIRE NATIONALE.....	44
2.1. Solde structurel et respect de l'OMT.....	44
2.2. Conformité aux règles de forme.....	45
3. PLAN BUDGETAIRE ET STRUCTUREL NATIONAL A MOYEN TERME.....	47
CONCLUSIONS.....	50
Annexe 1 – Liste des acronymes	53
Annexe 2 – Calcul du solde structurel.....	54
Annexe 3 – Formules de calcul de la trajectoire des dépenses primaires nettes.....	55

INTRODUCTION

En application des missions qui lui sont confiées par la loi modifiée du 12 juillet 2014 relative à la coordination et à la gouvernance des finances publiques (« loi du 12 juillet 2014 »), le Conseil national des finances publiques (« CNFP ») présente ci-après son **Evaluation des finances publiques** portant sur le projet de budget pour 2025 (« PB 2025 ») ainsi que sur le projet de loi de programmation financière pluriannuelle pour la période 2024-2028 (« PLPFP 2024-2028 »). Les projets de loi ont été déposés à la Chambre des députés le 09 octobre 2024 et devraient être votés début décembre de cette année.

Le PB 2025 et le PLPFP 2024-2028 tablent sur une amélioration à court terme du contexte économique au Luxembourg avec une croissance du PIB réel de 1,5% en 2024 et de 2,7% en 2025, après une contraction de l'activité en 2023 (-1,1%). Pour l'année 2026, le PLPFP 2024-2028 prévoit un ralentissement de la croissance économique (2,0%), soit une baisse de 0,7 point de % par rapport à 2025. Les perspectives du marché du travail luxembourgeois montrent un ralentissement de la progression de l'emploi et une hausse du taux de chômage. En ce qui concerne la situation d'inflation, celle-ci devrait continuer à se détendre en 2024 (2,3%). Néanmoins, un rebond temporaire de l'inflation est attendu pour 2025 (2,6%) à la suite de la levée de la majorité des mesures de plafonnement des prix de l'énergie (prévue pour le 31 décembre 2024).

En matière de gestion des finances publiques, le solde nominal des administrations publiques resterait négatif sur toute la période considérée. Néanmoins, selon les prévisions actuelles, l'objectif budgétaire à moyen terme (« OMT ») de 0,00% du produit intérieur brut (« PIB ») serait respecté sur la période de 2024 à 2027. En effet, selon les prévisions du PLPFP 2024-2028, le solde structurel (c.-à-d. le solde nominal corrigé des variations conjoncturelles et déduction faite des mesures ponctuelles et temporaires) se situerait à +0,7% du PIB en 2024 et entre +0,2 et +0,3% du PIB sur la période de 2025 à 2027.

Le **chapitre 1** fournit une évaluation détaillée des prévisions macroéconomiques (sous-chapitre 1.1.) et budgétaires (sous-chapitre 1.2.) du PB 2025 et du PLPFP 2024-2028.

Dans le **chapitre 2**, sur la base des prévisions macroéconomiques et budgétaires, le CNFP analyse la conformité du solde structurel par rapport à l'OMT de 0,00% du PIB (sous-chapitre 2.1.) et le respect des règles de forme du PLPFP 2024-2028 (sous-chapitre 2.2.). L'analyse se fait sur base des règles actuelles de la loi du 12 juillet 2014 dans l'attente de la transposition de la *Directive (UE) 2024/1265¹ modifiant la directive 2011/85/UE* dans le cadre national, qui doit être achevée au plus tard le 31 décembre 2025.

Il est à souligner que l'Union européenne (« UE ») s'est dotée en avril 2024 d'un nouveau dispositif législatif réformant le cadre de gouvernance économique et budgétaire de l'UE, avec notamment une révision du volet préventif (Règlement (UE) 2024/1263²). Le **chapitre 3** est consacré à la première soumission par le Gouvernement d'un plan budgétaire et structurel national à moyen terme (ci-après « PBS ») à la Commission européenne

¹ « Directive (UE) 2024/1265 du Conseil du 29 avril 2024 modifiant la directive 2011/85/UE sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des États membres ».

² « Règlement (UE) 2024/1263 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril relatif à la coordination efficace des politiques économiques et à la surveillance budgétaire multilatérale et abrogeant le règlement (CE) n°1466/97 du Conseil »

(« CE »). Le PBS a été présenté à la Chambre des députés en date du 15 octobre 2024. Il sera en principe adopté dans un délai de douze à quatorze semaines (c.-à-d. vers mi-janvier) par une recommandation du Conseil de l'UE fixant la trajectoire des dépenses nettes sur recommandation de la CE.

Les conclusions du CNFP se trouvent à la fin du document.

1. EVALUATION DES PREVISIONS MACROECONOMIQUES ET BUDGETAIRES DU PLPFP 2024-2028

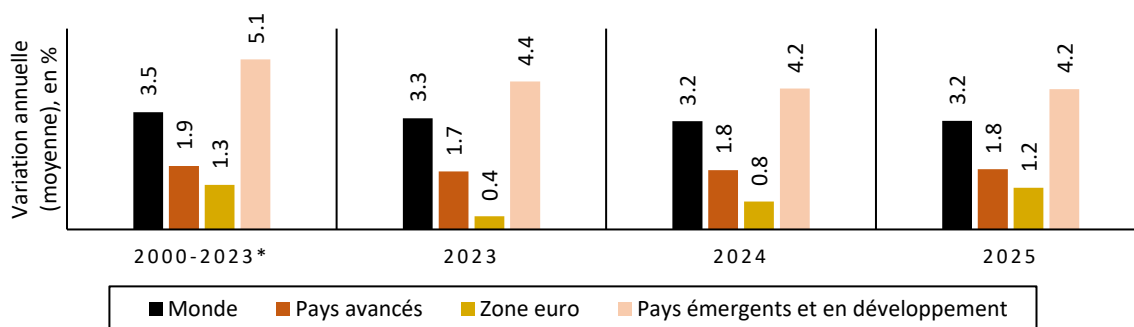
L'article 8 b) de la loi du 12 juillet 2014 prévoit que le CNFP procède à une « *évaluation régulière et reposant sur des critères objectifs des prévisions macroéconomiques et budgétaires établies aux fins de programmation financière budgétaires des administrations publiques* ». Ainsi, le CNFP procède-t-il, dans ce chapitre, à une analyse des prévisions macroéconomiques (sous-chapitre 1.1.) et budgétaires (sous-chapitre 1.2.) sous-jacentes au PB 2025 et au PLPFP 2024-2028.

L'évaluation du PB et du PLPFP effectuée par le CNFP porte sur les prévisions économiques et budgétaires du PB et du PLPFP sur base des informations disponibles lors de l'établissement de ces derniers tout en mentionnant, le cas échéant, les conséquences susceptibles de découler d'informations et d'événements subséquents. Le CNFP a retenu la date du 06 novembre 2024 comme date de clôture statistique.

1.1. Prévisions macroéconomiques sous-jacentes au PLPFP 2024-2028

1.1.1. Perspectives économiques mondiales

Graphique 1.1 – Croissance économique



* La variation historique est calculée en utilisant une moyenne arithmétique.

Source : FMI.

Les prévisions du Fonds monétaire international (« FMI ») d'octobre 2024³ indiquent une stabilisation de la conjoncture mondiale en 2024 et en 2025, avec une activité économique qui devrait progresser de 3,2% chaque année, soit un niveau similaire à celui enregistré en 2023 (3,3%). La stabilité de la croissance à court terme devrait se montrer à la fois dans les pays avancés (1,8% respectivement en 2024-2025, contre 1,7% en 2023) et dans les pays émergents et en développement (4,2% respectivement en 2024-2025, contre 4,4% en 2023) (voir graphique 1.1).

En ce qui concerne l'évolution conjoncturelle prévue dans la zone euro, celle-ci devrait être marquée par un rebond de l'activité à court terme, après une année 2023 économiquement difficile dans le contexte de la crise énergétique. Comme le montre le graphique 1.1, le FMI table désormais sur une croissance économique pour l'ensemble de la zone euro de 0,8% en 2024 et de 1,2% en 2025, soit une révision à la baisse de 0,1 et de 0,3 point de % respectivement par rapport aux estimations de juillet⁴. Les prévisions de croissance pour la zone euro de

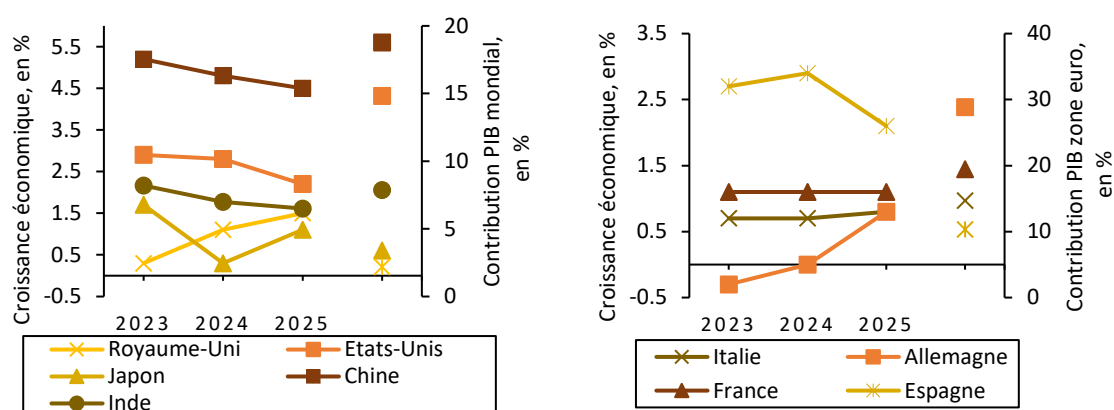
³ FMI, « *Perspectives de l'économie mondiale – Changement de cap et menaces grandissantes* », octobre 2024.

⁴ FMI, « *Perspectives de l'économie mondiale – L'économie mondiale dans une situation délicate* », juillet 2024.

Oxford Economics, qui servent de base à l'élaboration du PB 2025 et du PLPFP 2024-2028, sont similaires à celles du FMI pour 2024 (0,8%), mais nettement plus élevées pour 2025 (1,7%). Il faut noter que les auteurs du PB 2025 ont précisé que *Oxford Economics* a entre-temps revu à la baisse sa prévision de croissance pour 2025 à 1,4%, mais que cela n'a pas pu être pris en compte dans le scénario international retenu pour l'établissement du budget 2025⁵. A moyen terme, le PLPFP 2024-2028 prévoit un ralentissement de la croissance au niveau européen qui devrait passer de 1,8% en 2026 et à 1,3% en 2028.

Les graphiques ci-après montrent les prévisions de croissance pour les principales économies mondiales et pour les principales économies de la zone euro (échelle gauche) ainsi que leur contribution à la croissance économique mondiale, respectivement à celle de la zone euro (échelle droite, situation en 2023)⁶.

Graphique 1.2 – Prévisions de croissance et contribution au PIB



* Pour faciliter la lecture du graphique de gauche, les données concernant la croissance économique de l'Inde se réfèrent à l'axe de droite.

Sources : FMI ; Banque mondiale ; Calculs CNFP.

Selon les prévisions du FMI d'octobre 2024, la Chine et les Etats-Unis connaîtraient un ralentissement de leur activité à court terme. Cela devrait avoir un impact modérateur sur les perspectives de croissance de l'économie mondiale puisque ces deux économies représentent un peu plus d'un tiers du PIB mondial. La progression de l'activité dans l'économie chinoise devrait s'établir à seulement 4,5% en 2025, après 4,8% en 2024, et sera donc nettement inférieure à la croissance moyenne de 8,3% enregistrée sur la période de 2000 à 2023. L'économie américaine, qui a montré une certaine résilience face à la hausse des taux d'intérêts en 2023 (2,9%) et vraisemblablement aussi en 2024 (2,8%), devrait toutefois perdre de dynamisme l'année prochaine. En effet, en 2025, la croissance devrait ralentir à 2,2%, tout en précisant que les Etats-Unis se trouvent eux aussi dans une période de faible croissance en comparaison historique (moyenne 2000-2023 : 4,4%). En revanche, la légère amélioration de la situation conjoncturelle en Allemagne (+0,8% en 2025, après -0,3% en 2023 et +0,0% en 2024), qui contribue à elle seule pour environ un tiers au PIB de la zone euro, est à interpréter comme un signal positif pour la croissance économique de la zone euro. A noter encore que le recul de la croissance de l'activité en

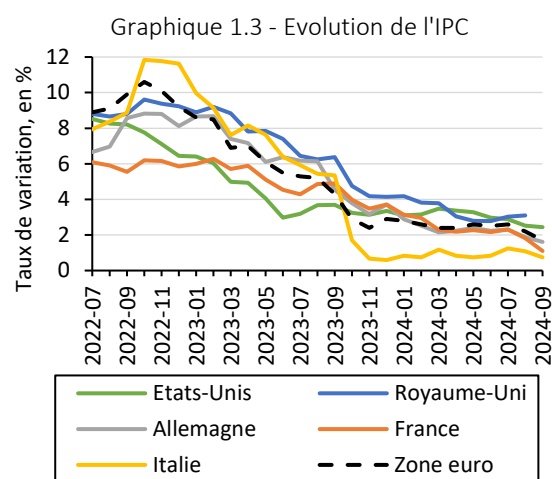
⁵ Ministère des Finances, « De Budget 2025 – Volume 1 », p.12, 09 octobre 2024.

⁶ FMI, « Perspectives de l'économie mondiale – Changement de cap et menaces grandissantes », octobre 2024 pour les prévisions de croissance et Banque mondiale, « GDP ranking, PPP based », juillet 2024 pour le calcul de la contribution.

Espagne en 2025 (-0,8 point de % par rapport à 2024) fait suite à une forte croissance en 2023 et 2024, principalement due à un secteur touristique florissant et à une demande intérieure soutenue⁷.

Outre l'évolution conjoncturelle des principales économies mondiales, les perspectives de croissance mondiale à court terme dépendent de plusieurs risques haussiers et baissiers. Il s'agit notamment des tensions géopolitiques (surtout en Moyen-Orient et en Ukraine, mais aussi entre Taïwan et la Chine) et des relations commerciales tendues entre les principales puissances économiques (à noter les tensions récemment apparues entre l'Europe et la Chine, voir ci-après) ainsi que de la situation en matière d'inflation. Tandis qu'une inflation tenace (voire à nouveau en hausse) pourrait retarder l'assouplissement des politiques monétaires, voire engendrer un nouveau resserrement, une poursuite de la désinflation pourrait, en revanche, permettre aux banques centrales de pratiquer une politique monétaire moins restrictive. Le premier cas aurait un effet modérateur et le second un effet dynamique sur la croissance économique. Enfin, il convient encore de mentionner la récente élection présidentielle américaine de novembre et les élections législatives anticipées en Allemagne (début 2025), qui pourraient changer l'approche de ces deux pays en matière de politiques économique et extérieure.

En ce qui concerne la situation d'inflation dans les économies avancées, la progression de l'indice des prix à la consommation (« IPC »)⁸ s'est établie entre 2% et 4% au cours de la première moitié 2024 (à l'exception de l'Italie, où l'inflation est nettement inférieure à 2% depuis fin 2023). Même si l'IPC a maintenu son orientation à la baisse en 2024, il faut constater de nouvelles légères poussées inflationnistes en juillet 2024, mais qui ne semblent pas perdurer (sauf au Royaume-Uni, où le taux d'inflation a également augmenté en août et en septembre). En effet, en septembre 2024, l'inflation pour l'ensemble de la zone euro est même passée sous la barre des 2% et affichait 1,7% (voir graphique 1.3).



Sources : FMI ; Eurostat.

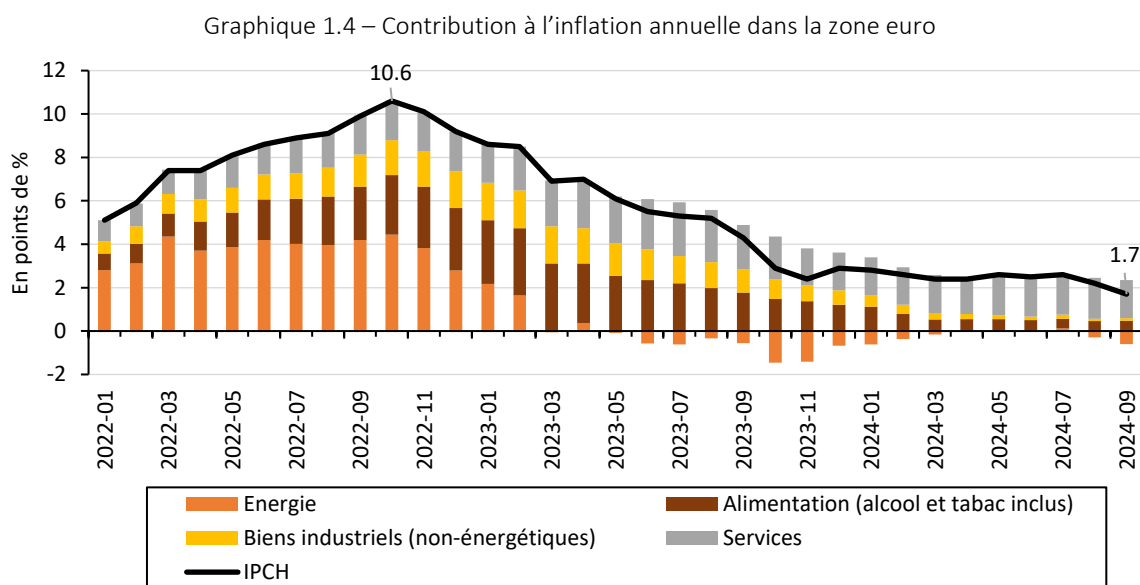
Dans la zone euro, le ralentissement de la désinflation⁹ s'explique notamment par le fait que les prix des services continuent de progresser à un niveau soutenu (d'environ 4% en variation annuelle chaque mois depuis novembre 2023), tandis que le rythme de progression des prix des produits alimentaires (alcool et tabac inclus) et des biens industriels (non-énergétiques) montre une tendance à la baisse depuis la mi-2023. En effet, entre juin 2023 et septembre 2024, la progression du niveau général des prix des produits alimentaires (alcool et tabac inclus) a

⁷ Pour plus d'informations sur la situation conjoncturelle de l'Espagne, veuillez par exemple consulter la « *Conjoncture Flash* » du STATEC d'août 2024.

⁸ L'IPC est mesuré par le changement du niveau des prix d'un mois par rapport au même mois de l'année précédente. Les chiffres indiqués pour les pays proviennent de la base de données du FMI (« *Consumer Price Index [CPI]* ») et celles pour la zone euro d'Eurostat (« *IPCH – données mensuelles [taux de change annuel]* »).

⁹ La désinflation, qui correspond à la baisse du taux d'inflation tout en restant positif, n'est pas à confondre avec la déflation, qui correspond à une inflation négative (c.-à-d. à une baisse du niveau général des prix).

baissé de 11,6% à 2,4% et celle des biens industriels (non-énergétiques) de 5,5% à 0,4%¹⁰. Ainsi, en septembre 2024, les services ont contribué pour 1,8 point de % à l'inflation totale de 1,7%, contre une contribution de 0,5 point de % du côté des produits alimentaires (alcool et tabac inclus) et de 0,1 point de % du côté des biens industriels (non-énergétiques). En revanche, les biens énergétiques ont eu une contribution négative de -0,6% à l'inflation totale en septembre 2024¹¹. La diminution des prix des biens énergétiques est donc la principale raison de la baisse de l'inflation totale en septembre 2024 (-0,5 point de % par rapport à août 2024) qui, pour la première fois depuis longtemps, se trouve à nouveau en dessous de l'objectif d'inflation de 2% (voir graphique 1.4). A noter que la Banque centrale européenne (« BCE ») a récemment attiré l'attention sur le fait que les prix de l'énergie pourraient repartir à la hausse à cause de multiples risques géopolitiques¹².



Source : Eurostat.

En perspective annuelle, la BCE table sur un taux d'inflation dans la zone euro de 2,5% en 2024 et de 2,2% en 2025, après une progression du niveau général des prix de 5,4% en 2023¹³. Les prévisions de la BCE sont ainsi en ligne avec les récentes prévisions d'inflation du FMI (2024 : 2,4% et 2025 : 2,0%) et de l'Organisation de coopération et de développement économiques (« OCDE ») (2024 : 2,4% et 2025 : 2,1%)¹⁴. Le CNFP constate que les prévisions des institutions internationales pour l'année 2025 divergent de l'estimation de *Oxford Economics* indiquée dans le PB 2025 (p.12), selon laquelle « l'inflation des prix à la consommation [dans la zone euro] devrait assez rapidement s'installer en dessous des 2% (moyenne annuelle prévue pour 2025 : 1,4%) ».

¹⁰ Il s'agit du taux d'inflation annuel tel que publié par Eurostat dans ses publications « *Euro indicateurs* » du 19 décembre 2023, du 1^{er} mars 2024 et du 1^{er} octobre 2024.

¹¹ La somme des contributions des différentes catégories (1,8%) n'étant pas égale à l'inflation totale (1,7%), s'explique par les mises à jour à des dates différentes des deux bases de données utilisées (Eurostat : « *IPCH – contribution au taux d'inflation annuel de la zone euro* », 17 octobre 2024 et « *IPCH – données mensuelles* », 31 octobre 2024).

¹² BCE, « *Economic, financial and monetary developments* », 17 octobre 2024.

¹³ BCE, « *Projections macroéconomiques* », 12 septembre 2024. Aux fins de comparaison, selon les prévisions d'inflation établies par l'OCDE en septembre 2024 (« *Perspectives économiques de l'OCDE* »), la progression du taux d'inflation aux États-Unis devrait être de 2,4% en 2024 et de 1,8% en 2025, après 3,7% en 2023.

¹⁴ FMI, « *Perspectives de l'économie mondiale – Changement de cap et menaces grandissantes* », octobre 2024 et OCDE, « *Perspectives économiques de l'OCDE* », septembre 2024. A noter que la CE publie ces prochaines prévisions en novembre 2024, après la finalisation de la présente évaluation.

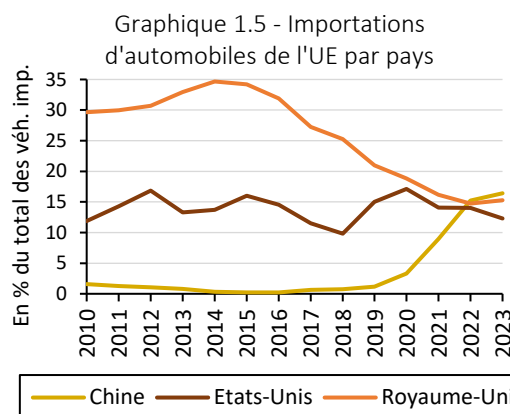
En matière de relations commerciales de l'Union européenne (« UE »), les Etats-Unis restent le principal partenaire pour les exportations en 2023 (19,6% des exportations totales), suivi par le Royaume-Uni (13,1%) et la Chine (8,7%). Les importations, quant à elles, proviennent principalement de la Chine (20,5% des importations totales), des Etats-Unis (13,8%) et du Royaume-Uni (7,1%)¹⁵. Comme le montre le tableau 1.1, le solde commercial de l'UE avec le reste du monde a été excédentaire depuis 2015, à l'exception de l'année 2022 où le solde présentait un déficit de 436 milliards d'euros. Ce dernier résultait notamment de la forte augmentation des prix sur les marchés mondiaux de l'énergie dans le contexte de la crise énergétique en Europe, qui ont fortement touché l'UE en tant qu'importateur net de produits énergétiques¹⁶. En effet, en 2022, les importations de produits énergétiques ont progressé de 121,6% en valeur par rapport à 2021 (+8,6% en volume). Le solde commercial positif en 2023 (38 milliards d'euros) était lié à un recul du volume des importations, et des importations des produits énergétiques en particulier (-34,7% en valeur et -8,5% en volume par rapport à 2022), par rapport aux exportations¹⁷.

Tableau 1.1 – Solde commercial de l'Union européenne

En milliard d'euros	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Importations	1 648	1 602	1 772	1 911	1 941	1 715	2 124	3 006	2 517
Exportations	1 876	1 867	1 994	2 059	2 132	1 932	2 181	2 570	2 555
Solde commercial	228	264	222	148	191	217	57	-436	38

Sources : Eurostat ; Calculs CNFP.

En date du 04 octobre 2024, les Etats membres de l'UE ont donné le feu vert à l'introduction de tarifs douaniers sur l'importation de voitures électriques chinoises afin de freiner la forte pénétration du marché d'automobiles européen par les constructeurs chinois¹⁸. Alors que les véhicules en provenance de la Chine (tout type de propulsion confondu) ne représentaient qu'environ 1% du total des véhicules importés chaque année dans l'UE entre 2010 et 2019, ce chiffre a grimpé à 16,4% en 2023 (voir graphique 1.5). La Chine, quant à elle, a riposté cinq jours plus tard par l'introduction de droits de douane sur des boissons alcooliques en provenance de l'Europe. Comme les relations commerciales entre l'UE et la Chine se sont considérablement développées depuis le début des années 2000, la Chine étant devenu l'un des principaux partenaires commerciaux de l'UE¹⁹, une escalade des tensions



Source : Eurostat.

¹⁵ Eurostat, « *International trade in goods by partner* », juin 2024.

¹⁶ D'après Eurostat (« *Shedding light on energy in Europe – 2024 edition* », 14 mars 2024), l'UE a importé 63% de ces besoins en produits énergétiques en 2022.

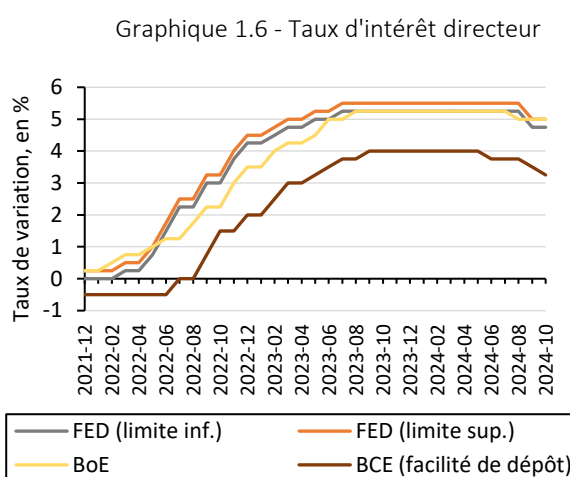
¹⁷ Eurostat, « *EU imports of energy products – latest developments* », septembre 2024. Selon cette source, les produits énergétiques ont contribué pour 22,7% au total des importations en 2022, contre 14,7% en 2021 et 17,9% en 2023.

¹⁸ Commission européenne, « *Commission proposal to impose tariffs on imports of battery electric vehicles from China obtains necessary support from EU Member States* », communiqué de presse, 04 octobre 2024. Les droits de douane compensateurs peuvent aller jusqu'à 35%, en plus des 10% de taxe déjà existants, et devraient entrer en vigueur fin octobre 2024.

¹⁹ Aux fins de comparaison, d'après les chiffres publiés par Eurostat (« *International trade in goods by partner* », dernière consultation : 06 novembre 2024) pour l'année 2002, seulement 3,3% des exportations européennes étaient destinées à la Chine (contre 8,7% en 2023) et seulement 7,8% des importations européennes provenaient de la Chine (contre 20,5% en 2023).

commerciales pourrait ralentir la croissance économique des deux côtés. Il convient donc de suivre de près les efforts de dialogue entre Bruxelles et Pékin, qui tentent de trouver une solution négociée. Par ailleurs, l'élection de Donald Trump comme président des Etats-Unis pourrait, entre autres, entraîner une hausse des droits de douane, ce qui aurait des répercussions sur le commerce mondial et sur les exportations vers les Etats-Unis en particulier.

Outre la hausse des prix de l'énergie sur les marchés mondiaux, la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar au cours de l'année 2022 (-11,0% sur un an) a également contribué au déficit du solde commercial en 2022, ce notamment en rendant les importations de l'UE plus coûteuses. En 2023, l'euro s'est de nouveau apprécié face au dollar (+2,7% sur un an), ayant atteint son pic annuel de 1,11 dollar pour un euro en juillet 2023. Après avoir fluctué entre 1,09 et 1,07 au cours de la première moitié 2024, le taux de change dollar-euro a augmenté à 1,11 en septembre 2024, avant de passer à 1,09 en octobre 2024²⁰.



Sources : FED ; BoE ; BCE.

Du fait qu'un assouplissement prématuré des conditions financières porte le risque de nouvelles pressions à la hausse sur les prix, les banques centrales ont laissé les taux d'intérêts inchangés entre la mi-2023 et la mi-2024 malgré le ralentissement de l'inflation. Au tournant de la deuxième moitié de l'année 2024, la banque centrale européenne (« BCE ») a été la première banque centrale à baisser prudemment les taux d'intérêt et les banques centrales américaine (« FED ») et britannique (« BoE ») ont fait de même avec un peu de décalage (voir graphique 1.6). En date du 06 novembre 2024, le principal taux d'intérêt directeur de la BCE²¹ est fixé à

3,25% (contre 4,00% en mai 2024) et celui de la FED (limite supérieure) et de la BoE à 5,00% respectivement (contre 5,50% et 5,25% respectivement en mai 2024).

Au niveau de la zone euro, une inflation élevée et la succession rapide de fortes hausses de taux d'intérêts par la BCE depuis le début du second semestre 2022 ont eu un effet de frein sur le comportement de dépenses des ménages et des entreprises. Du côté des ménages, le taux d'épargne (épargne brute divisée par le revenu disponible brut) a augmenté de manière continue de 13,3% au 3^{ème} trimestre 2022 à 15,7% au 2^{ème} trimestre 2024. La consommation des ménages a augmenté de seulement 0,2% au 2^{ème} trimestre 2024, après une hausse de 1,2% au 1^{er} trimestre 2024. En même temps, le revenu des ménages a augmenté de 0,8% au 2^{ème} trimestre, après une hausse de 2,0% au 1^{er} trimestre. Du côté des entreprises non financières situées dans la zone euro, le

²⁰ Selon les taux de change publiés par la BCE sur son site web (dernière consultation : 06 novembre 2024). Le changement annuel du taux dollar-euro indiqué est calculé sur base des taux annuels pour 2021 (1,18), 2022 (1,05) et 2023 (1,08).

²¹ A noter qu'au total, la BCE fixe trois taux d'intérêt directeurs, dont le taux d'intérêt de la facilité de dépôt (affiché dans le graphique 1.6) qui est utilisé par la BCE pour piloter l'orientation de sa politique monétaire. Le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et le taux des opérations principales de refinancement (sur lequel s'orientent les institutions financières pour se refinancer), les deux autres taux fixés par la BCE, s'élèvent à respectivement 3,65% et 3,40% (situation en octobre 2024).

taux d'investissement (formation brute de capital fixe divisée par la valeur ajoutée brute, « VAB ») a diminué de 22,9% au 3^{ème} trimestre 2022 à 21,3% au 2^{ème} trimestre 2024, avec un rebond à 22,3% au 1^{er} trimestre 2024. Cette baisse du taux d'investissement est en ligne avec le ralentissement de la progression de la valeur ajoutée observable depuis la mi-2023 ²². La croissance économique prévue à court terme dépendra aussi du comportement de consommation et d'investissement des agents économiques, qui est influencé, du moins en partie, par la politique monétaire adoptée par la BCE à court terme. Les récentes baisses des taux d'intérêt devraient avoir un effet stimulant si elles se poursuivent, pourvu que la confiance des consommateurs et des investisseurs se rétablisse.

Le marché du travail européen a jusqu'à présent bien résisté au contexte de poly-crisis et au ralentissement économique en 2023. Après une hausse du taux de chômage en 2020 à 8,0%, celui-ci a baissé de manière continue pour atteindre 6,6% en 2023. En août 2024, le taux de chômage (corrigé des variations saisonnières) de la zone euro était de 6,4%, soit le taux le plus bas depuis la création de l'espace monétaire commun et nettement en dessous du taux de chômage moyen de 2019 (7,6%). Le nombre de personnes ayant un emploi a augmenté de 0,2% sur un trimestre dans la zone euro au 2^{ème} trimestre 2024 (+0,5% sur un an). A noter encore que, malgré l'entrée en récession en 2023 (-0.3%), l'Allemagne a enregistré une légère progression du taux d'emploi (81,1%, contre 80,6% en 2022 et 79,4% en 2021). De même, le taux de chômage a baissé de 3,7% en 2021 à 3,1% en 2023 en Allemagne, soit l'un des taux de chômage les plus bas de la zone euro²³. Néanmoins, il faut rappeler qu'un ralentissement économique impacte avec un certain décalage le marché du travail, et il convient donc d'attendre les prochains trimestres avant de donner une évaluation finale de la situation sur les marchés du travail allemand et européen.

Les marchés financiers ont été très dynamiques sous les effets d'une évolution conjoncturelle résiliente et de la poursuite de la désinflation à un rythme soutenu, auxquels s'ajoute l'anticipation d'un assouplissement progressif des conditions monétaires. L'indice global (« MSCI World ») ²⁴, qui reproduit l'évolution boursière des plus grandes entreprises cotées en bourse dans les pays avancés, a progressé de 19,1% depuis le début de l'année et l'indice couvrant l'évolution boursière des entreprises cotées en bourse dans des pays en développement (« MSCI Emerging markets ») ²⁵ a progressé de 18,8% depuis le début de l'année. C'est surtout la bourse américaine (« S&P 500 ») qui a connu une progression remarquable d'environ 30% depuis début octobre 2023, avec le secteur des technologies comme principal moteur derrière cette évolution. Les bourses britanniques (« FTSE 100 ») et européennes (« Euro Stoxx 50 ») ont plus ou moins stagné au 3^{ème} trimestre 2024 (progression des indices de 1,1% et 1,4% respectivement), ce après une hausse sur la première moitié 2024 (progression des indices de 6,0% et 8,4% respectivement).

²² Les chiffres trimestriels indiqués dans ce paragraphe proviennent de la publication « *Euro indicateurs* » de Eurostat du 04 octobre 2024. La valeur ajoutée brute créée a progressé de plus de 2% sur un trimestre au cours du T3-2022, T4-2022 et T1-2023 mais que d'environ 0,5% sur un trimestre depuis le T2-2023.

²³ Eurostat, bases de données « *Emploi et activité* et *Chômage* », dernière consultation : 06 novembre 2024.

²⁴ Cet indice regroupe les 1 479 plus grandes entreprises cotées en bourse parmi 23 pays industrialisés. La progression a été calculée sur base des données du 02.01.2024 (82,22€) et du 05.11.2024 (97,96€).

²⁵ Cet indice regroupe les 1 440 plus grandes entreprises cotées en bourse parmi 24 pays émergents et en développement. La progression a été calculée sur base des données du 02.01.2024 (28,71€) et du 11.10.2024 (33,12€).

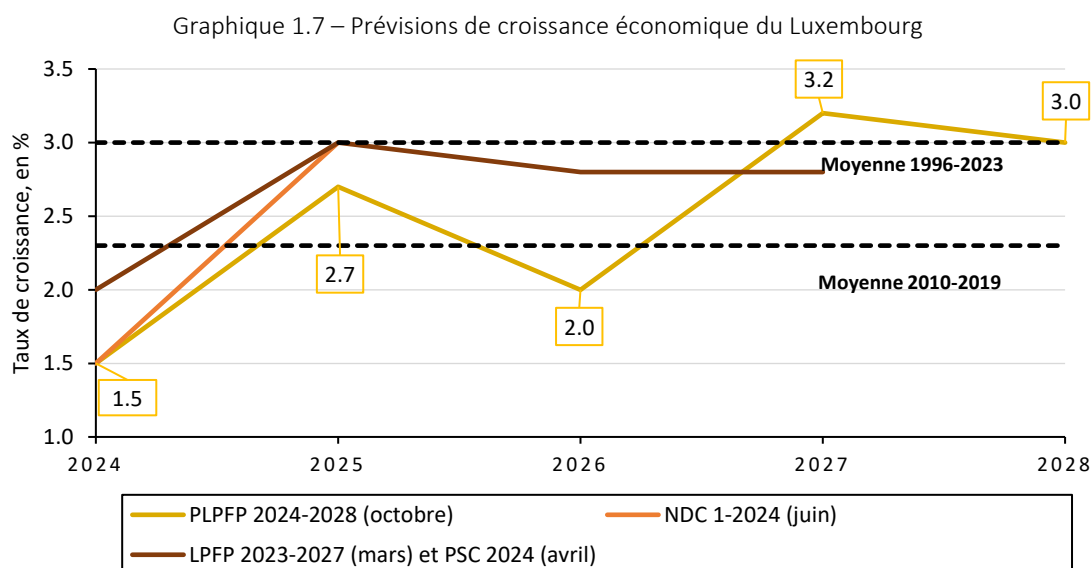
Les récentes fluctuations sur les marchés financiers (surtout en août) étaient imputables à des corrections de cours notamment dans le secteur des technologies américain et les craintes suscitées par un éventuel assombrissement des perspectives économiques aux Etats-Unis se sont propagées sur les marchés financiers mondiaux. En parallèle, le 1^{er} août 2024, la banque centrale japonaise a mis fin à sa politique de taux d'intérêts négatifs, en place depuis 2016. Les marchés financiers japonais ont par la suite été soumis à une forte pression à la baisse à cause d'une forte appréciation du yen par rapport au dollar, rendant les exportations japonaises plus chères et amenant les investisseurs à alléger leurs positions en actions japonaises²⁶. L'évolution des principales bourses mondiales reste à l'heure actuelle incertaine au regard des risques géopolitiques, d'éventuelles guerres tarifaires (qui pourraient de nouveau faire repartir l'inflation à la hausse) et les perspectives économiques mitigées aux Etats-Unis, en Chine et en Europe.

²⁶ Au cours de la première semaine d'août, l'indice boursier japonais (« Nikkei 225 ») a chuté de 13%, ce qui a encore davantage déstabilisé les marchés financiers mondiaux. Pour plus d'informations, veuillez consulter les articles « *Les craintes sur la croissance américaine font plonger Wall Street* » (06 septembre 2024) et « *La Bourse de Tokyo s'effondre, l'Europe en forte baisse* » (05 août 2024) publiés dans le journal Les Echos.

1.1.2. Perspectives et hypothèses macroéconomiques pour le Luxembourg

Le STATEC « a livré fin août une mise à jour de ses prévisions [macroéconomiques pour le Luxembourg] de court terme (2024 et 2025) au Ministère des Finances, ainsi que de ses projections pour les trois années suivantes »²⁷ aux fins de l'établissement du budget pour l'année 2025. Comme par le passé, la partie du PB 2025 qui traite la situation et les perspectives économiques a été rédigée par le STATEC et a été achevée en septembre 2024. Les prévisions internationales sous-jacentes au budget (pluriannuel) ont été élaborées, comme par le passé, par *Oxford Economics* et ont été finalisées le 15 juillet 2024²⁸.

Le graphique 1.7 montre les prévisions de croissance pour l'économie luxembourgeoise telles que présentées dans le PLPFP 2024-2028 (indiquées en jaune). Après une contraction de l'activité économique au Luxembourg en 2023 (-1,1%), le PLPFP 2024-2028 table sur un rebond de l'activité en 2024 (1,5%) et en 2025 (2,7%). Pour l'année 2026, le PLPFP 2024-2028 prévoit cependant un ralentissement de la croissance économique (2,0%), soit une baisse de 0,7 point de % par rapport à 2025. Ensuite, en 2027 (3,2%) et en 2028 (3,0%), la croissance économique devrait se rapprocher de nouveau des 3,0%, ce qui correspond à la croissance moyenne de 1996 à 2023.



Sources : PLPFP 2024-2028 ; NDC 1-2024 ; LPFP 2023-2027 ; PSC 2024 ; Calculs CNFP.

Les chiffres trimestriels, désaisonnalisés²⁹, pour la première moitié de l'année 2024 semblent en effet confirmer un certain redressement de l'activité économique (+0,7% au 1^{er} trimestre et +0,6% au 2^{ème} trimestre)³⁰. Les taux trimestriels annualisés (basés sur des chiffres trimestriels non désaisonnalisés) donnent un taux de croissance de -0,2% pour le 1^{er} trimestre et 0,4% pour le 2^{ème} trimestre. Le CNFP note que l'acquis de croissance pour l'année

²⁷ STATEC, « Prévisions mises à jour pour 2024 et 2025 et projections à moyen terme », 19 septembre 2024.

²⁸ Selon la note en bas de page 1 du PB 2025 (p.9) et selon les indications en dessous du tableau figurant à l'annexe 7 du PLPFP 2024-2028 (p.520).

²⁹ Chiffres trimestriels corrigés des variations saisonnières.

³⁰ STATEC, « PIB en volume pour le 2^{ème} trimestre 2024 : +0,6% par rapport au trimestre précédent », 06 septembre 2024. A noter qu'il s'agit de la variation par rapport au trimestre précédent, que la croissance du 1^{er} trimestre 2024 a été révisée à la hausse de 0,5% à 0,7% par rapport à la première estimation du STATEC du 07 juin 2024 (« PIB en volume pour le 1^{er} trimestre 2024 : +0.5% par rapport au trimestre précédent ») et qu'il s'agit d'une première estimation pour le 2^{ème} trimestre 2024.

2024 calculé sur base du niveau du PIB réel enregistré au 2^{ème} trimestre 2024 s'élève à 0,9%. Il faudra donc une évolution conjoncturelle plus favorable au cours de la deuxième moitié 2024, en l'occurrence 2,9% en moyenne pour les deux derniers trimestres, pour que la prévision de croissance de 1,5% retenue dans le PLPFP 2024-2028 soit atteinte. Il convient de noter, et comme l'ont fait les auteurs du PB 2025 (p.10), que les résultats des enquêtes de conjoncture de juillet « envoient des signaux plutôt négatifs sur le troisième trimestre »³¹, ce notamment dans les secteurs de l'industrie, de la construction, des services non financiers et du commerce de détail.

Le graphique 1.7 permet de comparer les prévisions de croissance retenues dans le PLPFP 2024-2028 à d'autres prévisions faites par le STATEC au cours de l'année 2024³². Le CNFP constate que les prévisions de croissance pour les années 2024 à 2026 retenues dans le PLPFP 2024-2028 sont globalement plus prudentes que celles encore établies dans la loi de programmation financière pluriannuelle pour la période 2023 à 2027 (« LPFP 2023-2027 », mars 2024), dans le Programme de stabilité et de croissance pour l'année 2024 (« PSC 2024 », avril 2024) ainsi que dans la Note de conjoncture 1-2024 (« NDC 1-2024 », juin 2024).

La prévision de croissance pour 2024 a été revue à la baisse de 0,5 point de % par rapport aux prévisions établies dans la LPFP 2023-2027 et dans le PSC 2024, celle pour 2025 de 0,3 point de % et celle pour 2026 de 0,8 point de %. Selon les auteurs du PB 2025 (p.13), la révision à la baisse des prévisions de croissance pour 2025 de 3,0% (LPFP 2023-2027 et PSC 2024) à 2,7% (PLPFP 2024-2028) « n'est pas due à des facteurs spécifiques, mais liée à la dégradation générale des perspectives d'évolution à moyen terme ». L'assombrissement des perspectives conjoncturelles à moyen terme s'explique pour sa part par la révision à la baisse du potentiel de croissance de l'économie luxembourgeoise à moyen terme. Tel qu'indiqué dans le PB 2025 (p.13), le potentiel de croissance a été « évalué par le STATEC à 2,4% pour les années 2024/2025 » mais il « devrait s'ajuster à la baisse, vers 2%, pour la fin de l'horizon [c.-à-d. jusqu'en 2028] ». Le CNFP prend note de la révision à la baisse de la prévision de croissance pour 2026, qui passe de 2,8% dans le LPFP 2023-2027 et le PSC 2024 à 2,0% dans le PLPFP 2024-2028. La prévision de croissance pour 2027 a été revue à la hausse de 0,4 point de % par rapport à la LPFP 2023-2027 et au PSC 2024. Le CNFP est d'avis que la simple référence à un potentiel de croissance désormais estimé plus faible n'est pas une explication suffisante pour une baisse aussi prononcée de l'estimation de croissance pour 2026. En outre, le CNFP note que les estimations du potentiel de croissance susmentionnées (et indiquées à la page 13 du PB 2025) diffèrent du PIB potentiel (en volume) indiqué dans le tableau à la page 15 du PB 2025 (2,4% pour les années 2024 à 2027 et 2,3% pour 2028).

En comparaison avec les prévisions établies dans la NDC 1-2024, les attentes en matière de croissance pour 2025 passent de 3,0% à 2,7%, tandis que l'estimation de croissance pour 2024 reste inchangée à 1,5%. Aux fins de comparaison, dans ses prévisions d'octobre 2024, le FMI table sur une croissance de l'économie luxembourgeoise

³¹ Selon la « Conjoncture Flash » du STATEC d'août 2024, en juillet 2024, les indicateurs de confiance dans les secteurs de l'industrie et du commerce de détail ont été le plus bas depuis 7 mois et ceux dans le secteur des autres services non financiers même le plus bas depuis 10 mois, alors qu'ils avaient eu tendance à se redresser au 1^{er} semestre.

³² Le dépôt du projet de budget pour l'année prochaine a généralement lieu début octobre de l'année en cours, mais la publication du budget pour l'année 2024 a été reportée au mars 2024 en raison des élections législatives du 08 octobre 2023. Vu la proximité dans le temps entre la publication de la LPFP 2023-2027 (mars 2024) et du PSC 2024 (avril 2024), les deux documents se sont basés sur les mêmes projections économiques. Le CNFP ne fait donc pas de distinction explicite entre les deux documents dans les graphiques qui suivent, tout en précisant qu'il s'agisse bien sûr de deux publications différentes.

de 1,3% en 2024 et de 2,7% en 2025. Concernant le moyen terme (2026-2027), il faut constater que les prévisions à la base du PLPFP 2024-2028 sont plus volatiles que celles encore présentées dans le LPFP 2023-2027 et dans le PSC 2024.

Le Luxembourg étant une petite économie, très ouverte sur le monde, avec de plus un secteur financier important, il convient de rappeler que les prévisions de croissance pour le Luxembourg (et surtout celles à court terme) sont dès lors entourées de multiples risques haussiers et baissiers qui dépendent à la fois de développements internationaux et de facteurs domestiques. Du côté du contexte économique international, outre les tensions géopolitiques, il faut relever notamment l'évolution de l'inflation et de la conjoncture en Europe, mais aussi les décisions de politique monétaire de la BCE (voir sous-chapitre 1.1.1.). Sur le plan national, l'évolution conjoncturelle du secteur financier, l'évolution de la productivité ainsi que la demande intérieure (la capacité d'investissement et de consommation des agents économiques en particulier) et extérieure (exportations vers l'étranger) peuvent influencer de façon importante les prévisions de croissance.

En comparaison européenne, la croissance économique du Luxembourg a été nettement inférieure à la moyenne de la zone euro en 2023, ce en raison notamment du repli de l'activité en volume dans le secteur financier (voir ci-après). Pour les années 2024 et 2025, et comme c'était le cas dans le passé, la croissance économique du Luxembourg devrait toutefois être de nouveau nettement supérieure à la croissance prévue pour la zone euro. En effet, si l'on prend la moyenne des prévisions établies par le FMI et par le STATEC, le taux de croissance du Luxembourg est de 1,4% en 2024 et de 2,7% en 2025, tandis que celui de la zone euro est de 0,8% en 2024 et de 1,5% en 2025 (voir tableau 1.2).

Tableau 1.2 – Prévisions de croissance

Variation en %	2023	2024	2025
Zone euro			
PLPFP 2024-2028	0,6	0,8	1,7
FMI	0,4	0,8	1,2
Moyenne	0,5	0,8	1,5
Luxembourg			
PLPFP 2024-2028	-1,1	1,5	2,7
FMI	-1,1	1,3	2,7
Moyenne	-1,1	1,4	2,7

Sources : FMI (octobre) ; PLPFP 2024-2028 (octobre).

Si l'on considère l'évolution conjoncturelle dans les différents secteurs de l'économie luxembourgeoise, il ressort du tableau 1.3³³ que la situation économique (en termes de création de valeur ajoutée brute) s'est améliorée dans la plupart des secteurs au cours des deux premiers trimestres de l'année 2024. Cependant, et comme déjà mentionné précédemment, les indicateurs de conjoncture pour l'économie luxembourgeoise se sont nettement détériorés au début du 3^{ème} trimestre 2024, notamment dans les secteurs de l'industrie, du commerce de détail, de la construction et des services non financiers. Dans les secteurs de l'industrie et de la construction, qui ont contribué ensemble à 10,5% du total de la valeur ajoutée créée en volume en 2023, l'assombrissement des

³³ Ce tableau présente la création de valeur ajoutée brute par branche sur base de laquelle on peut calculer le PIB selon l'approche production en ajoutant les impôts sur les produits et en soustrayant les subventions sur les produits.

perspectives est, du moins en partie, dû à une demande trop faible. Début 2024, environ la moitié des entreprises luxembourgeoises actives dans ces deux secteurs ont signalé une demande insuffisante, contre environ 20% début 2022³⁴.

Tableau 1.3 – Valeur ajoutée brute par branche (données désaisonnalisées et en volume)

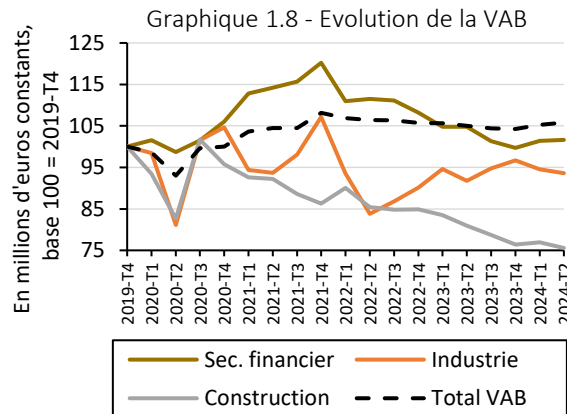
Valeur ajoutée brute	Poids (en %)	Variation annuelle (en %)					Variation trimestrielle (en %)			
	2023	2019	2020	2021	2022	2023	2023 T3	2023 T4	2024 T1	2024 T2
Agriculture, sylviculture et pêche	0,2	-7,4	-8,1	7,2	1,3	1,5	-1,3	0,6	0,5	-0,4
Industrie	6,1	10,4	-2,9	1,3	-10,6	4,7	3,3	2,0	-2,2	-1,0
Construction	4,2	9,4	-6,2	-3,6	-4,1	-7,4	-2,8	-2,9	0,7	-1,7
Commerce, transport, HoReCa	13,2	0,4	-6,8	3,8	-0,8	-3,7	-3,2	-0,1	2,6	-0,5
Information et communication	7,2	-9,5	-10,7	15,1	26,6	7,8	9,0	-2,6	3,5	1,4
Activités financières et d'assurance	25,9	0,0	5,5	13,5	-4,5	-7,0	-3,3	-1,5	1,7	0,2
Activités immobilières	8,6	3,7	-1,5	4,4	3,1	1,3	0,6	0,4	-0,3	0,6
Services aux entreprises et locations	14,7	11,6	-1,4	0,6	5,2	-0,5	-0,8	-1,3	0,0	1,1
Administration pub., éducation et santé	18,1	2,4	1,9	11,1	4,8	3,3	1,3	1,9	1,1	0,9
Autres services	1,7	5,2	-10,2	13,7	3,3	4,1	1,6	-1,0	0,1	0,0
Total	100	3,1	-1,1	7,5	1,1	-1,4	-0,6	-0,2	1,0	0,5

Sources : STATEC (comptes nationaux d'octobre 2024), Calculs CNFP.

L'activité dans le secteur de la construction se trouve toujours presque 25% en dessous du niveau d'activité enregistré au 4^{ème} trimestre 2019, tandis que l'activité dans le secteur de l'industrie s'est rapprochée de son niveau de fin 2019 au cours de l'année 2023, après un net repli de l'activité en 2022 dans le contexte de la crise énergétique (-10,6% en variation annuelle), sans toutefois l'atteindre (voir graphique 1.8).

La nette progression de l'activité dans le secteur industriel enregistrée en 2023 (+4,7% en variation annuelle) ne s'est pas poursuivie en 2024, où l'activité a reculé aux cours des deux premiers trimestres (-2,2% et -1,0% respectivement). A noter également que les légers signes d'amélioration dans le secteur de la construction apparus au cours du 1^{er} trimestre 2024 (+0,7%) ne se sont pas confirmés au 2^{ème} trimestre 2024 (-1,7%) (voir tableau 1.3). En effet, pour l'instant, le STATEC ne voit « *guère de signes d'amélioration* »³⁵ dans le secteur de la construction et

note un recul continu de l'activité et de l'emploi ainsi qu'une stabilisation de la confiance des entrepreneurs à un niveau très bas. A noter que la plus faible progression des prix à la construction (+1,7% en variation annuelle en avril 2024, soit comparable à l'évolution entre 2010 et 2019)³⁶ et la perspective de nouvelles baisses de taux d'intérêt pourraient redynamiser progressivement la demande dans le secteur de la construction dans les mois à



Source : STATEC.

³⁴ Comme le montre le graphique « *Part des entreprises signalant une demande insuffisante* » à la page 2 de la « *Conjoncture flash* » du STATEC de juin 2024. Le phénomène d'une baisse de la production industrielle est observable dans la majorité des pays de la zone euro. Pour plus d'informations sur la situation du secteur industrielle en Europe et au Luxembourg, veuillez consulter la « *Conjoncture flash* » du STATEC de septembre 2024.

³⁵ STATEC, « *Conjoncture flash* », octobre 2024. Le STATEC y note aussi que « *un début de reprise s'observe sur le marché immobilier, mais sans retombées significatives sur l'activité de construction dans l'immédiat.* ».

³⁶ STATEC, « *Net ralentissement des prix de la construction* », Statnews n°29, 15 juillet 2024.

venir. A mentionner également les différentes mesures introduites par le Gouvernement afin de relancer l'activité dans le secteur de la construction (ainsi que dans le secteur de l'immobilier)³⁷, mais dont l'impact sur l'activité est difficilement quantifiable à ce jour.

L'évolution de l'activité en volume dans le secteur financier, qui a contribué pour environ un quart de la valeur ajoutée brute totale créée en 2023, a progressé de 1,7% et de 0,2% respectivement au cours des deux premiers trimestres 2024. Il s'agit d'un premier signe positif, après deux années marquées par un net repli de l'activité en volume (2023 : -7,0% et 2022 : -4,5%) (voir tableau 1.3). Il est à noter que ce repli est à relativiser et pourrait être moins significatif que prévu. En effet, selon le STATEC³⁸, les révisions de la valeur ajoutée brute, même 5 ans après la première estimation, peuvent être encore matérielles. Par exemple, pour la période de 2009 à 2023, les données définitives de ce secteur sont en moyenne 1,3 point de % plus élevées que la première estimation, si celle-ci était négative. En revanche, les résultats du secteur financier en valeur, donc sans correction des effets de prix liés aux taux d'intérêts élevés et aux valorisations des actifs financiers, étaient historiquement élevés en 2023. Selon la Commission de Surveillance du Secteur Financier (« CSSF »)³⁹, le résultat net du secteur bancaire luxembourgeois s'élève à 6 603 millions d'euros pour l'année 2023, ce qui représente une hausse de 67,3% par rapport à l'année 2022. Lors de la publication des résultats du secteur pour l'année 2023, la CSSF a noté que cette bonne performance était « *de nature transitoire* » parce qu'elle était surtout portée par la marge d'intérêts (10 268 millions d'euros, soit +50,9% par rapport à 2022) et par les reprises de provisions. Sur la base des données actuellement disponibles, concernant le premier semestre 2024, le résultat avant provisions et impôts du secteur bancaire luxembourgeoise s'élève à 5 353 millions d'euros, ce qui représente une hausse de +22,6% par rapport au premier semestre 2023⁴⁰. Le CNFP précise que ce sont des chiffres intermédiaires qui ne peuvent pas être extrapolés sur toute l'année et qu'il faut attendre les comptes de profits et de pertes des établissements de crédit de décembre 2024 pour évaluer la performance du secteur.

Le CNFP rappelle que les résultats du secteur financier sont largement influencés par la performance des organismes de placement collectif, qui contribuent, selon le STATEC, (directement ou indirectement) pour plus de la moitié à la valeur ajoutée créée dans l'ensemble du secteur financier. La performance des organismes de placement dépend à la fois de la valorisation de marché des actifs détenus par les organismes et des émissions nettes des organismes. Le premier facteur a un impact sur le résultat du secteur financier exprimé en valeur et le second a un impact sur le volume. A noter que, selon le STATEC⁴¹, les émissions nettes des fonds ont reculé en 2022 (-165 milliards d'euros) et en 2023 (-66 milliards d'euros), malgré une tendance à la hausse de l'indice boursier Euro Stoxx 50 les deux dernières années avec lequel les émissions sont d'habitude corrélées

³⁷ En date du 31 janvier 2024, le ministère d'Etat, le ministère du Logement et de l'Aménagement du territoire et le ministère des Finances ont présenté un paquet de mesures de soutien. Pour le détail, veuillez consulter le communiqué de presse « *Relancer le secteur de la construction immobilière – Un soutien aux personnes et à l'artisanat* ».

³⁸ STATEC, « *Note de conjoncture 1-2024* », étude thématique « *Prévisions macroéconomiques : entre risques domestiques et extérieurs* », juin 2024. Si la première estimation est positive, il y a une révision à la baisse de 0,8 point de % en moyenne.

³⁹ CSSF, « *Comptes de profits et pertes des établissements de crédit au 31 décembre 2023* », communiqué de presse 24/08, 18 mars 2024.

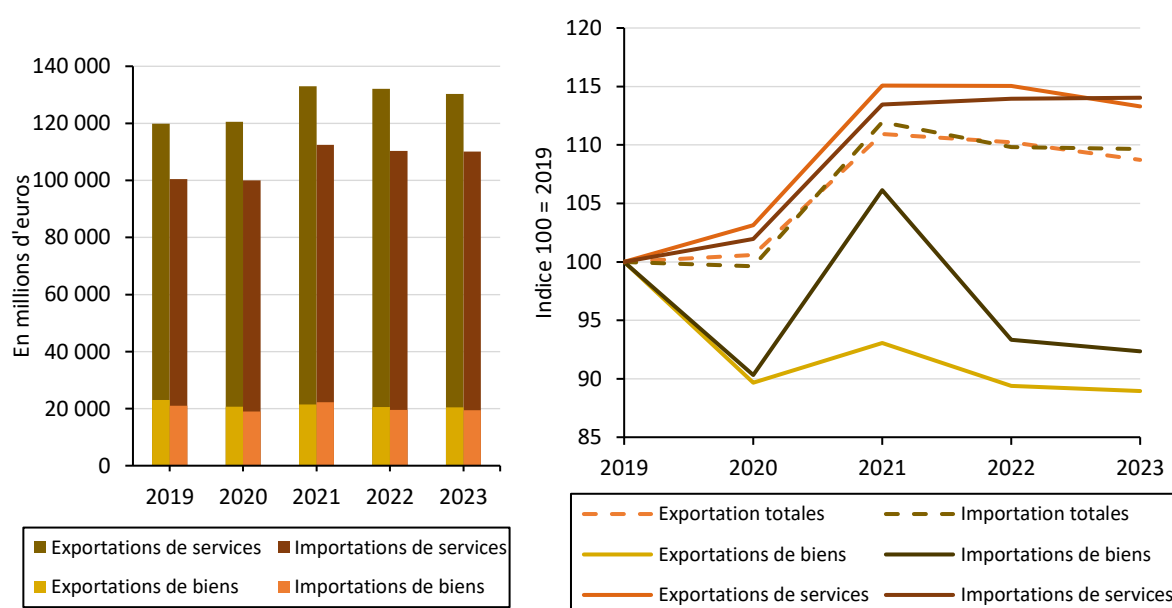
⁴⁰ CSSF, « *Comptes de profits et pertes des établissements de crédit au 30 juin 2024* », communiqué de presse 24/26, 04 septembre 2024.

⁴¹ STATEC, « *Note de conjoncture 1-2024* », p.71, juin 2024.

positivement. La performance en volume du secteur financier à court terme dépend donc également du rythme de progression des émissions nettes dans les mois à venir.

En outre, l'industrie des fonds au Luxembourg poursuit sa croissance, mais sa part de marché a subi une érosion continue au cours de la dernière décennie. Cette tendance s'explique par l'essor soutenu des ETFs (fonds indiciels cotés) à gestion passive. Les ETFs européens ont maintenu une dynamique de croissance solide au premier semestre 2024, atteignant un niveau d'encours sous gestion (« *Assets under Management (AuM)* ») de 1,719 trillion d'euros, et ce, malgré un contexte d'incertitude économique mondiale. Cela représente une augmentation des actifs sous gestion des ETFs européens au cours du premier semestre 2024 de 17% par rapport à 2023 (1,467 trillion d'euros), bien que le nombre d'inscriptions d'ETFs en Europe n'ait que légèrement augmenté de 1 819 à 1 853 (+1,9%). Même si l'Irlande et le Luxembourg restent les juridictions de choix pour la domiciliation des ETFs, l'Irlande représente, au premier semestre 2024, 78,1% des enregistrements transfrontaliers d'ETFs, tandis que l'industrie luxembourgeoise n'en détient que 16,4%⁴². Au vu des perspectives favorables pour cette classe d'actifs, une érosion supplémentaire de la part de marché luxembourgeoise semble difficile à éviter.

Graphique 1.9 – Commerce extérieur du Luxembourg



Source : STATEC (comptes nationaux d'octobre 2024).

Le solde commercial du Luxembourg, qui se calcule par la différence entre les exportations et les importations, a été positif au cours des dernières décennies et se situe autour de la barre des 20 milliards d'euros depuis 2016 (en prix constants). Il ressort du graphique 1.9 que le commerce extérieur du Luxembourg est avant tout porté par les exportations et les importations de services (financiers et non financiers), qui, en 2023, ont représenté 84% du total des exportations et 82% du total des importations. La balance commerciale des seuls services financiers est largement positive, atteignant 21 629 millions d'euros (27,3% du PIB) en 2023. Les exportations de

⁴² Les données proviennent de la publication « *European ETF Listing and Distribution 2024* » de PWC de novembre 2024.

services financiers (71 665 millions d'euros) représentent 50,5% du total des exportations de services et les importations de services financiers (50 037 millions d'euros) 42,4% du total des importations de services⁴³.

Le CNFP note par ailleurs que les importations et les exportations ont reculé en 2022 et en 2023, après une forte progression en 2021 (voir ligne pointillée dans le graphique 1.9). La stagnation des importations et des exportations dans le contexte de la crise sanitaire (c.-à-d. en 2020 et par rapport à 2019) était avant tout liée à la forte résilience des échanges de services. En effet, tandis que les importations et les exportations de biens ont fortement diminué en 2020, les importations et les exportations de services ont légèrement progressé (voir graphique 1.9).

Au vu de l'importance du secteur extérieur dans l'économie luxembourgeoise, la croissance de cette dernière dépendra en grande partie de l'évolution des exportations, et en particulier des exportations de services financiers. En ce qui concerne le premier semestre 2024, il convient de constater que la balance commerciale des services financiers est de 12,5% supérieure au solde mesuré au premier semestre 2023⁴⁴ et que les exportations semblent orientées à la hausse (+1,4% au 2^{ème} trimestre, après -0,5% au 1^{er} trimestre). Outre les exportations, ce sont surtout la consommation et l'investissement des entreprises, des ménages et des administrations publiques qui ont un impact sur la croissance économique d'un pays. Le STATEC a fait remarquer dans ce contexte que *« depuis 2020, les contributions de la consommation (privée et publique) à la croissance du PIB sont généralement supérieures à leurs valeurs de long terme, tandis que c'est l'inverse pour les exportations, qui freinent ainsi la croissance »*⁴⁵.

Le graphique suivant montre l'évolution des dépenses de consommation finale en volume depuis 2005 (axe gauche) et les répartit entre ménages et administrations publiques (axe droit). Il convient de constater que la progression des dépenses de consommation finale a toujours été positive, à l'exception de l'année 2020 où les dépenses ont reculé de 927 millions d'euros sur un an (-3,1% en variation annuelle). En 2023, le total des dépenses de consommation a atteint 33 101 millions d'euros (+3,5% en variation annuelle), contre 29 586 millions d'euros en 2019 et 20 401 millions d'euros en 2005. Concernant l'année 2024, les dépenses de consommation finale ont reculé de 0,4% au 1^{er} trimestre 2024, liée à un repli des dépenses de consommation des ménages au 1^{er} trimestre 2024 (-0,6%), avant de progresser de 1,4% au 2^{ème} trimestre 2024⁴⁶. D'après le STATEC⁴⁷, la résilience de la consommation privée observable depuis 2020 est avant tout portée par une part salariale⁴⁸ renforcée dans la valeur ajoutée brute et par des transferts sociaux. Le CNFP rappelle par ailleurs que le mécanisme d'indexation a

⁴³ Selon la « *Balance courante du Luxembourg – N* » (édition du 25 septembre 2024 N° 2/2024) et les « *Comptes nationaux* » d'octobre 2024 publiés par le STATEC.

⁴⁴ Selon la « *Balance courante du Luxembourg – N* » publiée par le STATEC (édition du 25 septembre 2024 N° 2/2024), la balance commerciale des services financiers (en millions d'euros) s'élève à 12 019 au premier semestre 2024 (crédit : 37 414 et débit : 25 395), contre 10 687 au premier semestre 2023 (crédit : 35 500 et débit : 24 813).

⁴⁵ STATEC, « *Note de conjoncture 1-2024* », page 27, juillet 2024. A noter que la comptabilité SEC distingue non seulement entre la consommation des ménages et des administrations publiques, mais également selon la consommation des « *Institutions sans but lucratif au service des ménages* » (« ISBLSM »). Cette dernière ne représente toutefois que 3,5% du total de la consommation finale (en moyenne entre 1995 et 2024).

⁴⁶ STATEC, « *Comptabilité nationale* », octobre 2024. Il s'agit de la variation par rapport au trimestre précédent.

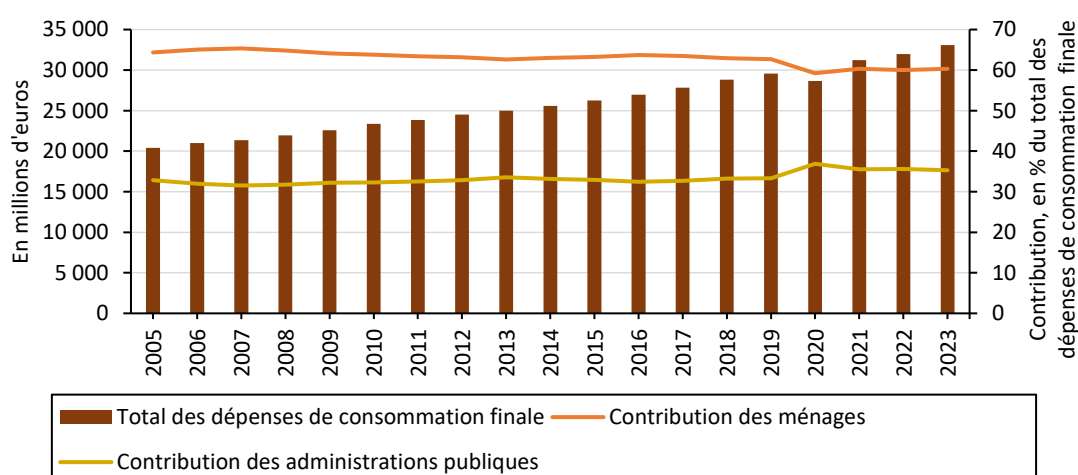
⁴⁷ STATEC, « *Note de conjoncture 1-2024* », p.27 et graphiques 2.16 et 2.17, juin 2024.

⁴⁸ La part salariale dans la valeur ajoutée brute est définie comme le rapport entre la masse salariale et la valeur ajoutée brute.

préservé le pouvoir d'achat des ménages luxembourgeois dans le contexte d'une inflation élevée. A noter qu'en matière fiscale, l'adaptation du barème de l'impôt sur le revenu est toutefois faite en étapes.

Le recul des dépenses de consommation en 2020 était avant tout lié à une baisse des dépenses de consommation des ménages (-8,5% en variation annuelle) dans le contexte de la crise sanitaire, partiellement contrebalancée par une hausse des dépenses de consommation des administrations publiques (+7,3% en variation annuelle). Depuis 2021, la progression des dépenses de consommation est de nouveau positive, ce tant du côté du secteur privé que du côté du secteur public, mais il faut constater que le poids des dépenses de consommation des administrations publiques dans le total des dépenses de consommation s'est légèrement renforcé par rapport à la période d'avant crise, au détriment des dépenses des ménages (voir graphique 1.10)⁴⁹.

Graphique 1.10 – Dépenses de consommation finale au Luxembourg



Sources : STATEC (comptes nationaux d'octobre 2024), Calculs CNFP.

La capacité d'investissement des entreprises au cours des dernières années a été impactée négativement par le durcissement des conditions financières, auquel s'ajoute une forte volatilité des coûts variables (frais d'énergie, dépenses d'intérêts⁵⁰ et prix des matières premières en particulier), qui impactent la liquidité financière et la sécurité de planification. Comme le montre le graphique 1.11⁵¹, l'évolution de l'investissement total est avant tout marqué par les investissements des entreprises en machines et en équipements. Ces derniers devraient contribuer pour -5,4 points de % à la baisse de l'investissement total de 9,1% en termes réels en 2024, contre une contribution de -1,9 point de % de l'investissement résidentiel des ménages et de -0,9 point de % de l'investissement public. Selon le STATEC (NDC 1-2024, p.28), cette baisse du total des investissements en 2024 se situerait toutefois dans les « limites des mouvements historiques » et l'institut statistique table sur un rebond des investissements en 2025, qui devraient s'établir à 10 868 milliards d'euros (contre des investissements estimés à

⁴⁹ Le poids des dépenses de consommation des ménages dans le total des dépenses de consommation a diminué de 62,7% en 2019 à 59,2% en 2020 et celui des administrations publiques a augmenté de 33,3% en 2019 à 36,9% en 2020. En 2023, la contribution des ménages était de 60,3% et celle des administrations publiques de 35,3% et le poids plus élevé du secteur public dans le total de la consommation semble donc persister (voir graphique 1.10).

⁵⁰ Selon le STATEC (« Note de conjoncture 1-2024 », p. 86, juin 2024), les dépenses d'intérêts des entreprises ont augmenté de 2 milliards d'euros entre 2021 et 2023.

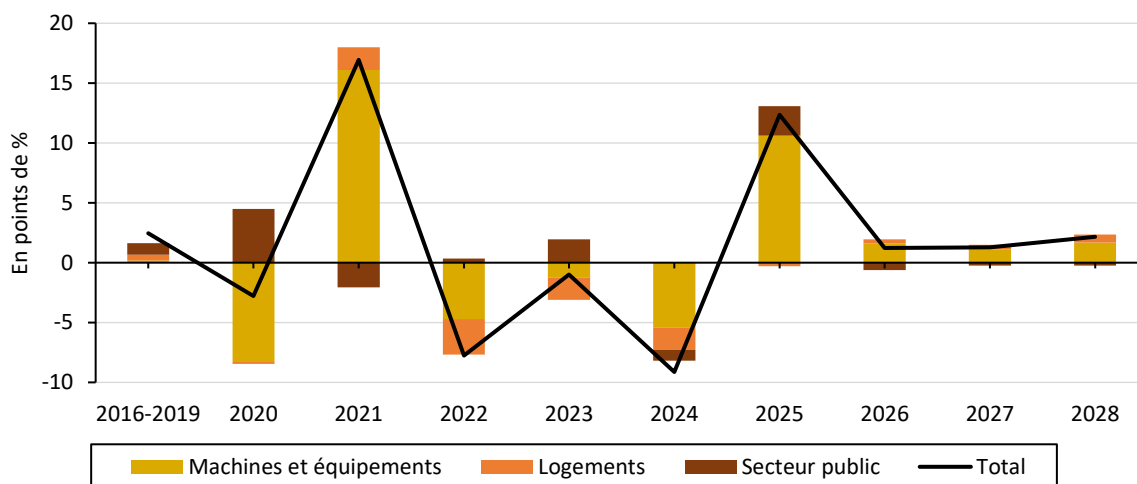
⁵¹ Les données (en volume) à la base de ce graphique ont été établies par le STATEC en août 2024 et ont été mises à la disposition du CNFP au début du mois de novembre.

9 674 milliards d’euros en 2024). Ce rebond serait avant tout porté par une hausse des investissements en machines et en équipements qui devraient avoir une contribution de 10,6 points de % à la variation annuelle de l’investissement total de 12,3% (voir graphique 1.11). Exprimés en termes réels, les investissements en machines et en équipements devraient s’élever à 4 540 milliards d’euros en 2024 et à 5 567 milliards d’euros en 2025, contre 5 114 milliards d’euros en 2023.

A noter qu’en comparaison européenne, la part d’investissement des entreprises luxembourgeoises dans le total de l’économie luxembourgeoise est relativement faible du fait que le secteur industriel, un secteur intense en capital, joue un rôle moindre dans l’économie luxembourgeoise depuis 2015⁵². Même les investissements des sociétés non financières au Luxembourg connaissent une tendance à la baisse et sont relativement faibles en comparaison européenne. D’après le STATEC⁵³, le taux d’investissement des entreprises luxembourgeoises était de 14% en 2023 (contre 23% en moyenne pour la zone euro), bien en dessous de son niveau d’avant la crise sanitaire (19% en 2019, contre 25% en moyenne pour la zone euro).

Du côté des ménages, l’investissement se limite aux achats de logement, principalement. L’investissement résidentiel des ménages (en volume) a chuté de 2 419 millions d’euros en 2021 à environ 1 878 millions d’euros en 2023, notamment en raison de la difficulté d’accès des ménages au financement pour l’acquisition d’un logement. Malgré la baisse modeste des taux d’intérêts, le STATEC anticipe une stabilisation de l’investissement résidentiel à 1 670 millions d’euros à court terme (moyenne pour les années 2024 à 2026), soit un recul de 11% par rapport à 2023, ce qui pèserait sur l’évolution conjoncturelle dans le secteur de la construction.

Graphique 1.11 – Contributions à l’évolution de l’investissement total



Sources : STATEC ; Calculs du CNFP.

La situation en matière d’inflation au Luxembourg devrait continuer à se détendre, malgré un léger rebond du taux d’inflation anticipé pour 2025 en raison de la levée de la majorité des mesures de plafonnement des prix de l’énergie fin 2024. D’après le PLPFP 2024-2028, l’indice des prix à la consommation national (« IPCN ») se situerait

⁵² Le STATEC parle d’une « baisse tendancielle de la part de l’industrie (plus intensive en capital) dans l’activité du pays » par le fait que « l’industrie contribuait pour 18% de la valeur ajoutée et 20% de l’investissement au Luxembourg en 2007, contre seulement respectivement 11% et 13% en 2023 » (« Note de conjoncture 1-2024 », p.84, juin 2024).

⁵³ STATEC « Note de conjoncture 1-2024 », p. 84, juin 2024.

à 2,3% en 2024 et à 2,6% en 2025, avant de se stabiliser à 1,7% en moyenne à moyen terme (voir tableau 1.4). Les taux d'inflation prévus pour les années 2024 et 2025 sont ainsi toujours supérieurs à l'objectif d'inflation de la BCE de 2%, mais ils sont nettement moins élevés que les taux mesurés dans le contexte de la crise énergétique (2022 : 6,9% et 2023 : 3,7%).

Tableau 1.4 – Prévisions d'inflation

Taux de croissance en %	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Zone euro						
BCE (septembre 2024)	5,4	2,5	2,2	1,9	/	/
Luxembourg						
Prévisions d'inflation du STATEC (novembre 2024)	3,7	2,1	2,5	/	/	/
PLPFP 2024-2028 (octobre 2024)	3,7	2,3	2,6	1,7	1,5	1,8
NDC 1-2024 (juin 2024)	3,7	2,3	2,6	/	/	/
LPFP 2023-2027 (mars) et PSC 2024 (avril 2024)	3,7	2,2	3,3	1,5	1,6	/

Sources : PLPFP 2024-2028 ; LPFP 2023-2027 ; STATEC ; BCE.

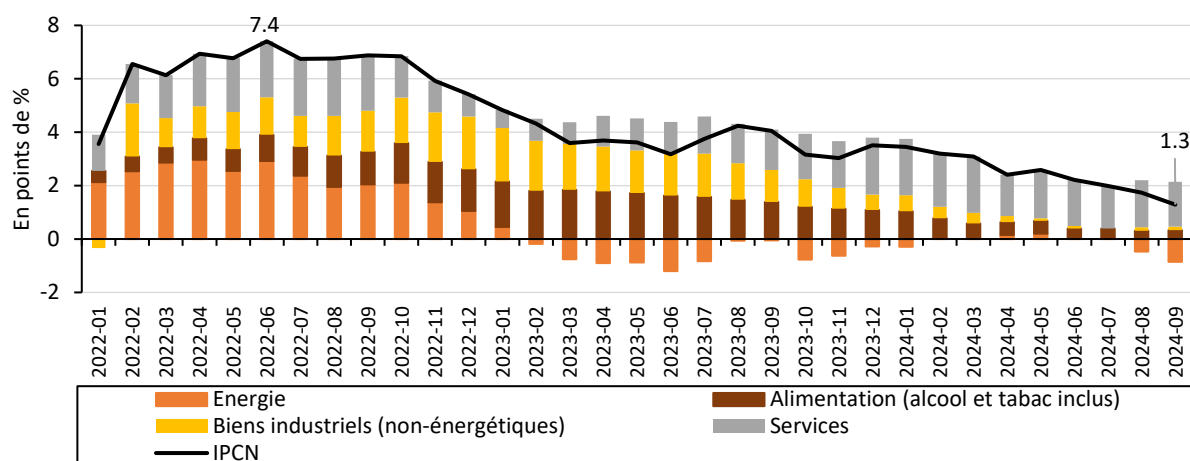
Le CNFP note que la révision à la baisse de la prévision d'inflation pour 2025 dans le PLPFP 2024-2028 par rapport à la LPFP 2023-2027 et au PSC 2024 (2,6% contre 3,3%) s'explique par la décision d'une levée de la majorité, et non plus intégrale, des mesures de plafonnement des prix de l'électricité à partir de l'année 2025. Ainsi, les prévisions d'inflation se basent désormais sur l'hypothèse d'une hausse maximale du prix de l'électricité de 30% en 2025 (contre 60% dans le cas d'une levée intégrale des mesures), tandis que les mesures sur le prix du gaz seraient abolies complètement (ce qui devrait entraîner, selon le STATEC, une hausse des prix du gaz de 16%). Il n'est pas précisé dans le PB 2025 si la hausse du prix de l'électricité engendrée par l'entrée en vigueur d'une nouvelle structure tarifaire pour les coûts liés à l'utilisation du réseau électrique en 2025 a été prise en compte dans les prévisions d'inflation. Les récentes prévisions d'inflation du STATEC anticipent un taux d'inflation de 2,1% en 2024 et de 2,5% en 2025⁵⁴.

La levée de la majorité desdites mesures est également la raison pour laquelle les prévisions d'inflation pour le Luxembourg sont supérieures à celles pour la zone euro pour 2025. En effet, selon le tableau 1.4, les prévisions d'inflation de la BCE⁵⁵ pour la zone euro s'élèveraient à 2,2%, contre 2,6% prévu pour le Luxembourg dans le PLPFP 2024-2028.

⁵⁴ STATEC, « *Prévision d'inflation : 2.1% pour 2024 et 2.5% pour 2025* », 06 novembre 2024.

⁵⁵ BCE, « *Projections macroéconomiques* », 12 septembre 2024.

Graphique 1.12 – Contribution à l’inflation annuelle au Luxembourg



Source : STATEC.

Le graphique 1.12 montre que l’inflation annuelle (la variation par rapport au même mois de l’année précédente) au Luxembourg s’est élevée à 1,3% en septembre 2024, soit le taux le plus bas depuis plus de trois ans et demi⁵⁶. La progression moins forte du taux d’inflation résulte notamment du ralentissement des prix des biens industriels (non-énergétiques) et des produits alimentaires (alcool et tabac inclus) observable en 2023 et encore davantage en 2024. En effet, en septembre 2024, les biens industriels (non-énergétiques) ont contribué pour 0,1 point de % à l’inflation totale enregistrée au Luxembourg (contre 1,2% en septembre 2023) et les produits alimentaires (alcool et tabac inclus) pour 0,3 point de % (contre 1,4% en septembre 2023). Il ressort également du graphique, et comme c’est également le cas dans le reste de la zone euro, que les services contribuent de loin le plus à l’inflation totale en 2024 (+1,7% en septembre 2024), tandis que les biens énergétiques ont une contribution négative (-0,9% en septembre 2024). Selon le PB 2025 (p.11), « *les prix des services constituent – au Luxembourg comme en zone euro – la principale source d’inflation en 2024, sous l’effet notable (et avec un certain décalage) de la progression des salaires. Celle-ci a été particulièrement prononcée au Luxembourg en 2023 du fait de l’accumulation des tranches indiciaires, mais cet effet s’estompe en 2024 (en particulier depuis le 2^{ème} trimestre)* ». A noter que la progression des prix de l’énergie reste freinée par le plafonnement des prix de l’électricité encore en place en 2025. Les tensions au Moyen-Orient pourraient toutefois entraîner une pression à la hausse des prix du pétrole, qui pourraient se propager sur les prix d’autres sources d’énergie par voie d’effets de substitution (même si le prix de l’électricité en serait exempté en 2025).

Le PLPFP 2024-2028 table sur un net ralentissement de la progression du coût salarial moyen (« CSM ») sur la période sous revue, après une progression enregistrée en 2023 (+7,3%). Cette dernière était avant tout engendrée par la progression de l’échelle mobile des salaires (« EMS ») (+5,7% en 2023), due notamment aux quatre tranches indiciaires déclenchées en 2022 (avril) et en 2023 (février, avril et septembre). Selon le PLPFP 2024-2028, la progression du CSM devrait ralentir à 3,0% en 2024 (contre 2,6% prévue dans la NDC 1-2024) et devrait s’établir à 3,3% en 2025 (contre 3,6% prévue dans la NDC 1-2024). La progression plus forte du CSM en 2025 s’explique, entre autres, par la fin de la compensation de la tranche indiciaire échue en septembre 2023. Pour rappel, celle-ci s’est faite par le biais d’une réduction des cotisations patronales qui devraient retrouver leur

⁵⁶ La dernière fois que le taux d’inflation a été aussi bas était en février 2021 (-0,1%).

niveau habituel en 2025⁵⁷. Alors que le PB 2025 prévoyait le déclenchement de deux tranches indiciaires en 2024 et en 2025 (toutes les deux en fin d'année), les prévisions d'inflation du STATEC du 06 novembre 2024 anticipent désormais qu'une seule indexation pour le 1^{er} trimestre 2025.

Tableau 1.5 – Evolution sur le marché du travail

Evolution en %		2023	2024	2025	2026	2027	2028
Emploi	Ecart	0,1	-0,4	-0,7	-1,0	-0,2	/
PLPFP 2024-2028		2,2	0,9	1,5	1,6	2,2	2,5
LPFP 2023-2027 et PSC 2024		2,1	1,3	2,2	2,6	2,4	/
Chômage	Ecart	0	0	0,1	0,6	0,2	/
PLPFP 2024-2028		5,2	5,9	6,0	6,1	5,8	5,6
LPFP 2023-2027 et PSC 2024		5,2	5,9	5,9	5,5	5,6	/

Sources : PLPFP 2024-2028 ; LPFP 2023-2027 ; PSC 2024.

Selon le PLPFP 2024-2028, le marché du travail luxembourgeois devrait montrer des signes tangibles et persistant de ralentissement à court terme, même si la situation devrait s'améliorer légèrement à moyen terme. La progression de l'emploi devrait ralentir à 0,9% en 2024, soit une progression historiquement faible, avant de stagner à (un peu plus de) 1,5% en 2025 et en 2026. A l'horizon 2028, la progression de l'emploi devrait se redresser à 2,5%, après 2,2% en 2027, et resterait donc inférieur d'un demi-point de % à sa progression historique. Le taux de chômage devrait se stabiliser autour de 6,0% au cours des années 2024 à 2026, soit une nette hausse par rapport au taux de 5,2% enregistré en 2023, avant de baisser à 5,8% en 2027 et à 5,6% en 2028 (voir tableau 1.5).

Le CNFP constate par ailleurs une détérioration des prévisions de l'évolution du marché de l'emploi par rapport à celles établies dans la LPFP 2023-2027 et dans le PSC 2024. En effet, comme le montre le tableau 1.5, la progression de l'emploi a été revue à la baisse de 0,4 point de % en 2024, de 0,7 point de % en 2025 et même d'un point de % entier en 2026. Le coup de frein à la progression de l'emploi est en ligne avec la révision à la baisse des prévisions de croissance.

D'après le PB 2025 (p.11), « *trois branches en particulier accentuent le freinage [de la progression de l'emploi] : la construction, les activités spécialisées, scientifiques et techniques et le secteur financier* ». A noter que la crise dans le secteur de la construction ne donne pas seulement lieu à un effet de frein sur la création d'emplois, à la suite d'une moindre demande de main d'œuvre en raison du repli de l'activité, mais exerce également une pression à la hausse sur le taux de chômage. En effet, le secteur de la construction, un secteur comparativement intensif en main d'œuvre, est marqué par les faillites (et de cessations d'activités) de quelques grandes entreprises. D'après les données du STATEC⁵⁸, au 1^{er} trimestre 2024, il y avait 102 faillites dans le secteur de la construction (-2% par rapport à la même période de 2023) et les pertes d'emplois y liées se chiffrent à 830 (+62% par rapport à la même période de 2023).

⁵⁷ Pour rappel, les coûts engendrés par le paiement de la tranche indiciaire de septembre 2023 pour les entreprises sont pris en charge par l'Etat pour les mois de septembre 2023 à janvier 2024. La compensation aura lieu en 2024 par voie d'une baisse du taux de cotisation à la mutualité des employeurs. Pour les employeurs de la classe d'impôt 1, la compensation aura lieu jusqu'en 2026. Tel qu'illustré par le graphique 3.13 de la « *Note de Conjoncture 1-2024* » (p.41) du STATEC de juin 2024, l'impact de cette mesure sur le CSM est d'environ 1 point de % en 2024 (à la baisse) et en 2025 (à la hausse).

⁵⁸ STATEC, « *Evolution contrastée des faillites au 1er semestre 2024, liquidations en forte baisse* », 10 juillet 2024.

1.1.3. Risques et incertitudes

Le PLPFP 2024-2028 présente quatre scénarii économiques alternatifs par rapport au scénario de base (le scénario dit « central ») retenu pour l'élaboration du PB 2025 et du PLPFP 2024-2028. Les deux premiers scénarii analysent l'impact économique d'un choc permanent, c.-à-d. sur toute la période de 2025 à 2028, de 0,5 point de % sur la croissance économique du Luxembourg (-0,5 pour le scénario défavorable dit « SC1 » et +0,5 pour le scénario favorable dit « SC2 »). Le troisième et le quatrième scénario alternatif sont caractérisés par une variation annuelle du taux d'intérêt à court terme de 100 points de base (1%) par rapport à l'évolution du taux retenue dans le scénario central (+100 points de base pour le scénario défavorable dit « SC3 » et -100 points pour le scénario favorable dit « SC4 », voir tableau 1.6).

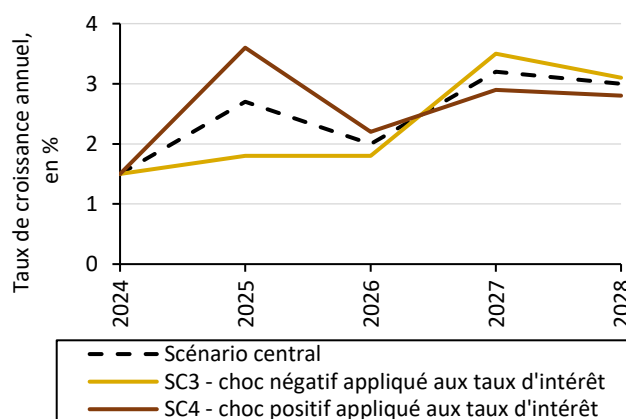
Tableau 1.6 – Evolution du taux d'intérêt à court terme

Taux d'intérêt à court terme EUR (%)	2024	2025	2026	2027	2028
Hausse de 100 points de base (SC3)	3,6	3,2	2,8	2,9	2,9
Scénario central	3,6	2,2	1,8	1,9	1,9
Baisse de 100 points de base (SC4)	3,6	1,2	0,8	0,9	0,9

Source : PLPFP 2024-2028.

La baisse du taux d'intérêt de 100 points de base aurait un impact positif sur la croissance économique du Luxembourg à court terme et l'activité devrait progresser de 3,6% en 2025 au lieu des 2,7% prévues dans le scénario central. L'effet d'un taux d'intérêt plus favorable devrait s'estomper à moyen terme où la progression de l'activité économique serait même moins dynamique que dans le scénario de base (voir graphique 1.13). Le CNFP regrette que le PLPFP 2024-2028 ne fournisse pas d'explications sur cette évolution. En revanche, une hausse du taux d'intérêt de 100 points de base devrait neutraliser le rebond de l'activité prévu pour 2025 et la croissance économique devrait être moins forte à court terme (1,8% en 2025 et en 2026, après 1,5% en 2024).

Graphique 1.13 – Croissance réelle – Scénario central et scénarii alternatifs SC3 et SC4



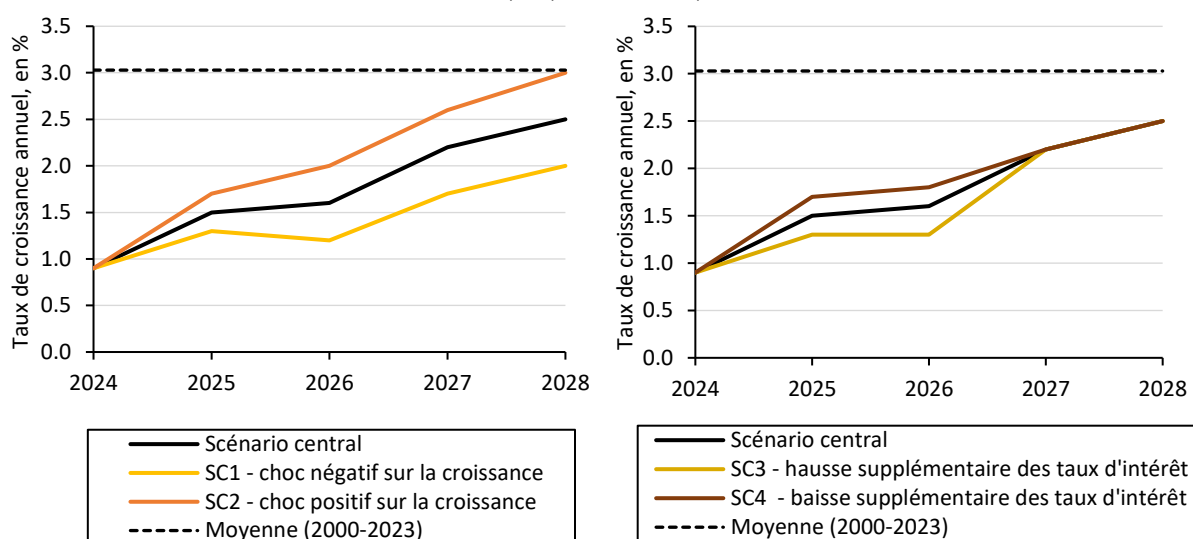
Source : PLPFP 2024-2028.

La croissance économique dans les scénarii SC1 et SC2 est par les définitions desdits scénarii un demi-point de % inférieure, voire supérieure au scénario de base. Le CNFP remarque, comme il l'a déjà fait dans ses évaluations précédentes, que la modélisation du choc sur toute la période n'est pas entièrement réconciliable d'un point de vue statistique. L'approche d'appliquer le choc de -0,5 point de % respectivement de +0,5 point de % de manière statique sur la croissance du scénario central laisse de côté l'impact cumulatif inhérent au choc. Après la première

année où le choc aurait lieu (en 2025), le choc suivant devrait être appliqué sur la croissance qui se manifesterait à la suite de ce choc (et non pas à la croissance prévue dans le scénario central).

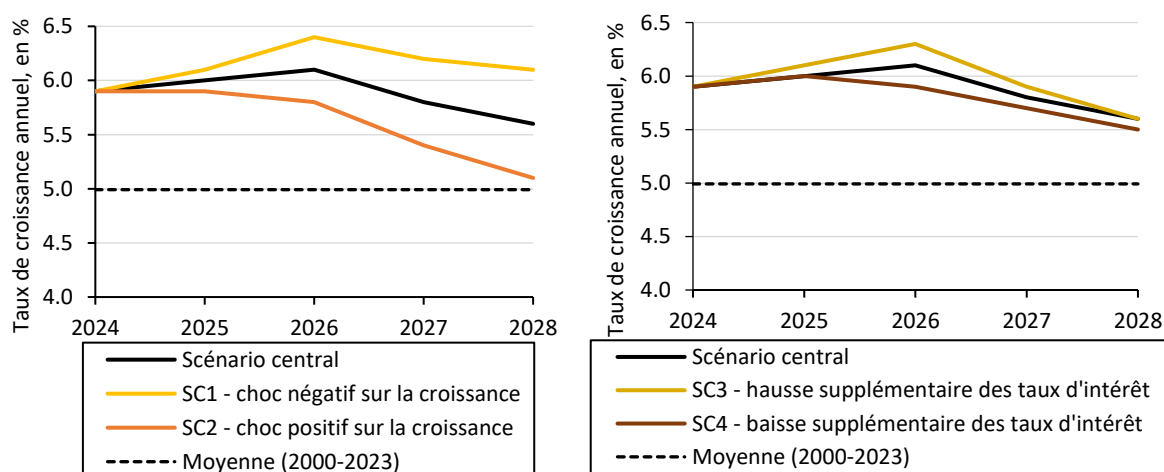
Le taux de création d'emplois ne retrouve son taux de croissance moyen de 3,1% (2000 à 2023) dans aucun scénario, même s'il devrait s'en rapprocher de manière progressive d'ici 2028. Le taux de chômage resterait également supérieur au taux moyen de 5,0% (moyenne de 2000 à 2023) indépendamment du scénario considéré, bien qu'il soit orienté à la baisse à moyen terme après une hausse jusqu'en 2026 (voir graphiques 1.14 et 1.15). De manière générale, il faut constater que les effets d'une variation des taux d'intérêt (à la hausse ou à la baisse) sur le marché du travail sont moins importants à moyen terme que les effets d'une évolution conjoncturelle plus ou moins favorable. En effet, dans ce dernier cas, les écarts par rapport au scénario central se creusent progressivement sur l'ensemble de la période, et ce dans les mêmes proportions, tandis qu'ils disparaissent dans le scénario d'une variation des taux d'intérêt à partir de l'année 2027. Cette circonstance résulte notamment du fait qu'il existe une différence entre les scénarii relatifs à la croissance et ceux d'une variation du taux d'intérêt, en raison d'un impact différent sur la croissance.

Graphique 1.14 – Emploi



Source : PLPFP 2024-2028.

Graphique 1.15 – Taux de chômage



Source : PLPFP 2024-2028.

Pour conclure ce sous-chapitre, le CNFP souligne l'utilité d'une analyse de sensibilité, qui permet de donner un ordre de grandeur de l'impact d'un changement positif ou négatif de la situation macroéconomique. Cela est particulièrement utile dans un exercice qui porte sur une perspective pluriannuelle. Cependant, et comme par le passé, le CNFP regrette le caractère standardisé de cette analyse ainsi que l'approche choisie pour simuler le choc permanent sur la croissance qui n'est pas réconciliable. L'utilité de l'analyse serait augmentée de manière significative si l'on choisissait des scénarios alternatifs qui prendraient mieux en compte les risques particuliers à l'économie luxembourgeoise (comme par exemple une analyse de différents risques, à la hausse ou à la baisse, dans le secteur financier).

1.2. Prévisions budgétaires à la base du PLPFP 2024-2028

Dans les pages qui suivent, le CNFP analyse les prévisions budgétaires (c.-à-d. les prévisions des recettes et des dépenses) et le solde nominal (c.-à-d. la différence entre les recettes et les dépenses) des administrations publiques ainsi que de ses trois sous-secteurs, à savoir l'administration centrale, les administrations locales et la sécurité sociale. En outre, le CNFP examine l'évolution de la dette des administrations publiques.

1.2.1. Recettes, Dépenses et Solde nominal de l'Administration centrale

Le tableau 1.7 présente le montant et l'évolution **des recettes de l'administration centrale**.

Tableau 1.7 – Recettes de l'administration centrale

RECETTES	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Moyenne historique* 1996-2023	2023	2024	2025	Moyenne* 2026-2028
	En millions d'euros						Taux de variation annuel (en %)				
Production marchande	107	86	91	100	92	89	2,2	-15,2	-19,3	5,3	-0,5
Production pour usage final propre	382	385	398	412	412	412	13,3	5,4	0,9	3,5	1,2
Paielements au titre de l'autre production non marchande	894	896	944	970	996	1 011	5,9	4,1	0,2	5,4	2,3
Impôts sur la production et les importations, dont** :	8 899	9 684	10 507	11 136	11 749	12 373	6,0	-0,6	8,8	8,5	5,6
Taxe sur la valeur ajoutée (TVA)	5 102	5 745	6 117	6 455	6 797	7 214	7,0	-1,3	12,6	6,5	5,7
Taxe d'abonnement sur les titres de société	1 199	1 287	1 349	1 431	1 528	1 624	7,0	-2,1	7,3	4,8	6,4
Droits d'enregistrement	233	197	255	333	426	462	4,0	-49,2	-15,2	29,6	21,9
Produit de la contribution taxe CO2	237	282	286	309	304	301	-	22,0	19,1	1,4	1,7
Accises autonomes huiles minérales	158	154	149	145	142	140	2,8	38,9	-2,8	-3,2	-2,0
Revenus de la propriété	569	635	619	630	646	663	4,2	65,1	11,7	-2,5	2,3
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc. Dont** :	13 006	14 416	14 987	15 753	16 667	17 741	7,0	14,3	10,8	4,0	5,8
Impôt sur le revenu des personnes physiques ou des ménages	8 775	9 704	10 021	10 624	11 227	12 078	7,3	9,4	10,6	3,3	6,4
Impôt sur le revenu ou les bénéfices des sociétés	2 651	3 333	3 398	3 505	3 624	3 753	5,1	10,1	25,7	1,9	3,4
Cotisations sociales	1 260	1 325	1 398	1 472	1 545	1 623	5,3	9,9	5,2	5,5	5,1
Autres transferts courants	300	361	338	388	293	294	3,8	20,7	20,5	-6,5	-4,5
Transferts en capital à recevoir	310	317	288	284	275	271	7,8	9,1	2,2	-9,1	-2,0
Total des recettes de l'administration centrale	25 726	28 106	29 570	31 145	32 675	34 478	6,4	8,6	9,3	5,2	5,3

* La variation annuelle moyenne sur plusieurs années est calculée en utilisant une moyenne géométrique.

** Montants repris du PB 2025 et du PLPFP 2024-2028, donc basés sur la comptabilité budgétaire et non sur le SEC (« Système européen des comptes ») (mais les écarts devraient être limités).

Sources : PB 2025 ; PLPFP 2024-2028 ; STATEC ; Calculs CNFP.

En 2024, les recettes de l'administration centrale connaîtraient une progression de 9,3%, donc 2,9 points de % au-dessus de la progression historique (6,4%).

La progression de la catégorie Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc. resterait soutenue (10,8%) après déjà une progression de 12,9% en 2021, de 9,0% en 2022 et de 14,3% en 2023 (contre une progression historique de 7,0%). A titre indicatif, la progression de cette catégorie serait même de 14,3% sans la mesure concernant l'adaptation du barème de l'impôt sur le revenu à hauteur de quatre tranches indiciaires avec un déchet fiscal brut estimé à 480 millions d'euros à partir du 1^{er} janvier 2024. Le CNFP note une progression soutenue de la

sous-catégorie Impôt sur le revenu ou les bénéfices des sociétés (25,7%). Selon le STATEC⁵⁹, « *la forte hausse [de cette sous-catégorie] résulte principalement de soldes relatifs à des exercices fiscaux de quelques sociétés pour des années antérieures* ». D'après le PLPFP (p.16), « *la reprise de l'activité économique en 2021 s'est répercutée avec un certain décalage sur les impôts payés par les sociétés* ». Cette forte hausse pourrait même être sous-estimée. En effet, d'après la situation financière de l'Etat au 30 septembre 2024 présentée par le ministre des Finances en date du 08 octobre 2024⁶⁰ « *l'impôt sur le revenu des collectivités augmente de +715,1 millions ou +42% par rapport à septembre 2023* ». D'ailleurs, le ministre des Finances note une forte augmentation du total des recettes de 14,1% en septembre 2024 par rapport à septembre 2023, supérieure à la progression prévue pour l'année 2024 (9,3%). Une sous-estimation des prévisions de recettes de l'administration centrale est donc probable.

La catégorie Impôts sur la production et les importations est prévue d'augmenter à un taux supérieur à la progression historique (8,8% contre 6,0%) dû au regain de l'activité économique par rapport à 2023 ainsi qu'au relèvement des taux de TVA. Les recettes de la sous-catégorie TVA sont ainsi prévues de progresser de 12,6%, après -1,3% en 2023 (par rapport à une progression historique de 7,0%).

En 2025, les recettes de l'administration centrale connaîtraient une progression de 5,2%, soit 1,2 point de % inférieure à la progression historique.

La catégorie Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc. devrait progresser de seulement 4,0% contre une progression historique de 7,0% et des progressions soutenues les années passées. Outre la faible progression de l'emploi (1,5%) qui se ferait ressentir au niveau des impôts directs, le Gouvernement prévoit la mise en œuvre du paquet fiscal « Entlaaschtungs-Pak » – comprenant 16 mesures pour renforcer le pouvoir d'achat des ménages et la compétitivité des entreprises – d'un impact budgétaire de 421 millions d'euros en 2025 sur la catégorie Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.. Les mesures « Crédit d'impôt barème » et « Augmentation supplémentaire du crédit d'impôt CO2 » auraient un déchet fiscal supplémentaire de 20 millions d'euros. A titre indicatif, sans ces mesures la progression de catégorie Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc. serait de 7,0% et celle des recettes totales serait de 6,8%.

Pour résumer, le paquet fiscal « Entlaaschtungs-Pak » de 421 millions d'euros prévoit, entre autres, l'ajustement de deux tranches et demie d'indexation supplémentaires du barème fiscal d'un impact budgétaire de 225 millions d'euros, la revue de la formule mathématique applicable à la classe d'impôt 1a d'un impact budgétaire de 55 millions d'euros, l'adaptation des primes (prime participative, régime des impatriés, prime jeune salarié) d'un impact budgétaire de 23 millions d'euros et une réduction d'un point de % du taux d'impôt sur le revenu des collectivités d'un impact budgétaire de 56 millions d'euros. Le CNFP n'exclut pas que le déchet fiscal de cette dernière mesure soit sous-estimé.

La catégorie Impôts sur la production et les importations devrait augmenter à un taux supérieur à la progression historique (8,5% contre 6,0%), qui devrait s'expliquer en partie par la progression prévue des taxes de type TVA

⁵⁹ STATEC, « *Conjoncture Flash* », juillet 2024.

⁶⁰ Ministère des Finances, « *Gilles Roth : "La politique de relance du gouvernement commence à se faire ressentir"* », communiqué de presse, 08 juillet 2024.

(6,5%), des droits d'accises autonomes cigarettes (+32,5% et devraient s'élever à 516 millions d'euros en 2025) et des droits d'enregistrement sur les transactions immobilières (29,6%). Toutefois, le CNFP note que la mesure annoncée par le ministre des Finances concernant les frais d'enregistrement lors de l'acquisition d'un bien immobilier⁶¹ d'un déchet fiscal estimé à 100 millions d'euros n'a pas été considérée dans le projet de budget⁶².

A moyen terme (2026-2028), le PLPFP 2024-2028 prévoit un taux de croissance moyen des recettes de l'administration centrale de 5,3%. Ce taux se situerait en dessous de la progression historique de 1996 à 2023 (6,4%), mais il serait égal à la croissance supposée du PIB nominal pour les années 2026-2028 (+5,3% en moyenne).

Le taux de progression des Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc. est estimé à 5,8% (contre une progression historique de 7,0%), dont une progression de 6,4% de la sous-catégorie Impôt sur le revenu des personnes physiques ou des ménages et de 3,4% de la sous-catégorie Impôt sur le revenu ou les bénéfices des sociétés. Ces taux pourraient être qualifiés de prudents, même en considérant que les allègements fiscaux du paquet fiscal mentionné ci-avant ne présentent pas des mesures temporaires. Ils sont budgétisés avec des impacts de 498 millions d'euros en 2026 et de 535 millions d'euros en 2027 et en 2028 respectivement, ce qui présente une augmentation par rapport à l'impact projetée pour l'année 2025. Par le passé, de telles mesures non temporaires n'ont pas permis de déroger à la sous-estimation systématique des recettes fiscales.

Le CNFP passe ensuite à l'analyse **des dépenses de l'administration centrale**.

Tableau 1.8 – Dépenses de l'administration centrale

DEPENSES	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Moyenne historique* 1996-2023	2023	2024	2025	Moyenne* 2026-2028
	En millions d'euros						Taux de variation annuel (en %)				
Consommation intermédiaire	2 103	2 368	2 476	2 542	2 623	2 718	7,0	0,6	12,6	4,6	3,2
Investissements directs et indirects	3 282	3 773	3 949	4 206	4 166	4 654	6,8	16,8	14,9	4,7	5,6
Formation de capital (Investissement direct)	2 002	2 263	2 489	2 710	2 567	2 876	7,1	16,0	13,0	10,0	4,9
Transferts en capital à payer (Investissement indirect)	1 280	1 510	1 460	1 496	1 599	1 778	6,3	18,0	17,9	-3,3	6,8
Rémunération des salariés	6 333	7 072	7 549	7 845	8 206	8 589	6,2	11,1	11,7	6,8	4,4
Subventions à payer	1 230	1 175	1 060	1 060	1 074	1 089	7,4	42,0	-4,5	-9,8	0,9
Revenus de la propriété	206	237	327	404	482	536	4,1	85,3	15,1	37,7	17,9
Prestations sociales en espèces	2 584	2 628	2 770	2 886	2 972	3 077	6,4	7,6	1,7	5,4	3,6
Prestations sociales en nature	329	360	373	391	409	425	10,6	7,4	9,4	3,6	4,5
Autres transferts courants	11 041	11 915	12 385	12 892	13 426	14 063	6,9	9,2	7,9	3,9	4,3
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	77	0	-31	2	1	-6	-	-	-	-	-
Total des dépenses de l'administration centrale	27 187	29 527	30 858	32 228	33 359	35 146	6,7	11,3	8,6	4,5	4,4

* La variation annuelle moyenne sur plusieurs années est calculée en utilisant une moyenne géométrique.

Sources : PB 2025 ; PLPFP 2024-2028 ; STATEC ; Calculs CNFP.

⁶¹ Extrait du discours sur le projet de budget 2025 (p.30) : « Réckwierkend ob den 1. Oktober a bis den 30. Juni 2025 bezuelen d'Leit just nach d'Hallschent vun den Enregistrementskäschten déi ufalen ».

⁶² Chambre des Députés, « Budget 2025 : 1,4 milliard d'euros de dépenses au Ministère des Finances », 15.10.2024.

« Un chiffre de 100 millions d'euros de déchet fiscal avait été avancé lors du dernier échange sur cette mesure, mais celui-ci n'est pas pris en compte dans le projet de budget 2025. Les députés ont notamment voulu savoir si Gilles Roth pouvait avancer une estimation des retombées espérées. Le Ministre des Finances a voulu nuancer le chiffre du déchet fiscal de 100 millions d'euros en affirmant que si la mesure permettait de favoriser la vente de logements, elle permettrait d'engranger des frais d'enregistrement qui n'auraient pas existé sans elle. ».

En 2024, les dépenses de l'administration centrale connaîtraient une progression de 8,6% (c.-à-d. une augmentation de 2 340 millions d'euros). Cette progression serait légèrement moindre qu'en 2023 (11,3%) et en 2022 (9,6%), mais toujours largement supérieure à la progression historique de 6,7%. Le PLPFP 2024-2028 (p.20) renseigne que le « *taux de croissance élevé (...) résulte de la croissance élevée des transferts courants (+7,9%), des dépenses de rémunération (+11,7%), de consommation intermédiaire (12,6%) et de formation de capital (+13%). Le dynamisme de l'emploi dans la fonction publique et les effets de l'accord salarial expliquent la hausse importante des dépenses de rémunération* »⁶³. La progression des dépenses de consommation intermédiaire est due à une croissance des frais de fonctionnement et de digitalisation. (...) En outre, les mesures prises afin de lutter contre les effets de l'inflation pour les ménages et les entreprises continuent d'exercer une pression sur les dépenses (...) » La progression des Autres transferts courants (7,9%) semble relativement élevée vu que la contribution UE d'un montant de 247 millions d'euros constitue une mesure temporaire limitée à l'exercice 2023. De l'autre côté, il convient de relever la faible progression des Prestations sociales en espèces (1,7% contre une progression historique de 6,4%) qui nécessite une explication. Le CNFP note qu'une surestimation des investissements directs et indirects (14,9%) pour l'année 2024 n'est pas à exclure. Dans son *Evaluation de la fiabilité des prévisions macroéconomiques et budgétaires* de mai 2023, le CNFP a relevé que la surestimation des investissements de l'année « t » a été de 196 millions d'euros en moyenne pour la prévision réalisée en automne de l'année « t » sur la période de 2007 à 2021.

En 2025, les dépenses de l'administration centrale connaîtraient une progression de 4,5%, soit inférieure à la progression historique (6,7%). Selon le PLPFP 2024-2028 (p.17), « *le taux de croissance moindre par rapport à 2024 est notamment dû à l'arrêt de la plupart des mesures tripartites destinées à limiter l'impact de la pression inflationniste* ». En analysant l'année 2025, il ne faut pas oublier la progression soutenue des dépenses des années précédentes. Cette moindre croissance des dépenses masque la progression soutenue des dépenses courantes dont notamment les dépenses de Rémunération des salariés avec un taux de croissance prévu de 6,8% (sous l'hypothèse de 1 350 nouveaux postes créés). D'ailleurs, l'année 2025 comporte de nouvelles mesures du côté des dépenses d'un impact budgétaire d'environ 570 millions d'euros (dont environ 200 millions d'euros du côté des investissements directs et indirects, 136 millions d'euros du côté des Autres transferts courants, 126 millions d'euros du côté des Subventions, etc.) selon le projet de plan budgétaire 2025⁶⁴. Sans ces mesures, les dépenses connaîtraient une progression de seulement 2,6%. Pour comprendre la faible progression des dépenses, on peut prendre l'exemple des investissements directs et indirects. Ces derniers sont prévus de progresser uniquement de 4,7% (et stagneraient même si on en déduit l'impact budgétaire de 210 millions d'euros dû à la livraison du satellite militaire), ce qui pourrait donner l'impression que les investissements sont à la traîne, mais la progression moindre est notamment due à des investissements très élevés réalisés en 2023 et prévus en 2024 qui étaient de nature temporaire.

⁶³ Le CNFP rappelle dans ce contexte également l'impact à la hausse des indexations successives sur les dépenses en matière de rémunération.

⁶⁴ Ministère des Finances, « *de Budgetsplanung 2025* », 15 octobre 2024.

A moyen terme (2026-2028), les dépenses de l'administration centrale augmenteraient en moyenne de 4,4% par an, un taux nettement inférieur au taux historique (6,7%). Le CNFP note que les prévisions budgétaires pluriannuelles sont traditionnellement basées sur un ralentissement des dépenses en fin de période de projection et que, dans le passé, ceci a généralement eu pour corollaire une révision régulière de ces dépenses vers le haut dans les documents budgétaires subséquents. Ceci pourrait être le cas pour les dépenses de Consommation intermédiaire (3,2% contre un taux historique de 7,0%), de Rémunération des salariés (4,4% contre un taux historique de 6,2%) et des Autres transferts courants (4,3% contre un taux historique de 6,9%). Les taux prévus demanderaient des efforts au niveau de la diminution de la progression des dépenses courantes. Le CNFP note que la progression prévue des dépenses d'investissements directs et indirects (5,6% contre une progression historique de 6,8%), qui repose sur plusieurs projets de grande envergure prévus pour l'année 2028 (par exemple tram rapide, A4 multimodal, CHL, Südspidol), est un peu moins prudente que dans les dernières LPFP.

Comme déjà dans les PLPFP précédents, une présentation plus détaillée des investissements par catégorie se trouve à la page 39 du PLPFP 2024-2028 et est reprise dans le tableau ci-après en ajoutant également l'évolution moyenne (en %). L'augmentation la plus forte serait réalisée dans le domaine des investissements de la santé.

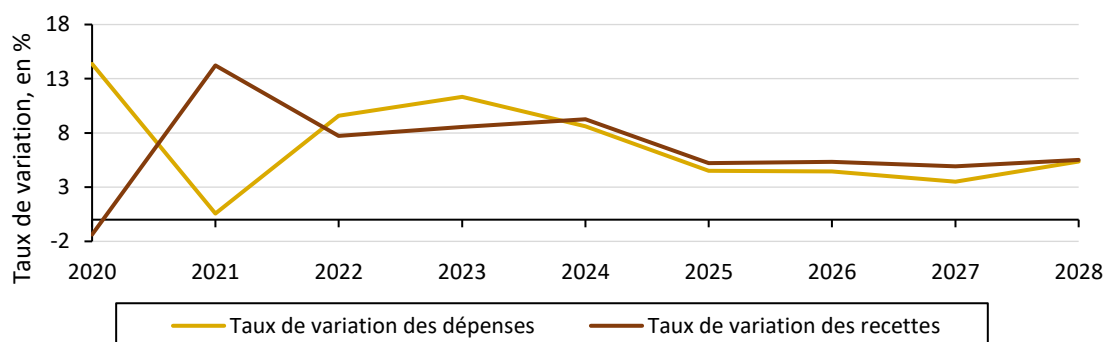
Tableau 1.9– Investissement de l'administration centrale par catégorie

En millions d'euros, sauf indiqué différemment	2024	2025	2026	2027	2028	Taux de variation (%) moyen 2025-2028
Environnement et climat (y compris mobilité)	872	1 042	1 047	941	1 086	5,6
Infrastructures publiques (routes,...)	616	640	728	835	849	8,4
Education (enseignement public, privé, universitaire)	192	232	232	292	330	14,5
Logement	326	386	432	409	408	5,8
Santé	125	126	161	240	341	28,5
Sécurité (Défense, Police, Justice,...)	270	589	343	224	459	14,2
Propriétés immobilières de l'Etat	152	76	79	82	85	-13,5
Coopération et action humanitaire	367	378	407	431	459	5,8
Autres	598	622	657	646	638	1,6
Autres variations techniques et SEC	255	-142	120	65	0	-
Total	3 773	3 949	4 206	4 165	4 655	5,4

Sources : PLPFP 2024-2028 ; Calculs CNFP.

Le graphique et le tableau suivants comparent l'évolution des recettes de l'administration centrale à celle des dépenses. Le CNFP constate une évolution des recettes inférieure à celle des dépenses les années passées (avec un écart de -2,7% en 2023 ; de -1,9% en 2024 et de -1,7% en moyenne sur la période de 2020 à 2023). A partir de 2024, l'évolution prévue des recettes serait supérieure à celle des dépenses (avec un écart de +0,8% en moyenne sur la période de 2024 à 2028).

Graphique 1.16 et Tableau 1.10 – Evolution du taux de croissance des recettes et des dépenses de l'administration centrale



En %	Calcul	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Moyenne 2026-2028
Recettes	(1)	-1,4	14,2	7,7	8,6	9,3	5,2	5,3	4,9	5,5	5,3
Dépenses	(2)	14,4	0,6	9,6	11,3	8,6	4,5	4,4	3,5	5,4	4,4
Ecart	(1) - (2)	-15,8	13,6	-1,9	-2,7	0,7	0,7	0,9	1,4	0,1	0,9

Sources : PLPFP 2024-2028 ; STATEC ; Calculs CNFP.

Le CNFP passe ensuite à l'analyse du **solde nominal de l'administration centrale** qui résulte de la différence entre les recettes et les dépenses.

Tableau 1.11 – Recettes, dépenses et solde nominal de l'administration centrale

En millions d'euros	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Administration centrale (AC)						
Recettes	25 726	28 106	29 570	31 145	32 675	34 478
Dépenses	27 187	29 527	30 858	32 228	33 359	35 146
Solde nominal (Déficit si négatif / excédent si positif)	-1 462	-1 421	-1 288	-1 083	-685	-667
Idem (en % du PIB)	-1,8	-1,7	-1,5	-1,2	-0,7	-0,7

Sources : PLPFP 2024-2028 ; Calculs CNFP.

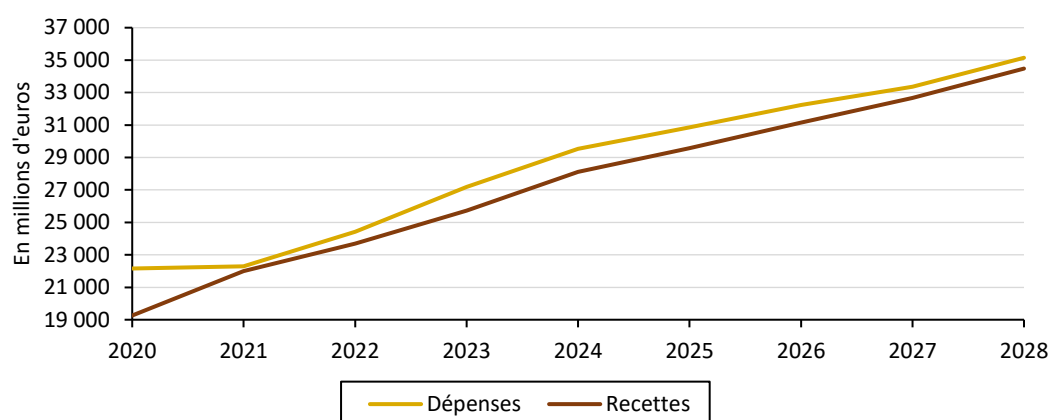
Selon les chiffres du PLPFP 2024-2028, le déficit devrait atteindre 1 421 millions d'euros (soit 1,7% du PIB) **en 2024** et 1 288 millions d'euros (soit 1,5% du PIB) **en 2025**. Le CNFP note que, d'après la situation financière de l'Etat présentée par le ministre des Finances en date du 08 octobre 2024, le solde de l'administration centrale se situe à -706 millions d'euros au 30 septembre 2023 et à 471 millions d'euros au 30 septembre 2024, mais aboutit à un solde équivalent les deux années (de respectivement -1 462 et -1 421 millions d'euros) dans le PLPFP 2024-2028. Le fait de prévoir en 2024 un solde similaire qu'en 2023, alors qu'une amélioration de 1 177 millions d'euros du solde a été constatée fin septembre, interroge sur la plausibilité des prévisions budgétaires et laisse entrevoir une sous-estimation du solde pour l'exercice 2024 (et pour les années d'après).

En 2025, le déficit devrait atteindre 1 288 millions d'euros, ce qui correspondrait à une légère amélioration par rapport à 2024. La (probable) sous-estimation du solde en 2024 susmentionnée impacterait toutefois également l'année 2025 et les années suivantes.

Pour les années 2026-2028, pour lesquelles le solde nominal serait potentiellement aussi sous-estimé, le déficit passerait de -1,2% du PIB en 2026 à -0,7% en 2028. Tel que le montre le graphique ci-après, le taux d'évolution des recettes à moyen terme (5,3% en moyenne) n'arriverait pas à compenser les augmentations substantielles

des dépenses sur la période 2022-2025 (8,5% en moyenne), même si ces dernières ne devraient progresser que de 4,4% en moyenne annuelle à moyen terme.

Graphique 1.17 – Recettes et dépenses de l’administration centrale



Source : PLPFP 2024-2028.

Le tableau suivant montre les **différences (en millions d’euros) entre les prévisions des recettes, des dépenses et du solde nominal de l’administration centrale du PLPFP 2024-2028 (déposé en octobre 2024) et de la LPFP 2023-2027 (votée en avril 2024)**. Un signe positif signifie que les prévisions ont été supérieures dans le PLPFP 2024-2028 par rapport à la LPFP 2023-2027, ce qui indique une amélioration des recettes et du solde nominal mais une détérioration des dépenses.

Tableau 1.12 – Différences entre les prévisions du PLPFP 2024-2028 et de la LPFP 2023-2027

En millions d’euros		2024	2025	2026	2027	Moyenne 2024-2027
Différence entre le PLPFP 2024-2028 et la LPFP 2023-2027						
Recettes de l’administration centrale						
Dont :		655	694	790	941	770
Impôt sur la production et les importations						
Dont :		233	532	569	616	488
Taxe sur la valeur ajoutée		121	195	193	175	171
Taxe d’abonnement sur les titres de société		56	18	-12	-19	11
Droits d’enregistrement		-24	-17	-20	-21	-20
Part dans les recettes communes de l’UEBL		0	107	145	171	107
Droits d’accises autonomes cigarettes		0	82	98	107	72
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine etc.						
Dont :		424	213	294	400	333
Impôt sur le revenu ou les bénéfices des sociétés		484	495	570	656	551
Impôt sur le revenu des personnes physiques ou des ménages		197	-100	-81	-150	-34
Dont :						
Impôt retenu sur les traitements et salaires		155	-260	-250	-340	-174
Dépenses de l’administration centrale						
Dont :		166	172	437	332	277
Investissements directs et indirects		100	-147	171	157	70
Rémunérations des salariés		41	14	-66	-107	-30
Prestations sociales en nature et en espèces		44	112	150	109	104
Consommation intermédiaire		-95	-88	-94	-91	-92
Autres transferts courants		38	161	156	168	131
Solde nominal de l’administration centrale		489	522	353	608	493

Sources : PLPFP 2024-2028 ; LPFP 2023-2027 ; Calculs CNFP.

Malgré une révision à la baisse des prévisions économiques moyennes sur la période de 2024 à 2027 dans le PLPFP 2024-2028 par rapport à la LPFP 2023-2027 tel que relevé dans la partie 1.1.2. (PIB réel de 2,4% contre 2,7%, taux d’emploi de 1,6% contre 2,1% et masse salariale de 4,4% contre 4,6%), les prévisions des recettes de

l'administration centrale du PLPFP 2024-2028 sont nettement plus élevées que celles de la LPFP 2023-2027, ce notamment pour l'année 2024 (effet de base). En moyenne annuelle sur la période de 2024 à 2027, il s'agit d'une amélioration des recettes totales de l'administration centrale de 770 millions d'euros qui provient d'une amélioration des prévisions des Impôts sur la production et les importations (488 millions d'euros en moyenne, dont 171 millions euros de la Taxe sur la valeur ajoutée) ainsi que des Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc. (333 millions d'euros en moyenne). Concernant cette dernière catégorie, et comme l'indique le tableau 1.12, le CNFP note que l'amélioration provient de la sous-catégorie Impôts sur le revenu ou les bénéfices des sociétés alors que la sous-catégorie Impôt sur le revenu des personnes physiques ou des ménages, et notamment sa sous-catégorie Impôts retenus sur les traitements et salaires, est estimée moins élevée. Ceci s'expliquerait par la progression moins élevée de l'emploi dans le PLPFP 2024-2028 par rapport à la LPFP 2023-2027.

Les prévisions des dépenses de l'administration centrale du PLPFP 2024-2028 sont légèrement plus élevées que celles de la LPFP 2023-2027. En moyenne annuelle, sur la période de 2024 à 2027, il s'agit d'une augmentation de 277 millions d'euros, dont notamment une augmentation des Autres transferts courants (131 millions d'euros en moyenne), des Prestations sociales en nature et en espèces (104 millions d'euros en moyenne) et des Investissements directs et indirects (70 millions d'euros en moyenne). De l'autre côté, les catégories Consommation intermédiaire et Rémunération des salariés sont estimées moins élevées (de respectivement 92 et 30 millions d'euros en moyenne).

Etant donné que la hausse moyenne des dépenses est inférieure à la hausse moyenne des recettes, on obtient une amélioration du solde nominal de l'administration centrale de 493 millions d'euros en moyenne annuelle sur la période de 2024 à 2027 dans le PLPFP 2024-2028 par rapport à la LPFP 2023-2027.

Dans cette analyse, il ne faut pas oublier que le Gouvernement a pris des mesures additionnelles⁶⁵ dans la période après la publication de la LPFP 2023-2027. Ces mesures se chiffrent à 944 millions d'euros en moyenne annuelle sur la période 2025-2027, dont des mesures du côté des recettes de 518 millions d'euros (liées notamment au paquet fiscal « Entlaaschtungs-Pak » présenté en juillet 2024 de 485 millions d'euros) et du côté des dépenses de 426 millions d'euros. Si on fait abstraction des mesures additionnelles, on obtient une amélioration du solde de l'administration centrale de 1 201 millions d'euros en moyenne annuelle sur la période de 2024 à 2027 (au lieu de 493 millions d'euros indiqué ci-avant).

Le CNFP se réfère à son *Evaluation de la fiabilité des prévisions macroéconomiques et budgétaires* de mai 2023 qui a mis en évidence une importante distorsion des prévisions du solde nominal de l'administration centrale pour 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 d'un exercice par rapport aux observations faites un an plus tard pour ce même exercice. Ainsi, la sous-estimation des projections budgétaires semble se prolonger.

⁶⁵ Les mesures additionnelles sont résumées dans les tableaux aux pages 13 et 14 du budget pluriannuel (PLPFP 2024-2028). Ces mesures concernent les administrations publiques. Toutefois, selon les informations du ministère des Finances, elles sont prises presque entièrement au niveau de l'administration centrale.

1.2.2. Recettes, Dépenses et Solde nominal des Administrations locales

Le tableau suivant présente les recettes et les dépenses des administrations locales.

Tableau 1.13 – Recettes et dépenses des administrations locales

Administrations locales	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Moyenne historique* 1996-2023	2023	2024	2025	Moyenne* 2026-2028
	En millions d'euros						Taux de variation annuel (en %)				
Recettes	4 216	4 709	4 851	5 063	5 281	5 519	5,5	13,0	11,7	3,0	4,4
Production marchande	327	334	329	334	339	344	3,5	1,7	2,1	-1,4	1,5
Paielements au titre de l'autre production non marchande	187	230	235	245	255	260	4,4	-0,9	23,3	2,0	3,4
Impôts sur la production et les importations	72	63	78	78	78	78	4,2	-0,6	-12,2	24,2	0,0
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	1 303	1 457	1 539	1 590	1 641	1 702	5,0	29,2	11,9	5,6	3,4
Autres transferts courants	1 996	2 242	2 358	2 501	2 648	2 828	6,5	7,7	12,3	5,2	6,2
Autres**	332	382	312	315	320	307	5,9	15,4	15,2	-18,4	-0,6
Dépenses	4 479	4 689	4 784	4 918	5 113	5 285	6,0	15,2	4,7	2,0	3,4
Consommation intermédiaire	1 031	1 099	1 161	1 204	1 246	1 293	6,4	15,3	6,6	5,6	3,7
Formation de capital fixe (investissement direct)	1 561	1 425	1 565	1 610	1 715	1 790	6,6	11,6	-8,7	9,9	4,6
Rémunération des salariés	1 481	1 669	1 734	1 773	1 816	1 861	5,8	14,2	12,7	3,9	2,4
Autres***	408	496	324	332	336	341	3,8	34,3	21,8	-34,7	1,7

* La variation annuelle moyenne sur plusieurs années est calculée en utilisant une moyenne géométrique.

** Autres : Transferts en capital à recevoir, Revenus de la propriété, Cotisations sociales, Autres subventions sur la production.

*** Autres : Autres impôts sur la production, Subventions à payer, Revenus de la propriété, Prestations sociales, Autres transferts courants, Transferts en capital à payer, Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits.

Sources : PLPFP 2024-2028 ; STATEC ; Calculs CNFP.

En 2024, le taux de croissance des recettes des administrations locales (11,7%) dépasserait largement le rythme de croissance historique (5,5%). La progression serait principalement portée par les Autres transferts courants en provenance du budget de l'Etat (12,3%) et les Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc. (11,9%). Les dépenses des administrations locales augmenteraient de 4,7% en 2024 après une croissance de 15,2% en 2023. Le CNFP note notamment une baisse prévue des investissements directs (-8,7% contre 11,6% en 2023), qui n'est pas expliquée dans le PLPFP 2024-2028. En 2025, les recettes croîtraient toujours à un rythme plus élevé que les dépenses (3,0% contre 2,0%), mais loin de leurs taux historiques (5,5% et 6,0% respectivement). Le CNFP note la mise à disposition de moyens financiers additionnels au profit des communes à hauteur d'au moins 32,4 millions d'euros à partir de l'année 2025 (ceci en comptabilisant les dotations issues des recettes de la TVA comme étant des recettes provenant de la part des communes) pour garantir que le CGDIS soit financé à parts égales par l'Etat et les communes.

A moyen terme (2026-2028), le PLPFP 2024-2028 prévoit un taux de croissance moyen des recettes de 4,4%, basé sur une faible croissance des Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc. (3,4%), tout en notant que la croissance des Autres transferts courants la compenserait en partie (6,2%). Néanmoins, les recettes évolueraient encore un peu plus rapidement que les dépenses (taux de croissance moyen de 3,4% sur la même période). Les dépenses sont donc projetées augmenter nettement en dessous du taux historique (6,0%).

Le tableau ci-après présente **le solde nominal des administrations locales**, qui affiche un léger surplus (d'environ 127 millions d'euros en moyenne) sur la période de 2024-2028.

Tableau 1.14 – Solde nominal des administrations locales
En millions d'euros

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Solde des administrations locales	-264	20	68	145	168	234
Idem (en % du PIB)	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2

Source : PLPFP 2024-2028.

1.2.3. Recettes, Dépenses et Solde nominal de la Sécurité sociale

Le tableau suivant présente **les recettes et les dépenses de la sécurité sociale**.

Tableau 1.15 – Recettes et dépenses de la sécurité sociale

Sécurité sociale	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Moyenne historique* 1996-2023	2023	2024	2025	Moyenne* 2026-2028
	en millions d'euros							Taux de variation annuel (en %)			
Recettes	16 277	17 249	18 051	18 914	19 743	20 729	6,5	8,7	6,0	4,7	4,7
Production marchande	240	253	274	290	312	334	9,6	9,8	5,8	8,1	6,9
Paielements au titre de l'autre production non marchande	93	90	97	104	113	121	7,7	20,3	-3,1	7,9	7,9
Revenus de la propriété	597	661	668	682	696	701	5,2	16,2	10,6	1,1	1,6
Cotisations sociales	8 984	9 125	9 894	10 400	10 841	11 369	6,6	10,0	1,6	8,4	4,7
Autres transferts courants	6 285	7 016	7 034	7 324	7 608	7 935	6,5	5,7	11,6	0,3	4,1
Autres**	80	104	84	113	175	267	3,7	68,7	29,9	-18,9	47,1
Dépenses	15 104	16 312	17 394	18 436	19 515	20 744	6,6	8,3	8,0	6,6	6,0
Consommation intermédiaire	555	579	625	638	658	678	7,1	15,4	4,3	8,0	2,8
Formation de capital	185	135	111	125	238	395	7,3	32,8	-27,0	-17,6	52,5
Rémunération des salariés	1 020	1 123	1 213	1 253	1 302	1 353	6,6	9,0	10,0	8,1	3,7
Prestations sociales en espèces	10 540	11 363	12 114	12 904	13 599	14 397	6,4	9,3	7,8	6,6	5,9
Prestations sociales en nature	2 184	2 491	2 662	2 828	3 021	3 183	8,0	1,6	14,1	6,9	6,1
Autres transferts courants	489	532	584	604	633	664	5,5	10,3	8,7	9,9	4,4
Autres***	131	90	84	84	64	74	10,9	-15,3	-30,8	-7,1	-4,1

* La variation annuelle moyenne sur plusieurs années est calculée en utilisant une moyenne géométrique. La variation historique comprend également l'intégration du secteur hospitalier public dans le secteur de la sécurité sociale.

** Autres : Production pour usage final propre, Impôts sur la production et les importations, Autres subventions sur la production, Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc., Transferts en capital à recevoir.

*** Autres : Autres impôts sur la production, Subventions, Revenus de la propriété, Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc., Transferts en capital à payer, Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits.

Sources : PLPFP 2024-2028 ; STATEC ; Calculs CNFP.

En 2024, la progression des dépenses de la sécurité sociale (8,0% contre une progression historique de 6,6%) serait de 2,0 points de % plus élevée que celle des recettes (6,0% contre une progression historique de 6,5%). Côté recettes, le CNFP note une faible progression prévue des cotisations sociales (1,6%), qui se trouve même en dessous du taux de progression de la masse salariale, qui est un indicateur fortement corrélé à l'évolution de la masse cotisable (3,9%, basée sur un coût salarial moyen de 3,0% et une croissance de l'emploi de 0,9%). Côté dépenses, le CNFP note une forte augmentation des Prestations sociales en espèces (7,8%) et de la Rémunération des salariés (10,0%).

En 2025, les dépenses progresseraient à leur rythme historique (6,6%), tandis que les recettes augmenteraient uniquement de 4,7%. Ceci s'explique notamment par une quasi-stagnation prévue des Autres transferts courants (0,3%).

A moyen terme (2026-2028), l'évolution des recettes en moyenne annuelle (4,7%) se situerait en dessous de la progression historique (6,5%). L'évolution moins favorable des cotisations sociales (4,7% contre un taux historique de 6,6%) devrait être due à une évolution moins favorable de la masse cotisable qui, du moins en partie, serait le résultat d'une création d'emplois moins élevée que par le passé. En effet, la masse salariale est prévue augmenter en moyenne de 4,6% sur la période 2026-2028, basée sur un coût salarial moyen de 2,4% et une croissance de l'emploi de 2,1% contre une progression historique de l'emploi de 3,1%. De l'autre côté, les dépenses progresseraient en moyenne de 6,0%, proche de la progression historique (6,6%).

Le CNFP constate qu'à court terme le **solde nominal de la sécurité sociale** prévu dans le PLPFP 2024-2028 s'est amélioré par rapport aux prévisions de la LPFP 2023-2027 (+76 millions d'euros en 2024 et +29 millions d'euros en 2025) malgré une révision à la baisse des prévisions de l'emploi (0,9% contre 1,3% en 2024 et 1,5% contre 2,2% en 2025). A moyen terme, il se confirmerait la persistance d'un taux de progression des dépenses dépassant celui des recettes⁶⁶, ce qui ne serait pas sans incidence sur l'évolution défavorable du solde nominal de la sécurité sociale à moyen terme.

Tableau 1.16 – Solde nominal de la sécurité sociale

En millions d'euros	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Solde de la sécurité sociale	1 173	937	657	478	228	-15
Idem (en % du PIB)	1,5	1,1	0,8	0,5	0,2	0,0

Source : PLPFP 2024-2028.

Selon les prévisions du PLPFP 2024-2028, le solde nominal de la sécurité sociale se replierait de manière continue, d'un surplus de 937 millions d'euros en 2024 à un déficit de 15 millions d'euros en 2028. Tel qu'expliqué dans le PLPFP 2024-2028 (p.27), « *la plus grande partie des recettes est constituée par les cotisations sociales ainsi que par les contributions de l'État aux assurances maladie-maternité et pension, établies en fonction de l'évolution des cotisations. L'évolution globale des recettes est donc largement marquée par l'évolution de l'emploi et de la conjoncture économique avec, en particulier, une révision à la baisse de l'estimation de croissance de l'emploi salarié réalisée par le STATEC en septembre (pour 2025 évolution de 1,5%, contre 2,1% au projet de budget pour*

⁶⁶ Le PLPFP 2024-2028 (p.30) note dans ce contexte que : « *Les dépenses de l'assurance pension sont estimées croître en moyenne annuelle de +7,2% de 2023 à 2028, ce qui est supérieur à la croissance des recettes (essentiellement les cotisations et la contribution de l'État) qui sont estimées progresser de +4,7% en moyenne pendant la période. (...) Même si le solde de l'assurance pension reste excédentaire, la prime de répartition pure (rapport entre les dépenses annuelles et la masse cotisable) atteindrait prévisiblement 24,3% déjà en 2026. En d'autres termes, les cotisations annuelles ne permettront plus de couvrir les dépenses annuelles, ce qui activera le mécanisme prévu à l'article 225bis du Code de la Sécurité sociale. Lorsque ce taux dépasse les 24%, le Gouvernement sera dans l'obligation de soumettre à la Chambre des députés un rapport accompagné d'un projet de loi portant refixation du « modérateur de réajustement. En pratique, cela signifie que d'après le budget de la Caisse nationale d'assurance pension (CNAP) actualisé par l'Inspection générale de la sécurité sociale (IGSS), la CNAP ne transférera déjà plus d'excédents vers le Fonds de compensation (FDC) à partir de 2026, mais au contraire les premiers transferts devront avoir lieu en sens inverse afin de garantir le financement des pensions. (...) Pour l'heure, l'assurance maladie-maternité dispose de réserves estimées à quelques 915 millions d'euros à fin 2024, permettant de couvrir ces déficits ainsi que la dotation à la réserve minimale. Le déficit devrait prévisiblement passer de -46 millions d'euros en 2024 à -190 millions d'euros à l'horizon 2028, avec une réserve légale qui passerait en dessous de son seuil légal de 10% dès 2027. ».*

2024) ». À relever en plus qu'en combinaison à un ralentissement du marché du travail, la dégradation du solde de la sécurité sociale est expliquée par une accélération des départs en retraite. Ainsi, le nombre de pensionnés devrait progresser en moyenne de 4,1% (contre une estimation de 3,9% dans la LPFP 2023-2027), tandis que l'emploi salarié ne devrait augmenter que de 1,7% en moyenne entre 2024-2028.

L'année 2028 marquerait la première année qui se clôturerait avec un déficit dans le budget de la sécurité sociale. Le CNFP s'interroge sur le traitement, d'un point de vue du système européen des comptes (« SEC »), de la réserve du Fonds de compensation du régime général des pensions vis-à-vis du déficit de la sécurité sociale.

Le CNFP prend note de l'analyse de sensibilité concernant le solde de la sécurité sociale présentée dans le PLPFP 2024-2028 (p.29). L'analyse montre que le solde de la sécurité sociale se détériorerait plus ou moins rapidement selon la progression prévue pour l'emploi, tout en maintenant sa tendance de fond résolument orientée à la baisse. Dans ce contexte, le CNFP rappelle l'amélioration du solde des années 2024 et 2025 prévue dans le PLPFP 2024-2028 par rapport à la LPFP 2023-2027 malgré la révision à la baisse du taux de croissance de l'emploi.

1.2.4. Recettes, Dépenses, Solde nominal et Dette des Administrations publiques

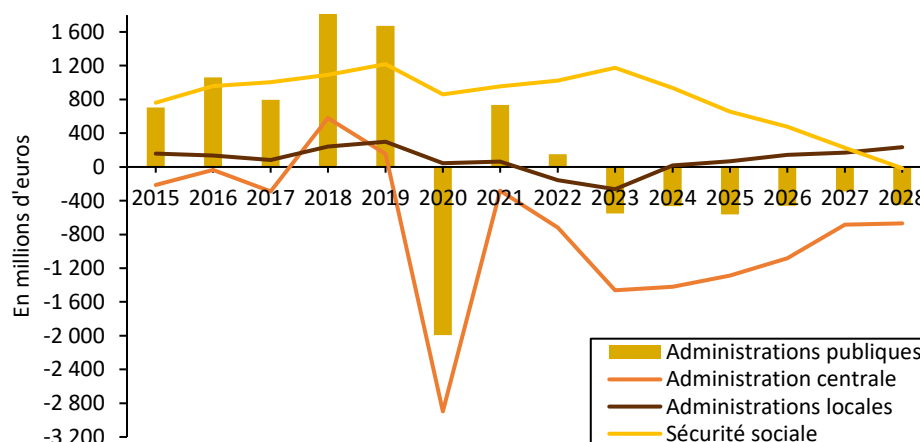
Le tableau suivant présente le **solde nominal des administrations publiques**, qui est le résultat des trois sous-secteurs précédemment mis en exergue : administration centrale, administrations locales et sécurité sociale.

Tableau 1.17 – Recettes, dépenses et solde nominal des administrations publiques

En millions d'euros	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Administrations publiques						
Recettes	37 416	40 350	42 631	44 826	46 913	49 347
Dépenses	37 968	40 814	43 194	45 286	47 202	49 765
Solde nominal	-552	-464	-563	-460	-289	-448
Idem (en % du PIB)	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-0,3	-0,4

Source : PLPFP 2024-2028.

Graphique 1.18 – Evolution du solde budgétaire nominal par sous-secteur

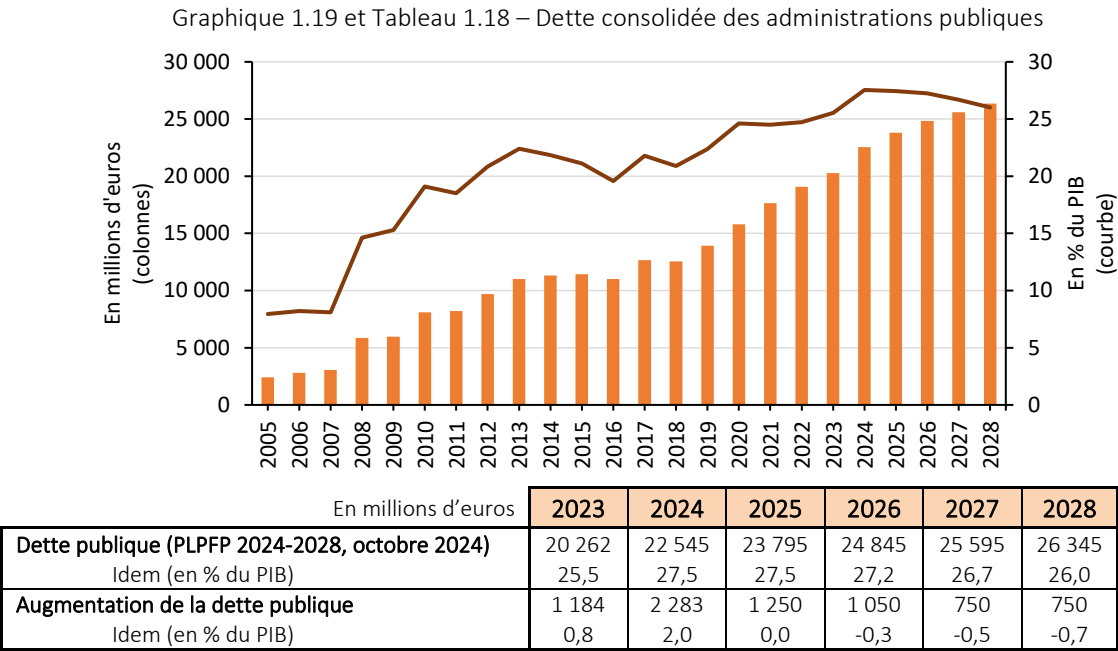


Sources : PLPFP 2024-2028 ; STATEC.

Selon les chiffres du PLPFP 2024-2028, le solde nominal des administrations publiques se situerait à -0,6% du PIB **en 2024 et en 2025** (respectivement -464 millions d’euros et -563 millions d’euros). Alors qu’il faut relever que ces soldes sont déjà largement plus favorables que ceux repris dans la LPFP 2023-2027 (-987 millions d’euros pour 2024 et -1 082 millions d’euros pour 2025), une sous-estimation du solde semble probable, tel que relevé dans la partie 1.2.1.. **A moyen terme**, le solde nominal s’établirait à -0,4% du PIB en 2028. L’amélioration prévue du solde de l’administration centrale, qui présenterait toujours un déficit de 667 millions d’euros en 2028, serait en quelque sorte « contrebalancée » par une détérioration du solde de la sécurité sociale.

En résumé, selon les prévisions du PLPFP 2024-2028, le solde des administrations publiques resterait négatif sur toute la période considérée. Tout en respectant le critère de Maastricht qui exige un déficit inférieur à 3% du PIB, les excédents du passé, tant en montant nominal qu’en % du PIB, ne seraient plus atteints, même si une sous-estimation des soldes s’avère probable.

Le graphique et le tableau suivants montrent **la dette consolidée des administrations publiques** telle que présentée dans le PLPFP 2024-2028 (p.52). Elle résulte d’une « *imputation mécanique des déficits prévisibles à partir de 2025 au niveau de l’Administration centrale* ».



Sources : PLPFP 2024-2028 ; Calculs CNFP.

La dette consolidée des administrations publiques se chiffrait à 22 545 millions d’euros en 2024. Le CNFP note que la Trésorerie de l’Etat a placé avec succès une émission obligataire de 1,25 milliard d’euros (maturité : 10 ans, coupon de 2,625%) en date du 15 octobre 2024. La dette atteindrait 23 795 millions d’euros en 2025, c.-à-d. 27,5% du PIB.

La dette publique resterait nettement inférieure à la limite de 60% du PIB telle que fixée par les traités européens. Alors que la trajectoire de la dette publique diminuerait en pourcentage du PIB, de 27,5% du PIB en 2024 à 26,0% du PIB en 2028, elle serait ascendante en termes de valeurs absolus. La dette augmenterait de 3,8 milliards d’euros sur la période 2024 à 2028 pour s’établir à 26 345 millions d’euros en 2028.

Fin 2023, les actifs détenus par les administrations publiques (environ 37% du PIB⁶⁷) ont dépassé le montant de la dette publique (25,5% du PIB), tel que le CNFP l'a constaté dans son *Analyse de la dette publique du Luxembourg* de janvier 2024. Il convient de rappeler que les participations sont des actifs financiers théoriques en grande partie illiquides et que l'élément principal, à savoir le Fonds de compensation du régime général des pensions, constitue une réserve financière avec une finalité bien précise, à savoir le cofinancement du système de pension à partir du moment où celui-ci n'arriverait plus à s'autofinancer (c.-à-d. à partir du moment où les recettes seraient inférieures aux dépenses). Le PLPFP 2024-2028 relève à ce point (p.30) que « *la CNAP ne transférera déjà plus d'excédents vers le Fonds de compensation à partir de 2026, mais au contraire les premiers transferts devront avoir lieu en sens inverse afin de garantir le financement des pensions* ».

Le CNFP souligne les défis à moyen et à long terme qui entraîneront des coûts additionnels pour les finances publiques, tels que ceux liés au vieillissement de la population, au logement, à la transition énergétique et digitale, à la mobilité et à la défense. D'ailleurs, l'impact des taux d'intérêt actuellement supérieurs aux taux d'intérêt du passé se fait sentir au niveau de la charge d'intérêt. Selon le PLPFP 2024-2028 (p.51), la charge d'intérêt se voit augmenter en termes absolus de 285 millions d'euros en 2024 à 551 millions d'euros en 2028, ce qui représente une augmentation de 0,2% du PIB des dépenses budgétaires.

⁶⁷ PLPFP 2024-2028 (p.52) : « *Au 31 décembre 2023, la réserve de compensation du régime général d'assurance pension, y inclus le fonds de roulement, a atteint environ 27,39 milliards d'euros, soit 34,5% du PIB. S'y ajoutent les participations détenues par l'État, dont celles dans des sociétés cotées en bourse d'une valeur d'environ 1,2 milliards d'euros soit 1,5% du PIB (au 30.09.2024) et les avoirs de près de 681 millions d'euros soit 0,8% du PIB (au 30.06.2024) du Fonds souverain intergénérationnel.* ».

2. EVALUATION DES REGLES DE GOUVERNANCE BUDGETAIRE NATIONALE

2.1. Solde structurel et respect de l'OMT

Selon la loi du 12 juillet 2014, la situation budgétaire du Luxembourg est considérée être « *en équilibre* » si l'OMT est respecté en termes structurels, c.-à-d. lorsque le solde structurel des administrations publiques est supérieur ou égal à l'OMT. Il faut rappeler⁶⁸ que le Conseil de l'UE a adopté en date du 29 avril 2024 plusieurs textes législatifs qui réforment le cadre de gouvernance économique et budgétaire de l'UE⁶⁹. D'après le nouveau volet préventif (Règlement (UE) 2024/1263), le critère de l'OMT est abrogé et remplacé par un indicateur opérationnel unique ancré sur la soutenabilité de la dette publique, notamment par le biais d'une trajectoire d'ajustement à moyen terme des dépenses publiques primaires nettes. Aussi le chapitre 4 évoque-t-il la première soumission d'un plan budgétaire et structurel national à moyen terme par le Gouvernement à la CE.

Le CNFP rappelle que, aussi longtemps qu'il respectera les critères de Maastricht, le Luxembourg ne sera pas concerné par une grande partie du volet préventif du cadre de gouvernance économique et budgétaire européen réformé. En vue de la transposition de la *Directive (UE) 2024/1265 modifiant la directive 2011/85/UE sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des Etats membres* dans le droit national, qui doit être achevée au plus tard le 31 décembre 2025, le nouveau cadre national pourrait adopter une vue à moyen et long terme et être adapté à la situation des finances publiques luxembourgeoises et aux défis actuels et futurs du pays (vieillesse de la population, logement, transition énergétique et digitale, mobilité, défense, etc.).

Alors que le Luxembourg aurait la faculté de renoncer à l'OMT, le CNFP a pris note de la déclaration du ministre des Finances dans son discours sur le projet de budget 2024 de maintenir le concept de l'OMT au niveau national. Contrairement au nouveau critère proposé au niveau européen, l'OMT prend en effet en compte un tiers des coûts futurs estimés liés au vieillissement de la population (coût qui passerait de 17,2% du PIB en 2022 à 27,9% du PIB en 2070 au Luxembourg selon le Ageing Report 2024 de la CE) et considère la soutenabilité à long terme des finances publiques. Puisque l'OMT n'est plus imposé par les textes européens, le Luxembourg aurait la faculté de renoncer à cet OMT, voire d'adapter la méthodologie de calcul de l'OMT à des spécificités nationales, par exemple en adoptant une approche plus nuancée pour certaines catégories de dépenses, telle que l'exclusion d'une partie des investissements du calcul du solde structurel.

Dans l'attente de la transposition de la Directive (UE) 2024/1265 dans le cadre national, le CNFP évalue le PB 2025 et le PLPFP 2024-2028 au regard des règles actuellement en vigueur suivant la loi du 12 juillet 2014. L'article 1 du texte du projet de loi pluriannuel (p.59) fixe l'OMT à 0,00% du PIB pour la période sous revue. Selon le

⁶⁸ CNFP, « *Evaluation des finances publiques à l'occasion du projet de budget pour 2024 et du projet de loi de programmation financière pluriannuelle pour la période 2023 à 2027* », chapitre 4, mars 2024.

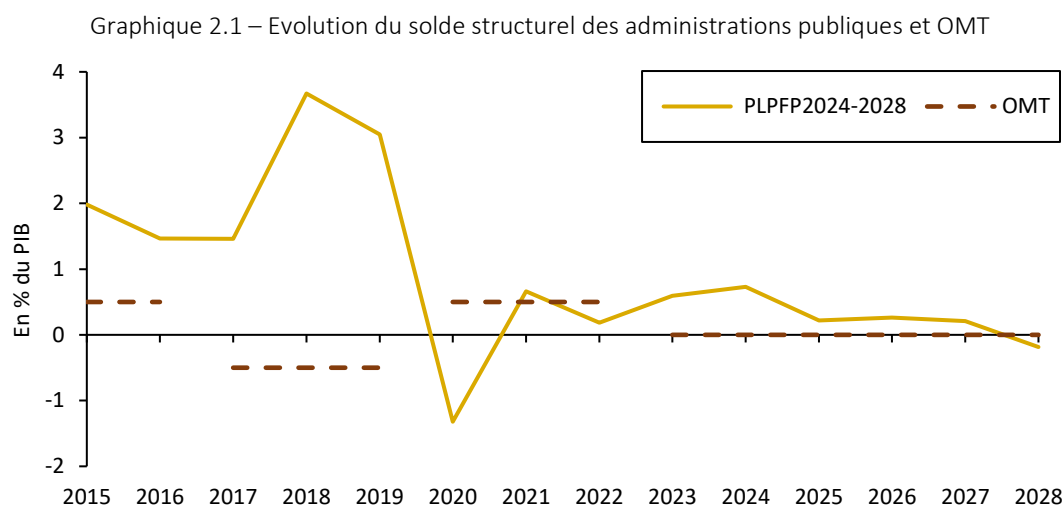
⁶⁹ « *Règlement (UE) 2024/1263 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril relatif à la coordination efficace des politiques économiques et à la surveillance budgétaire multilatérale et abrogeant le règlement (CE) n°1466/97 du Conseil* » ;

« *Règlement (UE) 2024/1264 du Conseil du 29 avril 2024 modifiant le règlement (CE) n°1467/97 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs* » ;

« *Directive (UE) 2024/1265 du Conseil du 29 avril 2024 modifiant la directive 2011/85/UE sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des États membres* ».

commentaire de l'article 1 (p.61), « le maintien de la fixation du niveau pour l'OMT, bien que la référence explicite au *Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG)* soit désormais obsolète, reflète également la volonté de conserver une certaine discipline budgétaire, en attendant la révision du cadre budgétaire national ».

Le graphique suivant présente le **solde structurel** (calcul dans l'annexe 2) et son **écart par rapport à l'OMT** jusqu'à la fin de l'horizon de prévision.



Sources : PLPFP 2024-2028 ; Calculs CNFP.

En 2024, le solde structurel se situerait à +0,7% du PIB et l'OMT de 0,00% du PIB serait respecté. Le CNFP constate une amélioration de 0,7 point de % du PIB par rapport au solde structurel calculé dans le cadre de la LPFP 2023-2027 en mars 2024. Les soldes structurels pour **2025, 2026 et 2027** se situeraient entre 0,2% et 0,3% du PIB et respecteraient également l'OMT. En 2028, le solde structurel de -0,2% du PIB ne respecterait plus l'OMT de 0,00% du PIB, mais ne présenterait pas un écart important⁷⁰.

2.2. Conformité aux règles de forme

Parmi les missions qui lui sont confiées par la loi du 12 juillet 2014, le CNFP surveille le respect des règles de forme applicables au PLPFP 2024-2028. Tel que déjà relevé dans son évaluation de mars 2024, la seule règle de forme qui reste à parfaire est celle que la LPFP doit être accompagnée d'une annexe explicative présentant une évaluation de l'effet que les politiques envisagées sont susceptibles d'avoir sur la soutenabilité à long terme des finances publiques. Le CNFP fait ainsi référence à son *Evaluation de la soutenabilité à long terme des finances publiques* d'octobre 2024⁷¹.

Le CNFP note que la LPFP 2023-2027 (votée en avril 2024) a défini, pour une première fois, les montants maximaux des dépenses de l'administration centrale, tel que prévu par l'article 3, paragraphe 4 de la loi du 12 juillet 2014. Cette nouvelle disposition permet au CNFP d'évaluer le respect des montants maximaux dans le PLPFP 2024-2028. Le CNFP note ainsi que l'article 5 du PLPFP 2024-2028 (p.59) (publié en octobre 2024) a défini

⁷⁰ Article 6 (2) de la loi du 12 juillet 2014 : « Un écart est considéré comme important s'il est supérieur ou égal à 0,5 pour cent du produit intérieur brut aux prix du marché sur une année donnée, ou à 0,25 pour cent du produit intérieur brut en moyenne sur deux années consécutives ».

⁷¹ CNFP, « *Evaluation de la soutenabilité à long terme des finances publiques* », octobre 2024.

à nouveau des montants maximaux. Le tableau 2.1 ci-après reprend les montants maximaux pour les dépenses de l'administration centrale des deux budgets pluriannuels ainsi que les différences.

Tableau 2.1 – Montants maximaux pour les dépenses de l'administration centrale et écart entre les deux PLPFP

En millions d'euros	2023 (Compte)	2024	2025	2026	2027
PLPFP 2024-2028 (octobre 2024)	27 187	29 527	30 858	32 228	33 359
LPFP 2023-2027 (avril 2024)	27 275	29 361	30 686	31 791	33 027
Ecart	-88	+166	+172	+437	+332
Montant maximal respecté	OUI	NON			

Sources : PLPFP 2024-2028 ; LPFP 2023-2027 ; Comptes nationaux ; Calculs CNFP.

Tandis que le montant maximal des dépenses de l'administration centrale de l'année 2023 n'a pas été dépassé (en regardant les comptes), ceux des années 2024 à 2027 ont été revus à la hausse dans le PLPFP 2024-2028 (octobre 2024) par rapport à la LPFP 2023-2027 (avril 2024), sans explications particulières.

Le CNFP constate dès lors que cette règle de forme n'est pas appliquée de manière satisfaisante. En effet, l'objectif de cette règle n'est pas de fixer chaque année de nouveaux montants maximaux, mais de fixer des seuils maximaux contraignants pour les dépenses de l'administration centrale sur le moyen terme. Le Gouvernement devrait pour le moins indiquer les raisons pour des dépassements des montants maximaux, qui pourraient, par exemple, s'expliquer par des mesures nouvelles ainsi que par un changement des prévisions macroéconomiques.

3. PLAN BUDGETAIRE ET STRUCTUREL NATIONAL A MOYEN TERME

Le 29 avril 2024, le Conseil de l'UE a adopté plusieurs textes législatifs qui réforment le cadre de gouvernance économique et budgétaire de l'UE :

- Règlement (UE) 2024/1263 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril relatif à la coordination efficace des politiques économiques et à la surveillance budgétaire multilatérale et abrogeant le règlement (CE) n°1466/97 du Conseil ;
- Règlement (UE) 2024/1264 du Conseil du 29 avril 2024 modifiant le règlement (CE) n°1467/97 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs ;
- Directive (UE) 2024/1265 du Conseil du 29 avril 2024 modifiant la directive 2011/85/UE sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des États membres.

Selon le Conseil de l'UE, le nouveau cadre de gouvernance a pour objectif général de réduire les déficits et les ratios d'endettement des États membres d'une manière progressive, durable et propice à la croissance. Dans le même temps, la réforme laissera une marge de manœuvre appropriée pour des politiques contracycliques et contribuera à remédier aux déséquilibres macroéconomiques existants. En supprimant l'objectif budgétaire à moyen terme, le nouveau cadre se concentre sur l'orientation budgétaire, les investissements et les réformes prioritaires et ceci sur une période de quatre ou cinq ans. Ainsi, les programmes de stabilité et de croissance sont remplacés par le plan budgétaire et structurel national à moyen terme (« PBS »).

La CE présentera aux États membres qui ne respecteraient pas au moins un des critères de Maastricht, une trajectoire de référence pour l'évolution des dépenses nettes. La trajectoire de référence tient compte des défis en matière de soutenabilité propres à chaque pays et indique la manière dont les États membres peuvent faire en sorte que, à la fin d'une période d'ajustement budgétaire de quatre ans, la dette publique emprunte ou continue à suivre une trajectoire descendant plausible ou demeure à des niveaux prudents à moyen terme.

Les nouvelles règles contiennent deux sauvegardes que la trajectoire de référence doit respecter :

- Une sauvegarde de la soutenabilité de la dette, afin de garantir une diminution minimale des niveaux d'endettement public ;
- Une sauvegarde de la résilience du déficit, afin de prévoir une marge de manœuvre inférieure à la valeur de référence pour le déficit public, fixée à 3% du PIB par le traité de Maastricht, en vue de créer des réserves budgétaires.

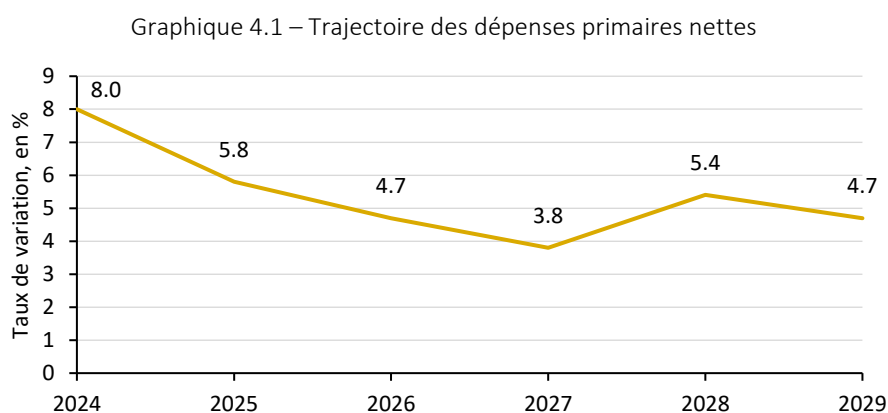
En date du 15 octobre, le Luxembourg a envoyé son premier PBS à la CE⁷². Le CNFP résume ci-après les informations clés y présentées :

- Le PBS devient le document budgétaire de référence sur le plan européen pour les années à venir et il est à renouveler tous les cinq ans. Des rapports de progression annuels seront à présenter chaque année en avril.

⁷² Ministère des Finances, « *Plan Budgétaire et structurel à moyen terme* », 15 octobre 2024.

- Les exigences du traité sur l'UE (déficit public < 3% du PIB et dette publique < 60% du PIB) restent en place.
- Le suivi se fera au moyen de la nouvelle trajectoire pluriannuelle des dépenses primaires nettes (ci-après « la trajectoire »).
- La trajectoire couvre l'ensemble de la durée de la législature nationale (c.-à-d. 5 ans pour le Luxembourg) tout en esquissant des investissements et des réformes qui répondent aux principaux défis recensés notamment dans le cadre du Semestre européen.
- La trajectoire prend en compte la période d'ajustement (ici 2024-2028) en se basant sur les projections du PLPFP 2024-2028, ainsi que les dix années suivant la fin de la période d'ajustement (ici 2029-2038), en se basant sur un scénario de politique inchangée et en tenant compte des risques structurels auxquels le Luxembourg est confronté.
- En répliquant la méthodologie « DSA »⁷³ de la CE, le solde des administrations publiques devrait – à politique inchangée – atteindre -2,1% du PIB à l'horizon 2038. Il se situerait ainsi en-deçà du seuil de référence de -3% du PIB, et, par conséquent, respecterait les dispositions de l'article 6, paragraphe b, du règlement UE 2024/1263⁷⁴.

Selon les auteurs du PBS et tel que le montre le graphique ci-après, « la croissance des dépenses nettes suivrait une progression moyenne de 5,4% [sur la période de 2024-2029]. La croissance s'élèverait à 5,8% en 2025 et diminuerait progressivement pour atteindre 4,7% en 2029 ».



Source : Plan Budgétaire et Structurel national à moyen terme.

Les formules de calcul de la trajectoire des dépenses primaires nettes⁷⁵ se trouvent dans l'annexe 3.

Dans les mois à venir, le CNFP va se consacrer à une analyse du PBS et notamment de la trajectoire des dépenses primaires nettes et de son calcul. Il s'avère utile d'analyser les PBS des autres pays de la zone euro et de comparer

⁷³ Méthodologie utilisée par la CE dans le cadre de son « *Debt sustainability analysis 2023* » (« DSA »).

⁷⁴ Article 6, paragraphe b du règlement UE 2024/1263 : « le déficit public prévu est ramené en dessous de 3 % du PIB au cours de la période d'ajustement et maintenu en dessous de cette valeur de référence à moyen terme, en supposant l'absence d'autres mesures budgétaires ».

⁷⁵ Les dépenses primaires nettes sont calculées en ajustant les dépenses publiques afin d'exclure les dépenses d'intérêts, les mesures discrétionnaires en matière de recettes, les dépenses relatives aux programmes de l'UE entièrement compensées par des recettes provenant de fonds de l'UE, les dépenses nationales de cofinancement des programmes financés par l'UE, ainsi que les éléments cycliques des dépenses liées aux indemnités de chômage.

la trajectoire des dépenses nettes du Luxembourg avec celles des autres pays de la zone euro. Le CNFP envisage d'évaluer la réalisation de la trajectoire des dépenses primaires nettes dans le rapport d'avancement, qui devrait être publié par les autorités budgétaires en avril de l'année prochaine. Il est à noter que la CE mettrait en place un compte de contrôle où elle enregistrerait les écarts cumulés, à la hausse et à la baisse, des dépenses nettes constatées par rapport à la trajectoire des dépenses nettes arrêtée par le Conseil de l'UE, qui sera remis à zéro après que le Conseil de l'UE aura approuvé un nouveau plan budgétaire et structurel national à moyen terme.

CONCLUSIONS

Les chiffres macroéconomiques et budgétaires présentés dans le PLPFP 2024-2028 peuvent être résumés de la manière suivante :

- Selon les récentes estimations, l'économie luxembourgeoise devrait se redresser à court terme (PIB réel de 1,5% en 2024 et de 2,7% en 2025), après une contraction de l'activité en 2023 (-1,1%). Pour l'année 2026, le PLPFP 2024-2028 prévoit une croissance économique de 2,0%, soit une baisse de 0,7 point de % par rapport à 2025. Le marché du travail luxembourgeois devrait montrer des signes tangibles de ralentissement à court terme qui devraient persister. La progression de l'emploi devrait ralentir à 0,9% en 2024 (une progression historiquement faible), avant de se stabiliser à environ 1,5% en 2025 et en 2026. Le taux de chômage se situerait autour de 6,0% au cours des années 2024 à 2026, soit une hausse par rapport au taux de 5,2% enregistré en 2023. La situation d'inflation devrait continuer à se détendre en 2024 (2,3%) avant de rebondir temporairement en 2025 (2,6%) à la suite de la levée de la majorité des mesures de plafonnement des prix de l'énergie (prévue pour le 31 décembre 2024).
- Concernant les prévisions budgétaires, le solde nominal (c.-à-d. la différence entre les recettes et les dépenses) des administrations publiques se situerait à -0,6% du PIB en 2024 et en 2025 (respectivement -464 et -563 millions d'euros). A moyen terme (2026-2028), le solde nominal s'améliorerait en direction d'un solde de -0,4% du PIB ou de -448 millions d'euros en 2028. Au fait que l'administration centrale présenterait toujours un déficit en 2028 (-667 millions d'euros) s'ajoute celui que l'excédent de la sécurité sociale va se replier de manière continue, d'un surplus de 937 millions d'euros en 2024 à un déficit de 15 millions d'euros en 2028. La dette publique devrait ainsi poursuivre une trajectoire ascendante à moyen terme pour s'élever à 26 345 millions d'euros, mais son poids par rapport au PIB devrait diminuer de 27,5% en 2024 à 26,0% en 2028.

Le CNFP formule les observations suivantes (qui sont expliquées en détail dans les parties correspondantes de la présente évaluation) **concernant les prévisions macroéconomiques et budgétaires :**

- Les prévisions macroéconomiques pour les années 2024 à 2026 retenues dans le PLPFP 2024-2028 sont globalement plus prudentes que celles encore établies pour la LPFP 2023-2027 votée en avril 2024.
- D'après la situation financière de l'Etat présentée par le ministre des Finances en date du 08 octobre 2024, le solde de l'administration centrale se chiffre à -706 millions d'euros au 30 septembre 2023 et à +471 millions d'euros au 30 septembre 2024, soit une amélioration de 1 177 millions, mais aboutit malgré cela à un solde équivalent les deux années (de respectivement -1 462 et -1 421 millions d'euros) dans le PLPFP 2024-2028. Le fait de prévoir en 2024 un solde similaire qu'en 2023, alors qu'une amélioration de 1 177 millions d'euros du solde a été constatée fin septembre, interroge sur la plausibilité des prévisions budgétaires et laisse entrevoir une sous-estimation du solde pour l'exercice 2024 (et donc pour les années d'après).
- A moyen terme (2026-2028), le taux de croissance moyen des recettes de l'administration centrale (5,3% contre une progression historique de 6,4%) peut être qualifié de prudent. Du côté des dépenses, le taux

de croissance moyen (4,4% contre une progression historique de 6,7%) demanderait des efforts au niveau de la diminution de la progression des dépenses courantes.

- Les montants maximaux des dépenses de l'administration centrale des années 2024 à 2027 ont été revus à la hausse dans le PLPFP 2024-2028 (octobre 2024) par rapport à la LPFP 2023-2027 (avril 2024), sans explications particulières. Il s'ensuit que cette règle de forme n'est pas appliquée de manière satisfaisante. En effet, l'objectif de cette règle n'est pas de fixer chaque année de nouveaux montants maximaux, mais de fixer des seuils maximaux contraignants pour les dépenses de l'administration centrale sur le moyen terme. Le Gouvernement devrait pour le moins indiquer les raisons pour des dépassements des montants maximaux, qui pourraient en l'occurrence s'expliquer par des mesures nouvelles ainsi que par un changement des prévisions macroéconomiques.
- Malgré une révision à la baisse des prévisions économiques moyennes (PIB réel de 2,4% dans le PLPFP 2024-2028 contre 2,7% dans la LPFP 2023-2027 sur la période 2024-2027) et des mesures additionnelles prises par le Gouvernement au cours de la période après le vote de la LPFP 2023-2027 (d'environ 944 millions d'euros en moyenne annuelle sur la période 2025-2027), le CNFP note une amélioration du solde nominal de l'administration centrale de 493 millions d'euros en moyenne annuelle dans le PLPFP 2024-2028 par rapport à la LPFP 2023-2027 voté en avril 2024 sur la période de 2024 à 2027. Le CNFP se voit ainsi confirmé dans les conclusions de son *Evaluation de la fiabilité des prévisions macroéconomiques et budgétaires* de mai 2023 qui a mis en évidence une sous-estimation systématique importante des prévisions budgétaires.
- Le solde nominal de la sécurité sociale se replierait de manière continue, d'un surplus de 937 millions d'euros en 2024 à un déficit de 15 millions d'euros en 2028. L'année 2028 marquerait ainsi la première année se clôturant avec un déficit dans le budget de la sécurité sociale. Le CNFP s'interroge sur le traitement, d'un point de vue SEC, de la réserve du Fonds de compensation du régime général des pensions vis-à-vis du déficit de la sécurité sociale.

Selon les chiffres du PLPFP 2024-2028, le solde nominal des administrations publiques resterait négatif sur toute la période considérée. Tout en respectant le critère de Maastricht qui exige un déficit inférieur à 3% du PIB, les excédents du passé ne seraient plus atteints. Or, une sous-estimation des soldes s'avère probable. Malgré cette hypothèse et au vu de l'évolution des recettes et dépenses, la question qui se pose est de savoir de quel potentiel d'accroissement de ses moyens l'Etat disposerait en cas de futurs chocs économiques et géopolitiques.

Alors que le critère de l'objectif budgétaire à moyen terme (« OMT ») est désormais abrogé au niveau européen, la fixation de l'OMT à 0,00% du PIB dans le budget pluriannuel (et son respect selon les chiffres du solde structurel publiés dans le PLPFP 2024-2028) reflète pour les auteurs du PLPFP 2024-2028 (p.61) « *la volonté de conserver une certaine discipline budgétaire* ». Le CNFP rappelle que, aussi longtemps qu'il respectera les critères de Maastricht, le Luxembourg ne sera pas concerné par une grande partie du volet préventif du cadre de gouvernance économique et budgétaire européen réformé. **En vue de la transposition de la Directive (UE) 2024/1265 modifiant la directive 2011/85/UE sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des Etats membres dans le droit national, qui doit être achevée au plus tard le 31 décembre 2025, le nouveau cadre national**

pourrait adopter une vue à moyen et long terme et être adapté à la situation des finances publiques luxembourgeoises et aux défis actuels et futurs du pays. Il convient de rappeler que l'OMT prend en compte un tiers des coûts futurs liés au vieillissement de la population et considère la soutenabilité à long terme des finances publiques. Si, comme le ministre des Finances l'a annoncé, l'OMT serait maintenu au niveau national, même s'il n'est plus imposé par les textes européens, le Luxembourg aurait la faculté d'adapter la méthodologie de calcul de l'OMT à des spécificités nationales, par exemple en adoptant une approche plus nuancée pour certaines catégories de dépenses, telle que l'exclusion d'une partie des investissements du calcul du solde structurel.

Annexe 1 – Liste des acronymes

BCE	Banque centrale européenne
BoE	Bank of England
CE	Commission européenne
CGDIS	Corps grand-ducal d'incendie et de secours
CNFP	Conseil national des finances publiques
CSSF	Commission de surveillance du secteur financier
CSM	Coût salarial nominal moyen
DSA	Debt Sustainability Analysis
EMS	Echelle mobile des salaires
EUROSTAT	European Statistical Office
EURO STOXX 50	Indice des bourses européennes
FED	Banque centrale américaine
FMI	Fonds monétaire international
IFI	Institution financière internationale
IPC(H)	Indice des prix à la consommation (harmonisé)
IPCN	Indice des prix à la consommation national (taux d'inflation)
Loi du 12 juillet 2014	Loi modifiée du 12 juillet 2014 relative à la coordination et à la gouvernance des finances publiques
MTFSP	Medium-term fiscal-structural plan
NDC	Note de Conjoncture
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OMT	Objectif budgétaire à moyen terme
PB	Projet de budget
PBS	Plan Budgétaire et Structurel national à moyen terme
PIB	Produit intérieur brut
PLPPF	Projet de loi de programmation financière pluriannuelle
PSC	Programme de stabilité et de croissance
SEC	Système européen des comptes
STATEC	Institut national de la statistique et des études économiques du Grand-Duché du Luxembourg
Trajectoire	Trajectoire des dépenses primaires nettes
TVA	Taxe à valeur ajoutée
UE	Union européenne
VAB	Valeur ajoutée brute

Annexe 2 – Calcul du solde structurel

Pour le calcul du solde structurel, le CNFP prend en considération les données relatives au solde budgétaire nominal contenues dans le PLPFP 2024-2028 ainsi que les données relatives au PIB réel et au PIB potentiel (pour calculer l'écart de production) déterminées par le STATEC. Pour les années 2026 à 2028, les chiffres du PIB réel du STATEC ont été modifiés afin de respecter l'hypothèse d'un écart de production qui converge vers zéro en 2028 (« *closure rule* »), c.-à-d. d'un PIB réel qui converge vers le PIB potentiel déterminé par le STATEC. Le taux de croissance du PIB réel se situerait ainsi à 3,1% en 2026, à 3,2% en 2027 respectivement 3,3% en 2028 (au lieu de 2,8% sur les années 2026-2028).

Tableau A.1 – Ecart de production et solde structurel – « STATEC – PLPFP 2024-2028 »

		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
PIB réel (millions d'euros) (en %)	PR	64 583 1,4	63 875 -1,1	64 847 1,5	66 600 2,7	67 952 2,0	70 138 3,2	72 210 3,0
PIB réel – modifié pour le calcul de l'écart de production (millions d'euros) (en %)	PR*	64 583 1,4	63 875 -1,1	64 847 1,5	66 600 2,7	67 952 2,0	69 655 2,5	71 478 2,6
PIB potentiel (millions d'euros) (en %)	PP	64 570 2,1	65 712 1,8	66 717 1,5	67 872 1,7	69 098 1,8	70 434 1,9	71 876 2,0
→ Ecart de production (en % du PIB potentiel)	$EC = \frac{(PR^* - PP)}{PP}$	0,0	-2,8	-2,8	-1,9	-1,7	-1,1	-0,6
Solde nominal (millions d'euros) (en % du PIB nominal)	SN	149 0,2	-552 -0,7	-464 -0,6	-563 -0,6	-460 -0,5	-289 -0,3	-448 -0,4
Solde structurel (en % du PIB potentiel)	SN - 0,462*EC	0,2	0,6	0,7	0,2	0,3	0,2	-0,2

Source : PLPFP 2024-2028.

Annexe 3 – Formules de calcul de la trajectoire des dépenses primaires nettes

Le nouveau cadre de gouvernance de l'UE prévoit que les Etats membres mettent en place une trajectoire qui favorise des finances publiques saines et viables, une croissance durable et inclusive, ainsi que la résilience moyennant de réformes et d'investissements. La trajectoire est exprimée en termes de dépenses primaires nettes, indicateur opérationnel unique du nouveau cadre de gouvernance.

Pour l'année 2024, le taux de croissance des dépenses primaires nettes (DPN) a été calculé selon la formule suivante :

$$\text{Taux de croissance du DPN}_t = \frac{\left(\frac{DPN_t}{PIB_t}\right) - \left(\frac{MDR_t}{PIB_t}\right)}{\left(\frac{DPN_{t-1}}{PIB_{t-1}}\right)} * (1 + g_t) - 1$$

Avec $t = 2024$;

DPN_t = dépenses primaires nettes de l'année t ;

MDR_t = mesures discrétionnaires de recettes de l'année t ;

PIB_t = PIB nominal de l'année t ;

g_t = taux de croissance du PIB nominal de l'année t

Pour les années 2025-2029, et selon le PBS (p.9) « la trajectoire est calculée sur la base d'indicateurs structurels, notamment la croissance potentielle, le déflateur du PIB et le changement du solde structurel primaire », conformément aux informations fournies par la CE. En effet, pour l'établissement de la trajectoire des dépenses nettes, la formule suivante a été appliquée :

$$\text{Taux de croissance du DPN}_t = (1 + Pot_t)(1 + \pi_t) - \frac{SSP_t - SSP_{t-1}}{\frac{DPN_{2024}}{PIB_{2024}} * 100} - 1$$

Avec $t = [2025 ; 2029]$;

DPN_t = dépenses primaires nettes pour l'année t ;

Pot_t = croissance potentiel de l'économie pour l'année t ;

π_t = déflateur du PIB pour l'année t ;

SSP_t = solde structurel primaire pour l'année t .