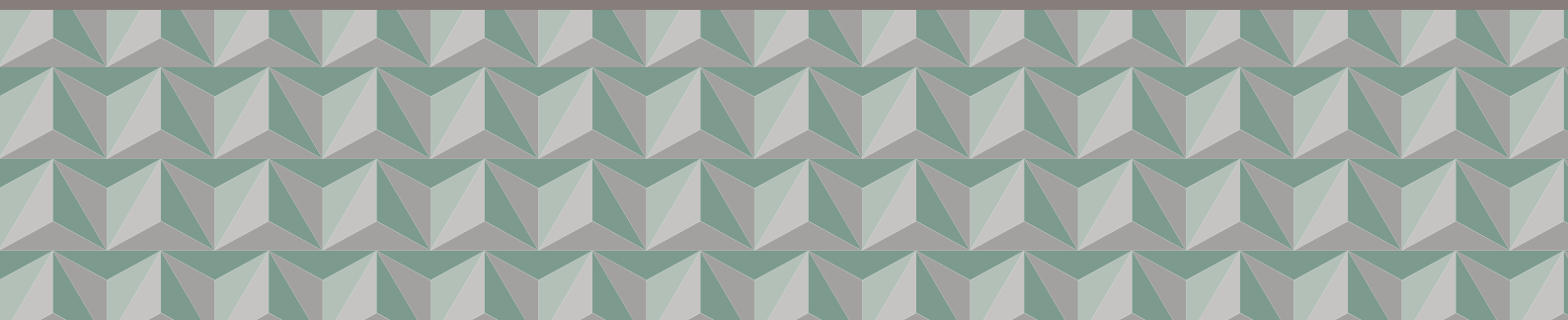


# Evaluation des finances publiques

*à l'occasion du Programme de stabilité et de croissance pour la période 2016-2020*

Juin 2016





## TABLE DES MATIERES

<b>SYNTHESE .....</b>	<b>4</b>
<b>Les principales recommandations du CNFP .....</b>	<b>13</b>
<i>Récapitulatif des recommandations du CNFP de novembre 2015 .....</i>	<i>14</i>
<b>1. INTRODUCTION.....</b>	<b>15</b>
<b>2. Le cadre de gouvernance budgétaire .....</b>	<b>17</b>
2.1 <i>La dimension pluriannuelle .....</i>	<i>17</i>
2.2 <i>Le Conseil national des finances publiques.....</i>	<i>18</i>
<b>EVALUATION .....</b>	<b>21</b>
<b>3. Les prévisions macroéconomiques .....</b>	<b>22</b>
3.1 <i>Considérations générales.....</i>	<i>22</i>
3.2 <i>Hypothèses de base exogènes pour le PSC 2016-2020.....</i>	<i>24</i>
3.3 <i>Les prévisions macroéconomiques pour le Luxembourg.....</i>	<i>27</i>
<b>4. Les finances publiques.....</b>	<b>35</b>
4.1 <i>Considérations générales.....</i>	<i>36</i>
4.2 <i>L'objectif budgétaire à moyen terme (OMT).....</i>	<i>38</i>
4.3 <i>Les finances publiques en 2015.....</i>	<i>42</i>
4.3 <i>Les finances publiques en 2016.....</i>	<i>47</i>
4.4 <i>Les finances publiques de 2017 à 2020.....</i>	<i>52</i>
<b>5. La dette publique .....</b>	<b>68</b>
5.1 <i>Evolution de la dette publique en 2015 et 2016.....</i>	<i>68</i>
5.2 <i>Evolution de la dette publique à moyen terme.....</i>	<i>69</i>
<b>Annexe 1.....</b>	<b>73</b>
<i>Liste des acronymes .....</i>	<i>73</i>
<b>Annexe 2.....</b>	<b>74</b>
<i>NOTE DE REFLEXION AU SUJET DE LA FIXATION DE L'OBJECTIF BUDGETAIRE A MOYEN TERME DU LUXEMBOURG</i>	
<i>POUR LES ANNEES 2017 A 2019 .....</i>	<i>74</i>

# SYNTHESE

## 1. Introduction

Le Conseil national des finances publiques (CNFP) présente désormais sa troisième “*Evaluation des Finances Publiques*” du Luxembourg. La présente évaluation prend en considération les orientations macroéconomiques et budgétaires pluriannuelles qui se trouvent à la base du *Programme de stabilité et de croissance pour la période 2016-2020* (PSC 2016-2020) que le Gouvernement a transmis à la Commission européenne en date du 29 avril 2016 dans le contexte du Semestre européen.

Le CNFP a procédé à une évaluation des prévisions macroéconomiques qui ont été retenues pour arrêter la trajectoire pluriannuelle des finances publiques. Il convient toutefois de souligner que le CNFP n'établit pas ses propres prévisions, mais qu'il analyse simplement les projections établies et les hypothèses retenues par les autorités gouvernementales compétentes en la matière.

En ce qui concerne l'évaluation des finances publiques proprement dite, et conformément à la loi du 12 juillet 2014, elle s'articule autour de l'examen du respect des règles budgétaires nationales dont la vérification incombe au CNFP. Le Conseil revient brièvement sur l'exécution budgétaire en 2015 avant de présenter une appréciation sur l'évolution prévisible des finances publiques pour l'année en cours. Son évaluation porte en outre sur les orientations pluriannuelles pour les années 2017 à 2020. A cela s'ajoute une appréciation de l'évolution de la dette publique qui en découle.

## 2. Le cadre de gouvernance budgétaire

La principale innovation introduite par le Gouvernement au cours des dernières années en matière de gouvernance budgétaire consiste dans la dimension pluriannuelle de l'organisation des finances publiques. Comme recommandé par le CNFP l'année passée, le découplage du volet pluriannuel par rapport au budget annuel a désormais été lancé. Cette première étape pourrait utilement être suivie dès l'année prochaine par l'avancement dans le temps du projet de loi de programmation financière pluriannuelle (LPFP) au printemps de l'année. Parallèlement, la portée ainsi que la finalité des LPFP méritent d'être clarifiées, car – en l'absence d'une telle clarification – l'apport des LPFP demeure en effet imprécis et peu compréhensible.

Compte tenu du rôle qui lui est conféré par la loi et par les textes européens, il importe également de clarifier la place du CNFP ainsi que la portée de ses évaluations dans le cadre de la gouvernance budgétaire nationale réformée. En effet, le Luxembourg dispose désormais d'une gouvernance budgétaire *nationale*, avec des règles budgétaires *nationales* et un organe de surveillance *national* chargé de la vérification de ces règles. Cette gouvernance nationale existe en parallèle à la gouvernance budgétaire européenne qui se trouve être encadrée par la Commission européenne.

## 3. Les prévisions macroéconomiques

Selon le PSC 2016-2020, les prévisions tiennent compte des dernières informations disponibles jusqu'à la date du 6 avril 2016. Elles ne semblent toutefois pas intégrer l'effet économique des allègements fiscaux annoncés pour le 1<sup>er</sup> janvier 2017. Les prévisions macroéconomiques mériteraient également d'être accompagnées d'analyses de sensibilité plus adaptées aux caractéristiques particulières de l'économie luxembourgeoise.

Le CNFP recommande ainsi qu'il soit procédé dans le cadre des prochains PSC et LPFP à l'élaboration de scénarios alternatifs permettant d'évaluer les risques plus spécifiques qui se présentent pour le Luxembourg et qui sont notamment liés à l'évolution du secteur financier.

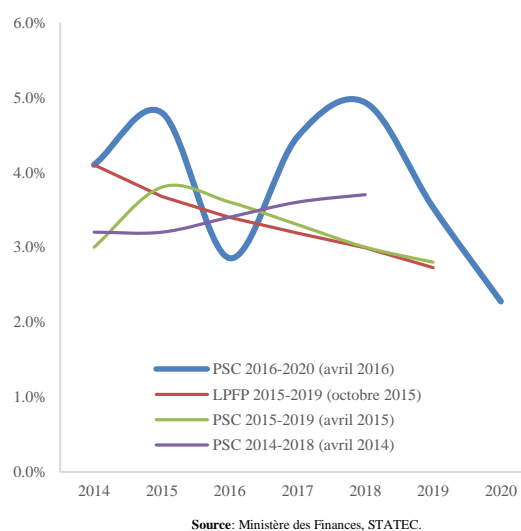
Quant aux prévisions macroéconomiques retenues dans le PSC 2016-2020, l'hypothèse de croissance en zone euro peut être qualifiée de prudente pour 2016 (+1,4%) et en ligne avec les projections des organisations internationales pour 2017 (+1,7%). Le scénario est également prudent pour le moyen terme avec un ralentissement graduel de la croissance à 1,3% projeté d'ici la fin de l'horizon de projection en 2020.

En comparaison avec les hypothèses établies pour le PSC 2015-2019 et la LPFP 2015-2019, le PSC 2016-2020 est basé sur un scénario de croissance en Europe significativement moins dynamique à court terme, alors que sur le moyen terme l'activité économique est supposée se développer plus favorablement que prévu précédemment.

Pour ce qui est de l'évolution récente de l'économie luxembourgeoise, la croissance réelle est estimée à +4,8% en 2015 et la tendance positive de notre économie a donc continué à se confirmer. Ce taux de croissance dépasse d'ailleurs nettement l'hypothèse retenue pour l'élaboration du projet de budget pour 2015 qui tablait sur une croissance réelle de +2,7%. A l'instar de l'hypothèse de croissance du PIB, le marché de travail a également évolué de façon plus favorable que prévu, tandis que l'inflation a été significativement moins importante qu'initialement estimée.

Pour les années 2016 à 2020, les prévisions pour le PIB réel du Luxembourg tablent sur une décélération marquée de la croissance en 2016 (+2,9%), suivie d'une croissance à nouveau supérieure à 4% en 2017 et 2018, et – enfin – d'une baisse significative en fin de période (3,5% en 2019 et 2,3% en 2020). Le profil très irrégulier de la prévision de croissance pour l'économie luxembourgeoise semble s'expliquer par l'évolution supposée pour l'indice boursier EuroStoxx50, par l'hypothèse d'une sortie progressive par la BCE de la politique monétaire très accommodante à partir de 2018 ainsi que par le profil de croissance retenu pour la zone euro. Les prévisions pour le taux de chômage suivent une tendance similaire, mais avec un décalage d'un an, tandis que l'inflation se rétablirait graduellement en direction de 2% à partir de 2017.

*Prévisions de croissance réelle pour le Luxembourg.*



Comparées aux prévisions des institutions internationales, les prévisions s'avèrent être prudentes pour 2016 et optimistes pour 2017 et 2018. En comparaison aux prévisions établies pour la LPFP 2015-2019, les projections macroéconomiques, sur le moyen terme, sont également beaucoup plus optimistes. Le CNFP estime toutefois que ces prévisions macroéconomiques sont à interpréter avec prudence.

En effet, au-delà des incertitudes habituelles qui sont inhérentes à toute prévision, l'économie luxembourgeoise est confrontée à de nombreuses incertitudes comme la question du maintien du Royaume-Uni au sein de l'Union européenne, un possible retour de la volatilité des marchés financiers ou encore une croissance moindre dans les pays avancés et/ou dans les pays émergents.

Notre économie se trouve par ailleurs exposée à des risques spécifiques découlant directement de sa spécialisation dans le secteur financier et des mutations d'envergure qui ne se matérialisent que graduellement en matière réglementaire, fiscale, voire technologique.

Le CNFP conclut son évaluation des perspectives économiques par des réflexions relatives à l'estimation du PIB potentiel et de l'écart de production (« output gap »). Tout comme le STATEC et le Ministère des Finances, le CNFP maintient ses réserves quant à la pertinence pour le Luxembourg de la méthode de calcul qu'applique la

Commission européenne et qui a été retenue par le Gouvernement dans le PSC 2016-2020 (à savoir la méthode COM-LUX) pour déterminer le PIB potentiel, l'écart de production et, partant, le solde structurel.

Le CNFP préconise une fois de plus de clarifier la méthode de calcul à utiliser au titre des règles budgétaires nationales de la loi du 12 juillet 2014. Tant que la question de la méthode à appliquer n'est pas réglée dans le cadre d'un commun accord entre les principaux acteurs du pays en matière de gouvernance budgétaire, la pertinence de l'évaluation du respect des règles budgétaires nationales est remise en question. Dans l'attente d'une telle clarification et dans un souci de transparence, le CNFP évalue le solde structurel selon deux méthodes distinctes, à savoir la méthode de calcul par filtrage HP et la méthode COM-LUX.

#### 4. Les finances publiques

En application des missions qui lui sont conférées par la loi du 12 juillet 2014, le CNFP a procédé à une évaluation globale des finances publiques, en prenant pour référence :

- le solde structurel et en analysant son respect par rapport à l'objectif à moyen terme (OMT);
- les dépenses de l'administration centrale et en analysant leur respect du montant maximal des dépenses de l'administration centrale ;
- les dépenses publiques dans leur totalité et en analysant leur variation par rapport au critère des dépenses (« expenditure benchmark ») du Pacte de stabilité et de croissance.

en % du PIB, sauf indication contraire	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>SOLDE STRUCTUREL</b>						
Solde nominal des administrations publiques	+1.3%	+0.8%	0.0%	+0.1%	+0.2%	+0.4%
<b>SOLDE STRUCTUREL (méthode HP)</b>	<b>+1.5%</b>	<b>+1.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>0.0%</b>
<b>SOLDE STRUCTUREL (méthode COM-LUX) (PSC 2016-2020)</b>	<b>+2.3%</b>	<b>+1.9%</b>	<b>+0.6%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>+0.6%</b>
<b>Respect de l'OMT :</b> +0.5% du PIB pour 2015 et 2016 -0.5% du PIB pour 2017 à 2020	OUI	OUI	OUI	DEPEND DE LA METHODE	DEPEND DE LA METHODE	OUI
<b>Ecart important et déclenchement du mécanisme de correction au titre de la loi du 12 juillet 2014</b>	NON	NON	NON	NON	NON	NON
<b>MONTANT MAXIMAL DES DEPENSES DE L'ADMINISTRATION CENTRALE</b>						
Montant maximal arrêté par la LPFP 2015-2019 (en millions d'euros)	<i>Règle budgétaire non mise en œuvre à l'heure actuelle</i>					
Dépenses de l'administration centrale telles que prévues à la LPFP 2015-2019 (en millions d'euros)	15 969	16 739	17 353	17 867	18 521	...
Dépenses de l'administrations centrale telles que prévues au PSC 2016-2020 (en millions d'euros)	15 638	16 519	17 045	17 551	18 188	18 921
<b>Respect du plafond</b>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>CRITERE DE DEPENSES DU PACTE DE STABILITE ET DE CROISSANCE</b> « EXPENDITURE BENCHMARK »						
Variation annuelle des dépenses publiques ajustées (en termes réels, en % par rapport à l'année précédente)	+0.4%	+2.1%	+4.4%	+2.7%	+2.0%	+2.3%
Taux de référence applicable (en termes réels, en % par rapport à l'année précédente)	+2.9%	+3.1%	+3.2%	+3.3%	+3.4%	+3.5%
Ecart (exprimé en % du PIB) sur 1 an	1.0%	0.4%	-0.5%	0.2%	0.5%	0.5%
<b>Respect du critère</b>	OUI	OUI	RISQUE DE NON-CONFORMITE	OUI	OUI	OUI
<b>Conséquences procédurales au titre du Pacte de stabilité et de croissance</b>	NON	NON	NON	NON	NON	NON

Sources : Ministère des Finances, PSC 2016-2020, calculs CNFP.

L'évolution du solde structurel est réalisée tant sur la base des chiffres présentés dans le PSC 2016-2020 (méthode COM-LUX) qu'à partir des chiffres que le CNFP a calculés à l'aide de la méthode de filtrage HP. Ceci permet de procéder à une présentation transparente et à une comparaison de l'évolution des chiffres dans le temps.

L'évaluation du respect du plafond de dépenses de l'administration centrale ne peut toujours pas être réalisée, étant donné que la disposition légale afférente n'a pas encore été mise en œuvre.

Quant à l'évaluation des dépenses publiques par rapport au « expenditure benchmark » du Pacte de stabilité et de croissance, elle se base sur des chiffres que le Ministère des Finances a mis à la disposition du CNFP.

### *L'objectif budgétaire à moyen terme (OMT)*

Dans l'architecture mise en place, l'OMT que doit respecter le solde structurel constitue la pierre angulaire de la gouvernance budgétaire tant nationale qu'européenne.

Selon la loi du 18 décembre 2015 relative à la programmation financière pluriannuelle (LPFP 2015-2019), l'OMT pour le Luxembourg a été fixé à +0,5% du PIB pour toute la période 2015-2019. Comme le CNFP est tenu d'évaluer le solde structurel par rapport à l'OMT tel que fixé par la loi, il devrait donc théoriquement baser son évaluation sur ce seul objectif de +0,5% du PIB.

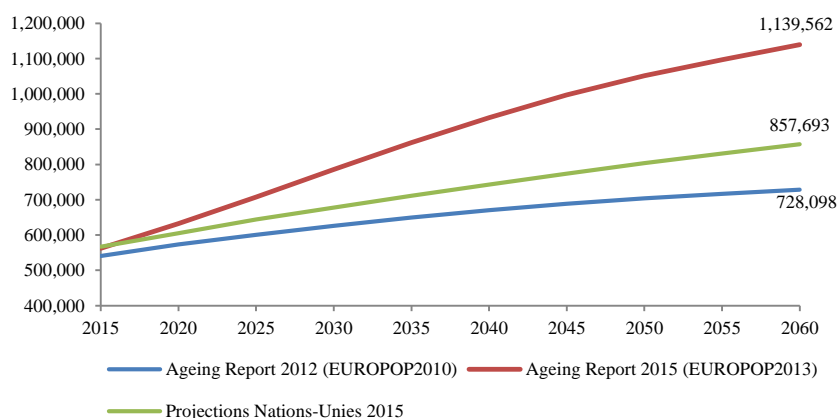
Le CNFP déplore que, dans le cadre du PSC 2016-2020, le Gouvernement ait toutefois choisi d'abaisser significativement son OMT à partir de 2017, d'un niveau de +0,5% du PIB à -0,5% du PIB. Alors que ce critère est précisément supposé contribuer à garantir la soutenabilité à long terme des finances publiques, sa réduction d'une position en surplus à un objectif de déficit budgétaire est difficilement compréhensible vu les nombreux défis et risques qui existent.

Il est notamment rappelé que l'abaissement de l'OMT est principalement rendu possible grâce à une révision à la hausse considérable des projections démographiques, des quelque 700.000 habitants encore supposés dans le cadre de la prévision précédente à désormais 1,1 million d'habitants à l'horizon 2060 (cf. graphique ci-après). Ceci réduit par conséquent « mécaniquement » la progression du ratio des dépenses publiques liées au vieillissement évaluées par rapport au PIB.

L'augmentation significative de la population, au moyen d'une immigration soutenue, implique notamment la permanence de la dynamique économique actuelle, avec une création d'emploi toujours aussi forte ainsi que la mise en place réussie des capacités nécessaires en termes d'infrastructures, de logements et de services publics (éducation, santé, etc.). Le CNFP appelle dès lors à la prudence et il recommande aux autorités de traiter le sujet d'une manière intégrée afin de continuer à garantir la soutenabilité à long terme des finances publiques.

#### **Projections démographiques : comparatif.**

*Les projections démographiques sous-jacentes au « Ageing Report 2012 », établies en 2010, ont servi à déterminer l'OMT à +0,5% du PIB en 2013 et celles de l'« Ageing Report 2015 », établies en 2013, mènent désormais à la révision à la baisse à -0,5%. Selon l'estimation « moyenne » des Nations-Unies, établie en 2015, la population du Luxembourg augmenterait cependant à un niveau significativement inférieur d'ici 2060.*



Source : Nations Unies, Eurostat/STATEC.

L'abaissement de l'OMT est également rendu possible du fait que l'OMT minimal tel que calculé par la Commission européenne en application des dispositions européennes repose sur un objectif de 60% du PIB en matière de dette publique, alors que le Gouvernement s'est donné un objectif plus ambitieux dans son programme gouvernemental. Si on voulait maintenir la dette publique à tout moment dans la limite des 30% du PIB tel que prévue par le Gouvernement, l'OMT aurait dû – toutes choses égales par ailleurs – être fixé à au moins +0,25% du PIB.

A l'instar de beaucoup d'autres Etats membres de l'UE (14 pays encore en 2013), le Luxembourg aurait parfaitement pu choisir de se donner un objectif plus ambitieux que le minimum requis. Le Gouvernement reste d'ailleurs libre de proposer dans le cadre de la prochaine LPFP, et donc sur le plan national, un OMT plus ambitieux que celui avancé sur le plan européen. Compte tenu de certaines déclarations politiques récentes, le CNFP espère que des objectifs budgétaires ambitieux soient retenus, ceci afin d'assurer le maintien d'une marge de manœuvre permettant de faire face aux défis qui se présentent sur le long terme pour le Luxembourg.

### *Les finances publiques en 2015*

De manière générale, les chiffres désormais présentés pour 2015 sont nettement plus positifs que les estimations avancées précédemment :

- le solde nominal des administrations publiques est estimé à +672 millions d'euros (+1,3% du PIB) alors que le projet de budget afférent prévoyait un déficit de 130 millions d'euros (-0,2% du PIB) ;
- le solde structurel s'élève à +1,5% du PIB (selon la méthode HP) et à +2,3% du PIB (selon la méthode COM-LUX retenue dans le PSC 2016-2020) alors que le projet de budget afférent avait encore avancé un solde structurel de +0,4% du PIB (selon la méthode HP).

Au regard de ces différences considérables entre le budget et les chiffres désormais constatés, le CNFP recommande aux autorités compétentes de procéder à une étude étendue pour identifier les origines de ces divergences, et ceci afin de corriger d'éventuels biais systématiques dans l'élaboration des prévisions de finances publiques.

Au vu des chiffres précités pour le solde structurel, la règle budgétaire afférente a été respectée en 2015, et cela indépendamment de la méthode de calcul retenue. Le mécanisme de correction ne doit par conséquent pas être déclenché

Comparé à l'année 2014 pour laquelle le solde nominal s'élevait encore à +1,7% du PIB, la situation des finances publiques se voit d'ailleurs dégradée en 2015. Comme le solde structurel en 2014 atteignait encore des niveaux de +2,6% (selon la méthode HP) et de +3,5% du PIB (selon la méthode COM-LUX), la dégradation de la situation *sous-jacente* des finances publiques, c.à.d. en faisant abstraction des effets induits par la bonne situation conjoncturelle, est d'autant plus considérable.

Avec une croissance de 4,2% en termes nominaux, les dépenses publiques se trouvent substantiellement révisées à la baisse, mais les raisons n'en sont pas présentées dans le PSC 2016-2020. La progression de 0,4% en termes réels et ajustés pour les besoins de l'expenditure benchmark fait d'ailleurs en sorte que la règle européenne afférente est également respectée.

Quant aux recettes publiques, elles ont progressé à un rythme moins prononcé que l'année précédente, +3,3% en 2015 contre +5,3% en 2014). L'embellie économique combinée à la hausse des taux de TVA et à l'introduction d'un impôt temporaire de 0,5% sur les revenus n'a donc que partiellement résorbé les moins-values liées au changement de régime en matière de TVA sur le commerce électronique.



## Les finances publiques en 2016

Dans le PSC 2016-2020, le solde nominal pour 2016 est estimé à +409 millions d'euros (+0,8% du PIB). Il s'agit en l'occurrence d'une détérioration marquée par rapport à 2015 qui affichait encore un surplus nettement plus élevé (+672 millions d'euros ou +1,3% du PIB).

Par rapport au budget 2016 adopté en automne dernier qui tablait sur un solde nominal de +269 millions d'euros (+0,5% du PIB), le solde désormais affiché pour 2016 se voit toutefois revu à la hausse, ceci notamment en raison des données considérablement plus positives pour l'année 2015 et malgré la légère révision à la baisse des perspectives économiques à court terme.

Le solde structurel pour 2016 est estimé à +1,2% du PIB (selon la méthode HP) et à +1,9% du PIB (selon la méthode COM-LUX), soit une baisse de 0,3 à 0,4 point de % par rapport à 2015. Comme il se situe dans tous les cas au-dessus de l'OMT de +0,5% du PIB, la règle budgétaire afférente serait a priori respectée et le mécanisme de correction ne serait par conséquent pas déclenché. Il s'agit d'ailleurs d'une nette amélioration par rapport au solde structurel découlant du budget 2016 qui était de +0,3% du PIB (selon la méthode HP).

Les dépenses publiques reprennent de l'élan pour atteindre une croissance de 4,6% en termes nominaux et de 2,1% en termes réels et ajustés. La règle européenne afférente serait par ailleurs toujours respectée.

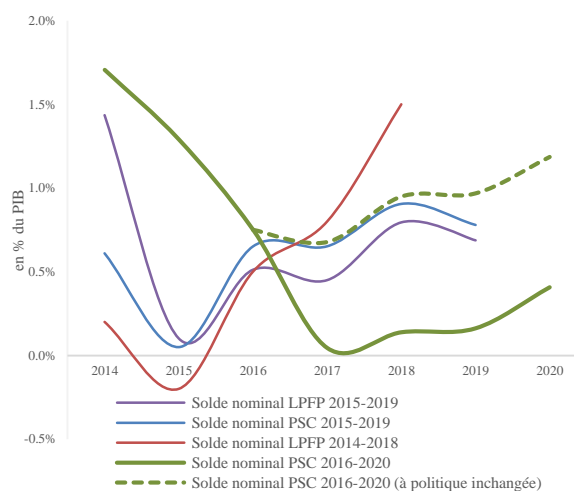
Quant aux recettes publiques, leur croissance reste inchangée par rapport à 2015 (+3,3%), ce qui représente toutefois un taux de variation relativement faible pour une période de conjoncture favorable. Pour la deuxième année de suite, les recettes affichent par ailleurs une croissance plus faible que l'augmentation des dépenses (« effet ciseaux »).

## Les finances publiques de 2017 à 2020

En 2017, et selon les chiffres du PSC 2016-2020, le solde nominal des administrations publiques serait à l'équilibre. A moyen terme, ce solde resterait positif et s'améliorerait progressivement en direction d'un solde de +0,4% du PIB en fin de période.

Cette trajectoire pluriannuelle est cependant nettement moins positive en comparaison à celles présentées par le passé, et ceci malgré la bonne tenue de la conjoncture (avec une croissance réelle du PIB de +3,8% par an en moyenne sur la période 2017-2020) et en dépit de la situation de départ nettement améliorée en 2015 et 2016.

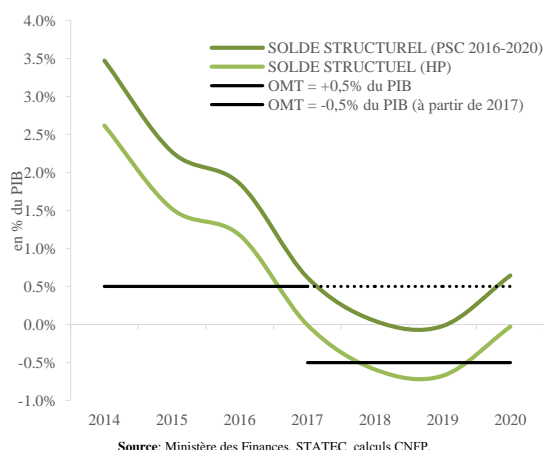
*Solde nominal des administrations publiques.*



Source: Ministère des Finances, STATEC.

La dégradation de la trajectoire pluriannuelle des finances publiques est ainsi principalement due aux allègements envisagés dans le cadre d'une « réforme fiscale » qui est loin d'être budgétairement neutre, comme annoncé précédemment. En même temps, les recettes de TVA liées au commerce électronique disparaîtront graduellement à l'horizon 2020.

### Solde structurel.



Quant au solde structurel pour 2017, il est estimé à +0% (selon la méthode HP) et à +0,6% du PIB (selon la méthode COM-LUX). En comparaison à l'année 2016, il s'agirait d'une nouvelle dégradation substantielle de la situation sous-jacente des finances publiques. En 2018 et en 2019, le solde structurel se dégraderait encore davantage, en se situant autour de -0,6% du PIB (selon la méthode HP) et à 0% du PIB (selon la méthode COM-LUX), avant de regagner en 2020 des niveaux comparables à ceux estimés pour 2017.

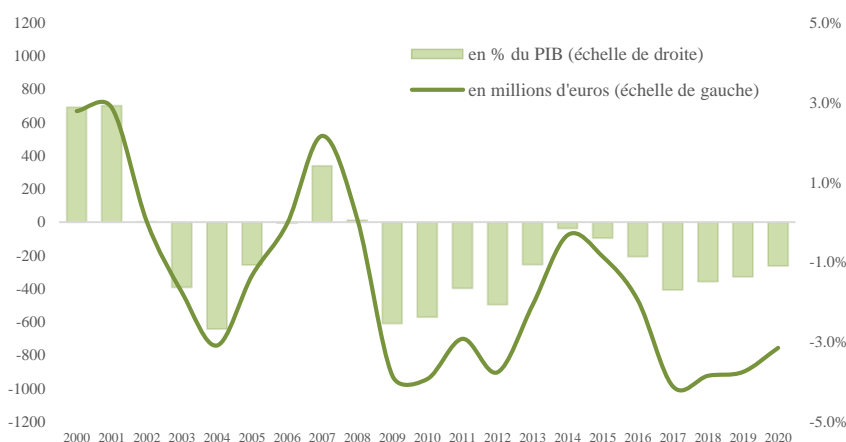
L'analyse du CNFP montre que tant la fixation de l'OMT que la question de la méthodologie pour déterminer le solde structurel ont un impact décisif sur le constat d'un éventuel

« écart important » et donc sur le potentiel déclenchement du mécanisme de correction automatique au titre de la loi du 12 juillet 2014. Alors que la combinaison d'un OMT abaissé à -0,5% du PIB avec la méthode de calcul COM-LUX retenue dans le PSC 2016-2020 fait en sorte que la règle budgétaire nationale afférente est à chaque fois respectée, un maintien de l'OMT à +0,5% du PIB, combiné à la méthode de calcul HP, aboutit pour toutes les années sous revue à un « écart important ».

Comme il s'agit en l'occurrence d'une évaluation *ex ante* des règles budgétaires pour les années 2017 à 2020, le CNFP renvoie aux réflexions qu'il a développées précédemment au sujet de la fixation de l'OMT sous l'aspect de la soutenabilité à long terme. Il voudrait aussi rappeler une de ses recommandations de novembre 2015, à savoir de mettre en place un groupe de travail technique ayant pour mission de dégager une approche stable, uniforme et cohérente pour la détermination et pour l'évaluation du solde structurel.

Quoi qu'il en advienne, il est indéniable que l'évolution tant du solde nominal que du solde structurel va se dégrader à partir de 2017 et qu'elle se présente désormais de manière considérablement moins positive par rapport aux estimations précédentes. C'est principalement au niveau de l'administration centrale que l'équilibre budgétaire n'est plus atteint et que la situation se détériore davantage à moyen terme (cf. graphique ci-dessous). Son déficit risque ainsi d'atteindre des niveaux absolus rencontrés lors de la crise financière en se rapprochant à un niveau de 1 milliard d'euros dès 2017. La marge de manœuvre budgétaire pour répondre à un éventuel choc économique, voire à d'autres imprévus, se trouvera donc potentiellement limitée sur la base de ces prévisions budgétaires du PSC 2016-2020

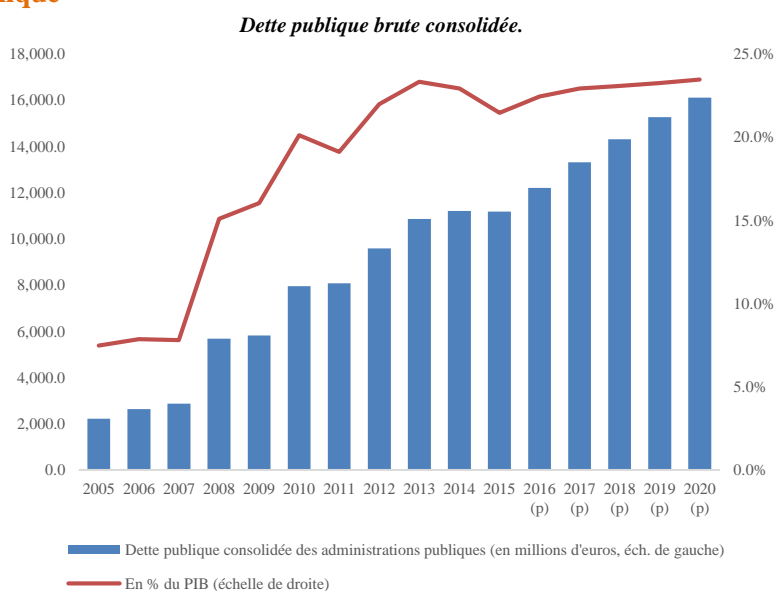
### Evolution du solde de l'administration centrale dans une perspective historique.



Les prévisions pluriannuelles en matière budgétaire font effectivement abstraction de plusieurs risques comme p.ex. l'impact pouvant potentiellement découler des réformes requises en matière de fiscalité internationale des entreprises (contexte BEPS) ou encore d'une dynamique plus modérée que prévue au niveau du secteur financier. Une matérialisation de différents risques économiques, géopolitiques ou démographiques sur le plan international risquent d'affecter négativement les finances publiques du pays. La trajectoire pluriannuelle esquissée dans le PSC 2016-2020 repose également sur l'hypothèse d'une mise en œuvre complète du *Zukunftspak* ainsi que sur l'absence de toute nouvelle dépense budgétaire sur toute la période de projection.

Finalement, il y a lieu de noter que - dans les projections sous-jacentes au PSC 2016-2020 - les dépenses d'investissements directs se voient stabilisées en termes absolus et même réduites par rapport au PIB. En comparaison aux projections précédentes, les dépenses afférentes demeurent toutefois à des niveaux absolus quasiment identiques. Le CNFP se demande notamment si une telle trajectoire est compatible avec la nouvelle projection démographique que les autorités se sont données et qui exigerait le cas échéant un renforcement substantiel des investissements en infrastructures et en équipements publics.

## 5. La dette publique

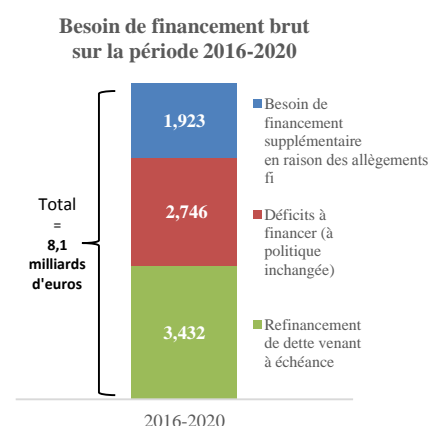


En 2015, la dette publique des administrations publiques dans leur ensemble s'est élevée à 11,2 milliards d'euros, soit 21,5% du PIB. Pour 2016, le Gouvernement table sur une augmentation de la dette publique à 12,2 milliards d'euros ou 22,4% du PIB. Après une stabilisation en termes de montants absolus, voire une réduction par rapport au PIB, en 2014 et 2015, la dette publique est ainsi supposée repasser à la hausse dès l'année 2016. Selon le PSC 2016-2020, la dette publique poursuit cette trajectoire ascendante à l'horizon 2020, et ceci malgré le fait que le solde structurel est prévu respecter l'OMT et que les administrations publiques consolidées sont à l'équilibre ou en surplus. Les administrations publiques respecteront toutefois le plafond de 30% du PIB pour la dette publique sur toute la période sous revue.

Dans le cas où les autorités choisiraient d'utiliser intégralement la marge de manœuvre théorique qui se dégage désormais dans la gouvernance budgétaire du fait de l'abaissement de l'OMT à -0,5% du PIB à partir de 2017, la limite de 30% du PIB se verrait néanmoins potentiellement atteinte dès 2024. Cette simulation laisse notamment entrevoir que le nouvel OMT n'est pas forcément compatible avec l'objectif d'une maîtrise durable des finances publiques et elle renforce ainsi la recommandation du CNFP de se doter d'un OMT national plus ambitieux.

Même si la progression de la dette publique exprimée en % du PIB est relativement faible – de 21,5% en 2015 à 23,5% en 2020 –, l'accroissement net en termes absolus se chiffre à 5 milliards d'euros sur la période 2016-2020. Comme l'administration centrale demeure déficitaire sur toute la période sous revue, le remboursement des prêts et obligations venant à échéance devra par ailleurs se faire intégralement par le biais de nouveaux emprunts, d'où un besoin de financement brut se chiffrant au total à 8,1 milliards d'euros sur la période 2016-2020.

Grâce à la notation AAA du Luxembourg et en raison des taux d'intérêt relativement bas sur l'horizon de projection, l'accroissement net de la dette publique ne s'accompagnera pas encore d'une augmentation significative de la charge d'intérêts.



Source: Ministère des Finances : Annexe nationale au PSC 2016-2020.

Le CNFP tient cependant à rappeler que les prévisions du Gouvernement ne tiennent toujours pas compte d'un renforcement de la base capitalistique de la Banque centrale du Luxembourg et que, de manière plus générale, l'évolution de la dette publique dépend de prévisions budgétaires qui, elles, sont soumises à de multiples hypothèses dont la réalisation demeure incertaine.

Par rapport aux trajectoires présentées précédemment, les niveaux absolus pour la dette publique sont nettement revus à la hausse, et ce principalement en raison des allègements fiscaux envisagés.

## Conclusion générale

Même si, comparé à d'autres pays, le Luxembourg présente à l'heure actuelle une situation globalement favorable en matière de finances publiques, il convient de constater que les perspectives à moyen terme se détériorent, et ce malgré l'hypothèse d'une bonne tenue de la conjoncture économique.

Il ressort en effet des chiffres du PSC 2016-2020 que l'évolution tant du solde nominal que du solde structurel va se dégrader à partir de 2017 et que les finances publiques luxembourgeoises évolueront de manière considérablement moins positive que prévue dans un passé récent encore. Cette détérioration provient d'une révision à la baisse des chiffres pour l'administration centrale essentiellement due aux effets d'une réforme fiscale qui est loin d'être budgétairement neutre. La dette publique est, quant à elle, estimée augmenter de 5 milliards d'euros sur la période 2016-2020 en raison des déficits plus importants de l'administration centrale. Compte tenu des prévisions de croissance relativement positives, l'endettement public exprimé par rapport au PIB n'évoluerait cependant que faiblement et resterait par conséquent à tout moment en-dessous du seuil de 30% du PIB que le Gouvernement a arrêté dans son programme gouvernemental.

Les règles budgétaires nationales, dont le contrôle incombe au CNFP, continuent toutefois à être respectées, étant donné notamment que le Gouvernement a décidé d'abaisser son objectif budgétaire à moyen terme (OMT) – qui sert de référence – de +0,5% à -0,5% du PIB, et ceci à partir de 2017. Ce faisant, le Gouvernement a implicitement endossé les hypothèses sous-jacentes à cette nouvelle référence, à savoir un plafonnement de la dette publique à 60% du PIB au lieu des 30% du PIB visés dans le programme gouvernemental ainsi qu'une nouvelle projection démographique fortement révisée à la hausse à 1,1 million d'habitants d'ici 2060 alors que l'estimation précédente reposait encore sur une hypothèse de quelque 700.000 habitants seulement.

Le CNFP recommande ainsi la poursuite d'objectifs budgétaires plus ambitieux afin de maintenir une marge de manœuvre suffisante permettant à tout moment de répondre à un éventuel choc économique, voire à d'autres imprévus. La marge de manœuvre devrait notamment aussi contribuer à relever les défis à long terme auxquels notre pays se trouve être exposé. Le mode de développement retenu par le Gouvernement exige en effet une croissance économique permanente, avec une création d'emploi soutenue. Un tel mode de croissance va d'ailleurs de pair avec la mise en place de capacités adéquates pour accueillir un afflux aussi important de nouveaux résidents en termes d'infrastructures, de logements et d'équipements collectifs.

## Les principales recommandations du CNFP

### Le cadre de gouvernance budgétaire

- Avancer au printemps de l'année la **présentation et le vote de la loi de programmation financière pluriannuelle (LPFP)**.
- Préciser la **portée et la finalité des LPFP** (cf. page 17 pour la liste des éléments à clarifier).
- Clarifier la **place du CNFP et la portée de ses évaluations** dans le cadre de la gouvernance budgétaire nationale réformée (voir la recommandation de novembre 2015 à ce sujet et les propositions de modification présentées en septembre dernier).

### Les prévisions macroéconomiques

- Compléter les projections macroéconomiques par **des analyses de sensibilité adaptées et des scénarios alternatifs** permettant d'évaluer les risques plus spécifiques de l'économie luxembourgeoise liés notamment à l'évolution du secteur financier.
- Se mettre d'accord sur **une méthode de calcul** qui sera utilisée par tous les acteurs intervenants dans la gouvernance budgétaire nationale **pour déterminer le PIB potentiel**, l'écart de production et, partant, le solde structurel.

### Les finances publiques

- Retenir dans le cadre de la prochaine LPFP 2016-2020 (gouvernance budgétaire nationale) **un objectif budgétaire à moyen terme plus ambitieux que l'OMT de -0,5% du PIB** inscrit dans le PSC 2016-2020 (gouvernance budgétaire européenne)
- Traiter le sujet de la **nouvelle hypothèse démographique** (population de 1,1 million en 2060) de manière intégrée afin de vérifier si la soutenabilité à long terme des finances publiques est toujours assurée.
- Appliquer la loi du 12 juillet 2014 en arrêtant dans le cadre de la LPFP 2016-2020 des **montants maximaux annuels pour les dépenses de l'administration centrale**.
- Procéder à une **étude sur les origines des divergences entre prévisions budgétaires et chiffres réalisés** afin de corriger d'éventuels biais systématiques dans l'élaboration des projections de finances publiques.
- Assurer un **examen systématique** et régulier de la stratégie d'assainissement des finances publiques, dont une actualisation **de la mise en œuvre du "Zukunftspak"**.

### La dette publique

- Assurer que l'objectif **d'un plafond de 30% du PIB soit également assuré sur le long-terme**.

## Récapitulatif des recommandations du CNFP de novembre 2015

*En date de présentation de la présente évaluation, le Gouvernement n'a pas encore répondu à ces recommandations de novembre 2015.*

### Concernant le Conseil national des finances publiques

- Prise en considération des propositions de modification de la loi du 12 juillet 2014 pour assurer **le bon fonctionnement du CNFP** en plein respect de son statut d'indépendance.

### Concernant les règles de forme pour la LPFP 2015-2019

- **Redressement des points considérés « non-conformes »** à la loi du 12 juillet 2014 dans le cadre de la procédure budgétaire actuellement en cours.
- **Renforcement du cadre budgétaire à moyen terme** suivant les observations formulées au chapitre 2.3 de la présente évaluation.

### Concernant les prévisions macroéconomiques

- Elaboration d'un **scénario macroéconomique cohérent** et affichage complet dans le cadre de la documentation budgétaire.
- Réalisation systématique et publication d'**analyses de sensibilité pour le scénario macroéconomique** central en fonction de différentes hypothèses, et ce dans le cadre de la documentation budgétaire.
- Application des **exigences de la directive 2011/UE/85** relatives aux cadres budgétaires, notamment par la prise en considération des données macroéconomiques les plus récentes.
- Adoption d'une **approche stable, uniforme et cohérente pour la détermination de l'écart de production**.
- Mise en place d'un **groupe de travail technique** visant à dégager une approche unique pour la détermination et pour l'évaluation du **solde structurel**.

### Concernant les finances publiques

- **Respect strict des règles budgétaires découlant de la loi du 12 juillet 2014**, en assurant le respect de l'OMT, le respect du plafond des dépenses de l'administration centrale (à inscrire dans la loi) et le respect de la règle sur la variation annuelle des dépenses publiques du Pacte de stabilité et de croissance.
- Affichage complet des données de finances publiques pour les administrations publiques consolidées ainsi que pour tous les 3 sous-secteurs, avec précision des différentes catégories de recettes et de dépenses (suivant SEC).
- Présentation d'une **analyse ex post systématique de l'évolution passée** dans la documentation budgétaire, et ce pour tous les sous-secteurs ainsi que pour les administrations publiques consolidées.
- **Explications circonstanciées des révisions apportées aux projections** de recettes et de dépenses entre deux lois de programmation financière pluriannuelle successives.
- Présentation des **hypothèses sous-jacentes aux recettes et aux dépenses** et élaboration systématique d'**analyses de sensibilité pour les projections budgétaires** correspondantes.
- Présentation de l'état d'avancement de la mise en oeuvre du **Zukunftspak** dans la documentation budgétaire.

### Concernant la dette publique

- Affichage complet des **facteurs influençant l'évolution de la dette publique** et présentation des grandes lignes de la **stratégie d'endettement à moyen terme**.



## 1. INTRODUCTION

1. **Le Conseil national des finances publiques (CNFP) présente désormais sa troisième « Evaluation des Finances Publiques » du Luxembourg.** Après avoir présenté une première évaluation<sup>1</sup> début juin 2015 sur la base du *Programme de stabilité et de croissance pour la période 2015 à 2019* (PSC 2015-2019), le CNFP avait procédé à sa deuxième « Evaluation des Finances Publiques » dans le cadre de la procédure budgétaire nationale en 2015, en se basant sur le *projet de budget pour 2016* ainsi que sur le *projet de loi de programmation financière pluriannuelle pour la période 2015-2019* (« LPFP 2015-2019 »).
2. **La présente « Evaluation des Finances Publiques » prend en considération les orientations macroéconomiques et budgétaires pluriannuelles qui sont exposées dans le *Programme de stabilité et de croissance pour la période 2016-2020* (« PSC 2016-2020 »)**<sup>2</sup>. Le PSC 2016-2020 a été présenté à la Chambre des Députés le 27 avril 2016 et il a été transmis à la Commission européenne le 29 avril 2016 dans le cadre du Semestre européen. La présente évaluation tient également compte de certaines précisions qui ont été fournies dans une « *Annexe nationale* » ayant accompagné le PSC 2016-2020<sup>3</sup>.
3. **Une évaluation complète et exhaustive exige la prise en considération des données les plus récentes.** A cet effet, la présente évaluation tient compte des chiffres budgétaires de la « notification EDP »<sup>4</sup> que le Luxembourg a transmis à la Commission européenne en date du 1<sup>er</sup> avril 2016 et elle prend également en considération les statistiques macroéconomiques issues de la comptabilité nationale et publiées par le STATEC fin mars<sup>5</sup>. Il est également tenu compte des plus récentes analyses de la Commission européenne<sup>6</sup>, du Fonds monétaire international (FMI)<sup>7</sup> ainsi que de l'OCDE<sup>8</sup>.
4. **Cette troisième évaluation s'inscrit toujours dans un contexte dans lequel il existe des incertitudes sur la nature du cadre budgétaire pluriannuel du Luxembourg.** Le chapitre 2 revient ainsi sur la dimension pluriannuelle et nationale de la gouvernance budgétaire qui a été mise en place par la loi du 12 juillet 2014 et présente quelques réflexions en la matière.
5. **Le CNFP procède à une évaluation des prévisions macroéconomiques qui sont à la base de la trajectoire pluriannuelle des finances publiques du PSC 2016-2020 (chapitre 3).** Le présent document passe en revue les hypothèses retenues en ce qui concerne le contexte international ainsi que la situation économique, actuelle et projetée, du Grand-Duché. Les récentes prévisions établies par le STATEC ainsi que les estimations du produit intérieur brut (PIB) pour les années écoulées ont connu des révisions importantes au cours des derniers mois, et ce de manière plus importante encore que par le passé. Cela requiert une évaluation indépendante approfondie que le CNFP n'est cependant pas encore en mesure d'entamer vu les limites qui lui sont imposées au niveau de ses ressources.
6. **Conformément à la loi du 12 juillet 2014, l'évaluation des finances publiques proprement dite s'articule autour de l'examen du respect des règles budgétaires nationales dont la vérification incombe au CNFP.** Au chapitre 4, le CNFP revient ainsi brièvement sur l'exécution budgétaire en 2015, avant de fournir une appréciation de l'évolution des finances publiques pour l'exercice 2016 en cours. L'évaluation porte en outre sur les *orientations pluriannuelles* pour les années 2017 à 2020. A cela s'ajoute, au chapitre 5, une appréciation de l'évolution de la dette publique qui découle des prévisions budgétaires.

<sup>1</sup> cf. <http://www.cnfp.lu/fr/evaluations/2015/06/evaluation-01/index.html>.

<sup>2</sup> Le document est officiellement intitulé « 17<sup>e</sup> actualisation du programme de stabilité et de croissance du Grand-Duché de Luxembourg pour la période 2016-2020 ».

<sup>3</sup> Les documents afférents peuvent être téléchargés sur le site internet du Ministère des Finances à la page suivante : [http://www.mf.public.lu/actualites/2016/04/prog\\_stabilite\\_croissance\\_290416/index.html](http://www.mf.public.lu/actualites/2016/04/prog_stabilite_croissance_290416/index.html).

<sup>4</sup> Notification à fournir à la Commission européenne et à Eurostat le 1<sup>er</sup> avril et le 1<sup>er</sup> octobre de chaque année aux termes du règlement (CE) n° 479/2009 du Conseil du 25 mai 2009 relatif à l'application du protocole sur la procédure concernant les déficits excessifs annexés au traité instituant la Communauté européenne.

<sup>5</sup> Dans la mesure où elles n'ont pas été intégrées dans la documentation budgétaire.

<sup>6</sup> Notamment le « Spring 2016 Economic Forecast » publié le 3 mai 2016 : [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/eeip/pdf/ip025\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip025_en.pdf).

<sup>7</sup> Rapport 2016 du FMI au titre de l'Article IV : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16118.pdf>.

<sup>8</sup> « Perspectives économiques globales », Juin 2016, OCDE : <http://www.oecd.org/fr/economie/perspectives-economiques.htm>.

7. **La présente évaluation ne contient pas de chapitre dédié à la soutenabilité à long terme – faute d’éléments foncièrement nouveaux dans le PSC 2016-2020 – et les réflexions du CNFP présentées précédemment gardent toute leur validité.** Le CNFP y revient cependant, dans le cadre de son examen sur l’évaluation des finances publiques et de la dette publique, sur le sujet de l’objectif budgétaire à moyen terme (OMT) ainsi que sur les défis structurels pour la soutenabilité à long terme des finances publiques, notamment en ce qui concerne la Sécurité sociale. Le lecteur est toutefois également renvoyé à une note de réflexion que le CNFP avait publiée en avril dernier (cf. annexe 2)<sup>9</sup> et son évaluation de juin 2015<sup>10</sup> dans laquelle il avait soulevé les défis découlant de l’adaptation des projections démographiques à l’horizon 2060. Au vu de la complexité et de l’importance du sujet de la viabilité à long terme dans le cas du Luxembourg, le CNFP envisage d’ailleurs d’élaborer une étude circonstanciée en la matière.

---

<sup>9</sup> Voir Annexe 2. Lien vers le site du CNFP : <http://www.cnfp.lu/fr/actualites/2016/04/01-OMT/index.html> .

<sup>10</sup> Chapitre 6, Évaluation des Finances Publiques, Juin 2015 : <http://www.cnfp.lu/fr/evaluations/2015/06/evaluation-01/3-evaluation-cnfp-juin2015.pdf> .



## 2. Le cadre de gouvernance budgétaire

### 2.1 La dimension pluriannuelle

8. **La dimension pluriannuelle de l'organisation des finances publiques est l'une des innovations principales découlant de la loi du 12 juillet 2014 relative à la coordination et à la gouvernance des finances publiques.** Alors que par le passé la planification pluriannuelle portait pour l'essentiel sur les dépenses d'investissement de l'Etat, les réformes adoptées au niveau européen, national et communal ont successivement étendu la dimension pluriannuelle de la planification budgétaire. Dans ce contexte, il y a lieu de noter que le PSC 2016-2020 est avant tout un outil consacré à la coordination économique et budgétaire sur le plan européen, alors que la « *loi de programmation budgétaire financière pluriannuelle* » (« LPFP ») a été introduite comme instrument national pour définir les orientations budgétaires sur le moyen terme, y compris l'objectif budgétaire à moyen terme (« OMT »).
9. **Le « découplage » du volet pluriannuel par rapport au budget purement annuel a été désormais lancé, comme recommandé par le CNFP, et cette première étape qui vient d'être entamée pourrait utilement être suivie par l'avancement du projet de LPFP dans le calendrier annuel dès l'année prochaine.** L'expérience découlant des débats qui ont eu lieu autour des LPFP en automne 2014 et en automne 2015 avait, entre autres, révélé qu'une discussion consacrée aux enjeux à moyen terme en matière budgétaire et économique n'est que difficilement réalisable, si ces questions sont traitées de façon simultanée avec l'examen du projet de budget pour l'année à venir. Une première étape importante a été franchie cette année-ci par l'ajout d'une « *Annexe nationale* » au PSC 2016-2020 qui pourrait former dès l'année prochaine la base nécessaire pour articuler un projet de LPFP, et ce en même temps que le PSC. Une telle mesure irait dans le sens d'une meilleure utilisation de l'outil stratégique qu'est le cadre budgétaire à moyen terme et permettrait à tous les intervenants de se focaliser entièrement sur le projet de budget pour l'année à venir dans la deuxième moitié de l'année et d'organiser la dimension pluriannuelle au printemps de chaque année.
10. **De manière plus générale, la portée ainsi que la finalité des LPFP dans le contexte de l'organisation pluriannuelle des finances publiques méritent d'être clarifiées.** Il convient toutefois de noter qu'il existe une série d'approches divergentes dans les Etats membres de l'UE pour aménager la dimension pluriannuelle de l'organisation des finances publiques, chaque approche présentant ses avantages et ses inconvénients dans le contexte particulier de chaque pays<sup>11</sup>. Au Luxembourg, il a été opté pour une approche qui mériterait encore d'être clarifiée, voire complétée, à plusieurs égards, au vu de l'expérience des deux premières LPFP adoptées en 2014 et 2015. Les éléments pouvant bénéficier de clarification sont notamment les suivants :
- i) le caractère contraignant d'une loi de programmation financière pluriannuelle (LPFP);
  - ii) l'articulation entre une LPFP et les budgets annuels ;
  - iii) le passage d'une LPFP à l'autre et la coexistence de plusieurs LPFP dans la législation<sup>12</sup> ;
  - iv) le degré de détail devant figurer dans la loi de programmation pluriannuelle ;
  - v) le rôle des objectifs arrêtés dans la loi et leur vérification systématique ;
  - vi) la fixation de l'OMT dans la LPFP ;
  - vii) l'articulation entre les règles budgétaires nationales et les règles européennes ;
  - viii) l'adoption de plafonds pour les dépenses de l'administration centrale ;
  - ix) les conséquences d'un non-respect du plafond de dépenses ;
  - x) la coordination entre les différents sous-secteurs des administrations publiques ;
  - xi) le rôle des différents intervenants dans la gouvernance budgétaire, dont notamment le CNFP.

En l'absence de clarifications complémentaires, l'apport des LPFP dans la gouvernance budgétaire nationale du Luxembourg – au-delà de la « *vision globale et pluriannuelle* »<sup>13</sup> – demeure imprécis et peu compréhensible à l'heure actuelle.

<sup>11</sup> Un récent « *discussion paper* » de la Commission européenne présente une analyse comparative détaillée des « cadres budgétaires à moyen terme » en Europe. Le document peut être téléchargé ici : [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/eedp/pdf/dp021\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eedp/pdf/dp021_en.pdf).

<sup>12</sup> Etant donné notamment que la LPFP 2014-2018 n'a pas été abrogée.

<sup>13</sup> « *Le principal mérite des lois de programmation financière réside dans le fait qu'elles présentent une vision globale ainsi qu'une vision pluriannuelle des finances des 3 secteurs de l'Administration publique.* » : Page 2, Annexe nationale au PSC 2016-2020.

## 2.2 Le Conseil national des finances publiques

### Rôle du CNFP dans la gouvernance budgétaire nationale

11. **La création du CNFP s'inscrit dans une série de réformes entamées au cours des dernières années sur le plan européen qui donne désormais une dimension nationale à la gouvernance budgétaire et économique**, coexistant en parallèle à la gouvernance budgétaire européenne qui, elle, est encadrée par la Commission européenne. Avec la signature du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire (« TSCG », plus connu sous la dénomination « *Pacte budgétaire* » ou « *Fiscal Compact* »), sa ratification par la Chambre des Députés par la loi du 29 mars 2013 ainsi que sa transposition en droit national par la loi du 12 juillet 2014 relative à la coordination et à la gouvernance des finances publiques, le Luxembourg dispose désormais d'une gouvernance budgétaire nationale, avec des règles budgétaires nationales et un organe de surveillance nationale chargé de la vérification de ces règles. Il convient dès lors de relever l'existence concomitante de ces deux cadres de gouvernance distincts à respecter par les autorités budgétaires, dont l'un tire son origine du *Pacte de stabilité et de croissance* (dont la surveillance est assurée par la Commission) et l'autre du *Pacte budgétaire* ainsi que de la *loi du 12 juillet 2014* (dont la surveillance est assurée par le CNFP).
12. **Compte tenu du rôle qui lui est conféré par la loi et les textes européens, il importe notamment de clarifier la place du CNFP ainsi que la portée de ses évaluations dans le cadre de la gouvernance budgétaire nationale réformée.** Les incertitudes y relatives s'étaient légèrement dissipées suite à une lettre du Ministre des Finances en date du 14 octobre 2015 dans laquelle il a pris position par rapport aux recommandations formulées par le CNFP dans sa première évaluation de juin 2015<sup>14</sup>. La deuxième évaluation du CNFP est cependant restée sans réponse formelle de la part des autorités budgétaires (Gouvernement et Chambre des Députés). Le CNFP continue d'ailleurs de déplorer l'absence d'une procédure plus formelle de type « *comply-or-explain* ». Il invite dès lors les autorités à mettre en place une procédure formalisée, s'appuyant sur une base légale appropriée, pour assurer que les avis du CNFP soient dûment pris en compte à l'avenir.

### Fonctionnement

13. **La mise en place d'une structure efficace accompagnant le CNFP dans l'accomplissement de ses missions continue à connaître des retards importants en raison notamment des imprécisions de la loi du 12 juillet 2014.** Plusieurs insuffisances ont été rencontrées depuis la création du CNFP et ces obstacles ont essentiellement trait à la question des ressources humaines, des moyens financiers et de l'accès aux données, hypothèses et informations.
14. **Afin de combler les insuffisances constatées, le CNFP a soumis en septembre 2015 une proposition de modification de la loi au Ministère des Finances ainsi qu'à la Chambre des Députées et il espère que celle-ci trouvera son entrée dans le processus législatif aussitôt que possible.** Le projet proposé vise à compléter la loi du 12 juillet 2014 à plusieurs égards afin d'assurer à la fois un fonctionnement plus efficace et un meilleur respect du caractère indépendant du CNFP. La modification proposée comporte également la mise en place d'une procédure formelle du type « *comply-or-explain* ».

---

<sup>14</sup> Le CNFP a pris position par rapport aux réponses du Ministère des Finances dans un document qui peut être consulté à la page suivante : <http://www.cnfp.lu/fr/actualites/2015/10/01-comply/index.html>.

## Relations institutionnelles

15. **En tant qu'acteur agissant sur le plan national, le CNFP présente ses avis aux principaux acteurs politiques en charge des finances publiques.** Les deux premières évaluations du CNFP ont en effet été présentées à la Commission des Finances et du Budget de la Chambre des Députés. Une présentation a également eu lieu au Ministère des Finances dans le cadre de la première évaluation réalisée par le CNFP.
16. **Le CNFP attache aussi une grande importance à l'échange avec les partenaires sociaux par le biais du Conseil économique et social (CES).** Après avoir procédé à la présentation de ses deux évaluations devant les membres du CES en juin et en novembre 2015, un nouvel échange de vues est également programmé dans le contexte de la présente évaluation afin de renforcer la coopération avec le CES et de promouvoir le dialogue sur les finances publiques.
17. **L'expérience de la première année de fonctionnement du CNFP semble avoir témoigné de l'utilité qu'une analyse factuelle et indépendante peut apporter aux débats publics sur les finances publiques.** Le CNFP se réjouit en particulier des nombreux échanges qui ont eu lieu et des réactions obtenues en réponse à ses deux premières évaluations, confirmant de la sorte la valeur ajoutée qu'un organisme national indépendant, « plus proche du terrain » qu'une organisation internationale, peut apporter.

## Affaires internationales

18. **Sur le plan international, le CNFP continue de collaborer dans le « Network of EU Independent Fiscal Institutions » qui réunit les conseils budgétaires nationaux de 23 pays.** Ce réseau était initialement conçu pour offrir une plateforme d'échanges informels entre les différentes institutions indépendantes, mais le « Network » s'est graduellement donné une structure plus formelle pour discuter des sujets ayant trait à la gouvernance budgétaire et pour pouvoir arrêter et défendre des positions communes en la matière devant les instances européennes et nationales compétentes.
19. **Le « Network » a réalisé d'importantes avancées depuis sa création.** Les initiatives communes ont ainsi abouti à un meilleur accès à l'information au niveau de l'UE et à l'organisation de réunions à haut niveau entre conseils budgétaires indépendants et représentants des Ministères des Finances. Le « Network » a également élaboré des premières positions communes (i) sur des normes minimales en ce qui concerne le fonctionnement des institutions budgétaires indépendantes (cf. encadré ci-dessous)<sup>15</sup>, (ii) sur le fonctionnement des cadres budgétaires à moyen terme<sup>16</sup> et (iii) sur l'application du Pacte budgétaire ainsi que du Pacte de stabilité et de croissance<sup>17</sup>.

### *Des normes minimales pour le fonctionnement des Institutions Budgétaires Indépendantes<sup>15</sup>*

*La mise en place des conseils indépendants à travers l'UE figure parmi les principales innovations décidées au fil des dernières années en matière de gouvernance budgétaire. En raison de l'hétérogénéité des mandats qui sont conférés à ces institutions ainsi qu'en raison des cultures administratives et politiques différentes dans les différents pays, définir des normes uniformes pour le fonctionnement n'est pas nécessairement souhaitable.*

*C'est pour cela que le « Network » propose de définir des exigences ou normes minimales qui sont destinés à garantir un fonctionnement efficace et à la hauteur des missions attribuées aux institutions budgétaires indépendantes.*

*Les normes minimales s'articulent en particulier autour des éléments suivants :*

- un niveau adéquat de ressources et de flexibilité en matière de gestion ;*
- un accès étendu et en temps opportun à l'information ;*
- la mise en œuvre effective du principe de « comply-or-explain » ;*
- des protections contre l'immixtion politique.*

<sup>15</sup> <http://www.euifis.eu/eng/fiscal/127/minimum-standards-for-independent-fiscal-institutions> .

<sup>16</sup> <http://www.euifis.eu/eng/fiscal/131/strengthening-medium-term-budgetary-frameworks> .

<sup>17</sup> <http://www.euifis.eu/eng/fiscal/132/facilitating-the-implementation-of-the-fc-and-the-sgp-by-euifis> .

20. **La Commission européenne a par ailleurs annoncé la mise en place d'un « Comité budgétaire européen » pour septembre 2016.** La mise en place d'un tel comité fait notamment suite au « Rapport des 5 Présidents » qui a été présenté en 2015. Ce Comité européen aura pour mission d'évaluer la mise en œuvre du cadre budgétaire de l'UE, de façon indépendante de la Commission européenne et en coopération notamment avec les conseils budgétaires nationaux. Il y a lieu de noter que l'action du « Network » se concentre principalement sur la défense des intérêts des conseils nationaux dont l'atout principal est leur ancrage dans le paysage institutionnel national et leur indépendance envers toutes les autres autorités européennes et nationales.

# EVALUATION

### 3. Les prévisions macroéconomiques

#### 3.1 Considérations générales

21. **En raison de ses ressources limitées, le CNFP n'est pas en mesure de réaliser une évaluation approfondie des prévisions macroéconomiques, au sens de la mission qui lui incombe au titre de la loi du 12 juillet 2014.**

Il convient donc de souligner que le **CNFP n'établit pas ses propres prévisions**, mais qu'il analyse ici simplement les prévisions établies par les autorités compétentes en la matière (Ministère des Finances, STATEC) telle qu'elles ont été présentées dans le cadre du PSC 2016-2020

22. **Selon le PSC 2016-2020, les prévisions tiennent compte des dernières informations disponibles jusqu'à la date du 6 avril 2016.** Le CNFP note que le STATEC a cependant présenté des chiffres actualisés deux semaines seulement après la publication du PSC 2016-2020, dans le cadre de sa *Note de Conjoncture 1-2016* (NDC 1-2016)<sup>18</sup>.
23. **Les prévisions économiques ne semblent par ailleurs pas intégrer l'effet économique des allègements fiscaux annoncés pour le 1<sup>er</sup> janvier 2017.** En effet, la prise en compte d'éventuels effets de second tour sur l'activité économique, et partant sur les finances publiques, s'impose cependant compte tenu de l'envergure de la « réforme fiscale ». Le PSC 2016-2020 semble cependant, selon les précisions qui y sont apportées, ne pas tenir compte de tels effets.
24. **L'appréciation des prévisions macroéconomiques pourraient bénéficier d'analyses de sensibilité plus adaptées à la situation particulière du Luxembourg.** Même si le PSC 2016-2020 énumère plusieurs risques susceptibles d'impacter le scénario macroéconomique central qui est retenu, il faut noter que le PSC ne comporte malheureusement ni une quantification des risques afférents, ni des scénarios alternatifs articulés autour de ces risques. Le PSC 2016-2020 se borne à présenter une analyse de sensibilité qui est construite à partir d'hypothèses alternatives pour ce qui est de la croissance en zone euro. Les risques auxquels le Luxembourg est confronté sont cependant bien plus spécifiques qu'un choc sur la croissance en zone euro. Il conviendrait dès lors de présenter, dans le cadre des prochains PSC et LPFP, des scénarios alternatifs permettant d'évaluer les risques spécifiques qui se présentent pour le Luxembourg et qui sont notamment liés à l'évolution du secteur financier.

---

<sup>18</sup> <http://www.statistiques.public.lu/catalogue-publications/note-conjoncture/2016/PDF-NDC-01-16.pdf> .

### ***Les prévisions les plus récentes des institutions internationales pour la zone euro***

Selon le Fonds monétaire international, « la reprise de l'économie mondiale se poursuit, mais elle est toujours plus lente et de plus en plus fragile ». Au niveau de la zone euro, la reprise serait avant tout soutenue par l'affermissement de la demande intérieure, tandis que l'environnement international, de manière générale, pourrait constituer un frein pour le développement de l'activité économique en Europe. Le FMI table ainsi sur une croissance réelle de 1,5% en zone euro pour 2016, ce qui représente une diminution de 0,1 point par rapport à la croissance en 2015, et, pour 2017, il admet une croissance de 1,6%. Par rapport à ses prévisions d'octobre 2015, il s'agit d'une révision à la baisse de 0,1 point en 2016 et en 2017. A moyen terme, soit à l'horizon 2021, le FMI table sur une croissance réelle de 1,5% au sein de la zone euro.

Selon la Commission européenne, « l'Union européenne devrait continuer à enregistrer une croissance économique modérée, étant donné que les performances de ses principaux partenaires commerciaux se sont détériorées et que les effets des facteurs jusqu'ici favorables commencent à s'estomper ». Selon les prévisions de printemps de la Commission européenne, la croissance au niveau de la zone euro atteindra 1,6 % en 2016 et 1,8 % en 2017, contre 1,7 % en 2015. Compte tenu de l'environnement international, et surtout en raison d'un repli annoncé au niveau des marchés émergents, la Commission estime que les exportations nettes de la zone euro devraient freiner la croissance en 2016 avant de devenir neutres en 2017. Par conséquent, la croissance en zone euro sera pour l'essentiel portée par la demande intérieure à court terme. La Commission n'établit d'ailleurs pas de prévisions à moyen terme, mais elle estime actuellement la croissance potentielle à 1,1% en zone euro.

Selon l'OCDE, « l'économie mondiale est prise au piège d'une croissance molle qui nécessitera de recourir de manière plus large et mieux coordonnée aux politiques budgétaires, monétaires et structurelles pour qu'il soit possible de s'orienter vers une trajectoire de croissance plus vigoureuse et de veiller à ce que les promesses faites aux générations actuelles et futures puissent être honorées ». La zone euro est estimée connaître une lente amélioration et l'activité économique devrait y progresser de 1,6 % en 2016, soit légèrement mieux que prévue précédemment, et de 1,7 % en 2017. L'OCDE estime donc que la reprise modérée actuellement en cours devrait se poursuivre. La poursuite des politiques de relance monétaire et la faiblesse des prix du pétrole conforteront la demande intérieure, mais le ralentissement des économies émergentes pèsera sur les exportations.

**Tableau récapitulatif**

	Croissance réelle					Inflation			Chômage		
	2015	2016	2017	...	2021	2015	2016	2017	2015	2016	2017
<b>FMI</b>											
Zone Euro	1.6%	1.5%	1.6%		1.5%	0.0%	0.4%	1.1%	10.9%	10.3%	9.9%
USA	2.4%	2.4%	2.5%		2.0%	0.1%	0.8%	1.5%	5.3%	4.9%	4.8%
Monde	3.1%	3.2%	3.5%		3.9%	...	...	...	...	...	...
<b>Commission européenne</b>											
Zone Euro	1.7%	1.6%	1.8%		...	0.0%	0.2%	1.4%	10.9%	10.3%	9.9%
USA	2.4%	2.3%	2.2%		...	0.1%	1.2%	2.2%	5.3%	4.8%	4.5%
Monde	3.0%	3.1%	3.4%		...	...	...	...	...	...	...
<b>OCDE</b>											
Zone Euro	1.6%	1.6%	1.7%		...	0.0%	0.2%	1.2%	10.8%	10.2%	9.8%
USA	2.4%	1.8%	2.2%		...	0.3%	1.0%	1.8%	5.3%	5.0%	4.7%
Monde	2.1%	1.8%	2.1%		...	0.7%	1.1%	1.8%	6.8%	6.4%	6.2%

Source: FMI, Commission européenne, OCDE.

### 3.2 Hypothèses de base exogènes pour le PSC 2016-2020

*Principales hypothèses exogènes*

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB zone euro (% vol.)	1.6	1.4	1.7	1.6	1.5	1.3
Indice boursier européen (%, variation annuelle)	9.5	-10.0	<i>pas indiqué - cf. point 27</i>			
Prix pétroliers (USD/baril)	52.4	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2
Taux de change (EUR/USD)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Taux d'intérêt court-terme	0.2	0.2	0.2	0.7	1.5	2.0
Taux d'intérêt long-terme	1.3	1.5	1.6	1.9	2.8	3.5

Source : PSC 2016-2020, NDC 1-2016.

25. De manière générale, l'environnement international assumé ainsi que les hypothèses techniques retenues mériteraient d'être décrits plus en détail. Comme petite économie ouverte et spécialisée, le Luxembourg dépend de façon importante de l'évolution conjoncturelle à l'échelle internationale ainsi que des hypothèses purement techniques qui sont admises dans l'élaboration des prévisions. Une présentation plus circonstanciée des principales hypothèses exogènes<sup>19</sup> permettrait ainsi de mieux comprendre les nombreuses interrelations et d'appréhender la sensibilité du scénario principal par rapport aux hypothèses qui sont supposées.
26. L'hypothèse de croissance en zone euro retenue dans le scénario principal du PSC 2016-2020 peut être qualifiée de prudente pour 2016 et en ligne avec les organisations internationales pour 2017. Le scénario est également prudent pour le moyen terme comme un ralentissement graduel de la croissance est projeté d'ici la fin de l'horizon de projection en 2020. L'hypothèse de croissance pour la zone euro retenue dans le PSC 2016-20 est de 1,4% en 2016 (contre 1,5% en 2015), suivie d'une légère reprise à un taux de croissance de 1,7% en 2017. Sur le moyen terme, le PSC 2016-2020 table sur un affaiblissement graduel de la croissance.
27. Selon le STATEC, qui qualifie l'évolution de l'indice boursier européen comme « élément charnière des hypothèses de prévision »<sup>20</sup>, l'indice Eurostoxx50 est supposé connaître une baisse de 10%<sup>21</sup> sur l'année 2016. Comme il ressort du tableau ci-dessus, à l'exception du taux de variation de l'indice boursier admis pour 2016, les hypothèses et surtout leur profil à moyen terme ne sont pas davantage explicités dans le PSC 2016-2020. Sur la base des informations mises à disposition du CNFP, il se trouve néanmoins que le profil qui est admis pour l'évolution de l'Eurostoxx50 est relativement irrégulier et elle affiche une croissance moyenne de +1,7% par an sur la période 2017-2020.
28. Les hypothèses retenues en ce qui concerne les prix pétroliers, le taux de change euro/dollar ainsi que les taux d'intérêt doivent être considérées comme hypothèses purement techniques, c.à.d. qu'il ne s'agit pas d'une prévision mais plutôt d'une simple hypothèse de travail. En ce qui concerne le cours du pétrole et le taux de change, il est supposé que le niveau observé en avril 2016 se maintient sur toute la période sous considération – des trajectoires alternatives ne sont pourtant pas présentées pour appréhender la sensibilité du scénario central par rapport à ces hypothèses. En ce qui concerne les taux d'intérêt, le PSC 2016-2020 note qu'une sortie progressive de l'actuelle politique monétaire accommodante est supposée avoir lieu à partir de 2018. Il ne ressort toutefois pas des explications du PSC 2016-2020 s'il agit de taux dits « forward » constatés sur les marchés financiers et à quelle échéance les taux se rapportent. De manière générale, il pourrait notamment s'avérer utile de présenter de plus amples précisions à l'égard des hypothèses techniques qui sont admises<sup>22</sup>.

<sup>19</sup> Le CNFP note cependant que ces hypothèses sont discutées de façon plus détaillée dans la NDC 1-2016. Comme le scénario macroéconomique qui y est présenté n'est pas identique à celui du PSC, il serait utile cependant d'inclure des explications comparables dans le PSC.

<sup>20</sup> Page 17, Note de Conjoncture 1-2016, STATEC.

<sup>21</sup> Évalué par rapport à la valeur moyenne de l'indice sur une année donnée.

<sup>22</sup> A l'instar des précisions qui sont régulièrement apportées dans le même contexte dans les prévisions de la Commission européenne, cf. pp. 61-62 du « Spring 2016 Economic Forecast ».



### ***Les principaux risques identifiés par le STATEC***

D'après les précisions qui sont apportées dans la Note de Conjoncture 1-2016, le STATEC soulève en particulier les risques ci-après :

#### **1) La croissance des pays développés**

*« Malgré un bon premier trimestre 2016 pour les principales économies européennes, certains indicateurs de confiance semblent montrer une baisse, suggérant une forte incertitude concernant les perspectives économiques dans l'Union européenne »*

#### **2) La croissance des pays émergents**

*« Dans le cadre d'un ralentissement plus important que prévu de la Chine ou d'une récession plus marquée dans les pays d'Amérique latine ..., il en résulterait une détérioration plus importante de la demande mondiale et indirectement de la croissance des exportations dans la zone euro et au Luxembourg. »*

#### **3) La possibilité du retour de la volatilité sur les bourses**

*« Ce phénomène contribuerait à saper davantage la confiance et à affaiblir le patrimoine financier des banques et des entreprises. En conséquence, l'investissement provenant du secteur privé pourrait continuer sa baisse et déprimer en retour la croissance économique future. »*

#### **4) Risques politiques et démographiques**

- *« L'éventuelle sortie de la Grande-Bretagne de l'UE. »*
- *« La crise migratoire et ses conséquences ... politiques. »*
- *« Les récentes vagues d'instabilité politique dans certains pays de l'Union européenne. »*

Source : Note de Conjoncture 1-2016, STATEC.

**29. Comparé aux projections des institutions internationales, le scénario qui est admis pour la croissance en Europe est légèrement moins favorable à court et à moyen terme.** En particulier, il y a lieu de relever les éléments suivants :

- i) L'hypothèse de croissance en zone euro pour 2016 est plus pessimiste que celle des institutions internationales. Le léger rebond prévu en 2017 aboutit cependant à des niveaux comparables à ceux projetés par les institutions internationales. Pour le moyen terme, le PSC 2016-2020 table sur un tassement de la croissance en zone euro jusqu'à 1,3% en 2020. En comparaison au FMI, seule institution à publier des projections à moyen terme, l'hypothèse admise par le STATEC doit être considérée comme légèrement pessimiste.
- ii) En ce qui concerne l'indice boursier européen Eurostoxx50, il y a lieu de noter que les institutions internationales ne procèdent typiquement pas à l'établissement de prévisions correspondantes. Comme le scénario de croissance esquissé pour le Luxembourg dépend très fortement de l'évolution de l'indice boursier, il pourrait s'avérer utile de comparer l'hypothèse du STATEC à d'autres sources de prévisions (explicites ou implicites) afin d'examiner la plausibilité des hypothèses retenues. De manière générale, il convient cependant de noter la difficulté d'établir des prévisions pour l'évolution de la bourse sur plusieurs années consécutives. Les projections à moyen terme sont dès lors à traiter avec la prudence qui s'impose (cf. encadré pp. 28-29).
- iii) Les hypothèses techniques varient légèrement selon les différentes institutions internationales. Elles reposent typiquement sur une approche comparable à celle du STATEC, à savoir un recours à des prix ou taux « forward » ou « futures » déterminés sur les marchés financiers ou des prix/taux figés sur toute la période.

**30. En comparaison aux hypothèses établies pour la LPFP 2015-2019 et le budget 2016, le PSC 2016-2020 est basé sur un scénario de croissance en Europe significativement moins dynamique à court terme, tandis que sur le moyen terme l'activité économique est supposée se développer plus favorablement que prévu précédemment. Des hypothèses techniques importantes comme le prix du pétrole se voient d'ailleurs considérablement adaptées. En particulier, il y a lieu de relever les faits suivants :**

- i) La croissance en zone euro en 2016 connaît une révision à la baisse relativement importante, de 1,9% à désormais 1,4%. Sur le moyen terme, et plus précisément pour la période 2017-2019, la programmation budgétaire de l'automne dernier tablait encore sur une croissance moyenne de 1,4% l'an, alors que le PSC 2016-2020 admet désormais une croissance moyenne de 1,6% sur la même période.
- ii) L'hypothèse concernant l'évolution de l'indice boursier européen est significativement révisée vers le bas pour 2016, des +7,5% prévus encore dans le projet de budget pour 2016 à désormais -10,0%. Sur le moyen terme, le PSC 2016-2020 ne présente pas de données pertinentes. Or, sur la base des informations mises à disposition du CNFP, la croissance moyenne sur la période 2017-2019 est légèrement plus favorable qu'admis dans le cadre de la programmation budgétaire de l'automne dernier (+3,5% contre +2,6% dans la LPFP 2014-2018).
- iii) En ce qui concerne les hypothèses techniques, il y a lieu de souligner la révision à la baisse significative des prix pétroliers. En effet, pour 2016, le prix qui est admis dans le PSC 2016-2020 est réduit de 22% par rapport à l'hypothèse retenue en automne 2015. Sur le moyen terme (2017-2019), la révision à la baisse est même de -42% en comparaison à la LPFP 2015-2019.

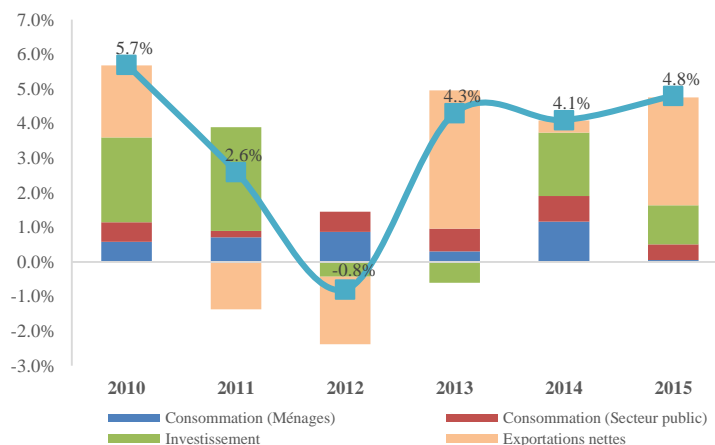
**31. En comparaison au PSC 2015-2019, il y a lieu de relever les faits suivants :**

- i) La croissance en zone euro en 2015 est revue à la hausse alors que, pour 2016, elle est significativement revue à la baisse (de +2,0% à désormais +1,4%). En ce qui concerne le moyen terme, on constate tout d'abord une légère révision à la hausse pour 2017 dans le PSC 2016-2020. L'amélioration momentanée est par la suite suivie d'un tassement à un taux de croissance de 1,4% d'ici 2020, taux qui était également admis en fin de période dans le PSC 2015-2019.
- ii) Comme l'évolution qui était supposée pour l'indice boursier européen dans la LPFP 2015-2019 et dans le budget 2016 restait plus ou moins inchangée par rapport au PSC 2015-2019, les constats sont identiques à ceux indiqués au point précédent.
- iii) En ce qui concerne les hypothèses techniques, ce sont aussi, et avant tout, les prix du pétrole qui se voient désormais significativement abaissés en comparaison au PSC 2015-2019.

### 3.3 Les prévisions macroéconomiques pour le Luxembourg

#### L'évolution récente de l'économie luxembourgeoise

Evolution du PIB en volume de 2010 à 2015



Source : STATEC, comptes nationaux.

32. Selon la première estimation présentée fin mars<sup>23</sup>, la croissance a été de +4,8% en 2015. La tendance positive pour l'économie a donc continué à se confirmer. Après la décélération qu'a connue l'activité au début des années 2010, une tendance positive s'est installée dès la fin de 2012, avec des taux de croissance atteignant à nouveau 4% et plus. Le PSC 2016-2020 ne présente cependant pas d'explication détaillée permettant de déchiffrer les origines de cette dynamique positive. L'annexe statistique du PSC 2016-2020 indique cependant que les  $\frac{2}{3}$  de la croissance de 4,8% en 2015 s'expliqueraient par le « commerce extérieur » (soit les exportations nettes de biens et de services). La bonne tenue du secteur financier, dont surtout l'industrie des fonds et les services financiers auxiliaires<sup>24</sup>, a sans doute fortement contribué à cette dynamique soutenue (cf. aussi encadré à la page suivante).
33. Le marché du travail s'est également porté mieux en 2015 et le taux d'inflation est en baisse par rapport à 2014. Les données pour le marché du travail luxembourgeois indiquent un taux de chômage en recul par rapport à 2014 (de 7,2% à 6,8%) et un taux de création d'emploi de 2,5% (contre 2,2% en 2014). En ce qui concerne l'inflation, la tendance baissière s'est poursuivie en 2015 avec un taux d'inflation moyen de 0,5%.
34. Un taux de croissance de 4,8% dépasse nettement l'hypothèse retenue pour l'élaboration du projet de budget pour 2015 qui tablait encore sur une croissance de 2,7%. Sur la base des données qui sont désormais disponibles, il s'agit dès lors d'un écart de 2,1 points de % entre la prévision sous-jacente au projet de budget et la plus récente estimation de mars 2016. Un constat comparable se dresse par ailleurs aussi au niveau de la croissance nominale (4,0% dans le budget contre 6,5%).
35. La croissance plus vigoureuse en 2015, en comparaison à la prévision du budget 2015, semble pour l'essentiel être due à des facteurs exogènes<sup>25</sup>. En passant en revue les hypothèses de base admises en automne 2014 pour l'élaboration de la prévision de croissance de 2,7%, il y a lieu de constater que (i) la croissance en zone euro avait été légèrement sous-estimée (1,4% au budget 2015 contre 1,6% réalisé), (ii)

<sup>23</sup> En effet, il convient de rappeler qu'il s'agit d'une toute première estimation qui fera encore très certainement l'objet de révisions à l'avenir.

<sup>24</sup> Dans la NDC 1-2016 (page 89), le STATEC note en particulier que les « *auxiliaires financiers représentent plus de 45% du secteur financier en termes d'excédent d'exploitation depuis 2010 (contre un peu plus de 30% en termes de valeur ajoutée).* » Enfin, il y est noté que « *l'excédent d'exploitation des auxiliaires financiers a notamment enregistré une progression impressionnante sur les dernières années (hausse de 120% entre 2008 et 2014, contre 55% pour les assurances et 10% pour l'intermédiation financière). Ce phénomène a largement contribué à la dynamique bien plus soutenue... en termes de l'excédent d'exploitation du secteur financier...* ».

<sup>25</sup> La révision majeure des comptes nationaux publiée par le STATEC en juillet 2015, surtout en ce qui concerne la croissance en 2013 et 2014, devrait également en partie expliquer les différences qui sont désormais constatées.

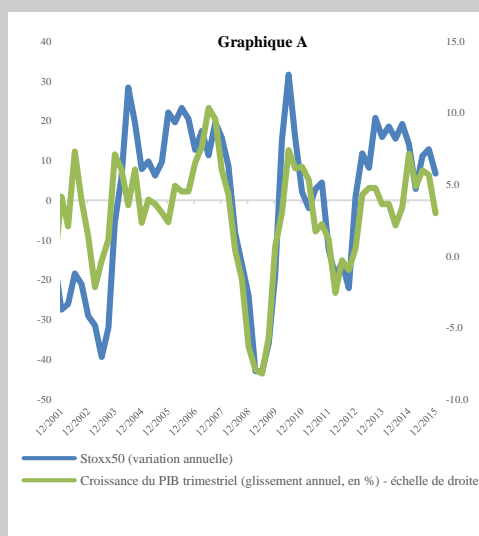
l'indice boursier européen a évolué plus favorablement que projeté (4,1% au budget contre 9,5% réalisé), (iii) le taux de change euro/dollar a été *in fine* largement inférieur à l'hypothèse technique (1,35 au budget contre 1,10 réalisé) et (iv) le cours du pétrole moyen sur l'année 2015 a été 48% plus faible que l'hypothèse sous-jacente au budget (101,5 \$/baril dans le budget contre 52,4 \$/baril réalisé).

36. **A l'instar de l'hypothèse de croissance, le marché du travail a évolué de façon plus favorable que prévu au projet de budget 2015 et l'inflation a été significativement moins importante qu'initialement estimée.** En automne 2014, lors de l'élaboration du projet de budget pour 2015, le scénario macroéconomique retenu par le STATEC tablait encore sur une hausse du chômage à 7,4% (contre 6,8% constaté *ex post*) et un ralentissement de la création d'emplois à 2,1% (contre 2,5%). Les différences s'expliquent notamment par une évolution conjoncturelle plus favorable que prévue. L'inflation avait d'ailleurs initialement été estimée à 2,1% au lieu d'un taux de 0,5% désormais constaté. La différence est pour l'essentiel liée à la chute du cours du pétrole, alors que l'hypothèse technique qui était admise tablait sur des prix pétroliers bien plus importants (cf. point précédent).
37. **Tout comme la croissance, l'évolution du marché du travail et l'inflation sont des facteurs d'une importance primordiale pour l'élaboration d'un projet de budget. Leur développement considérablement plus favorable semble être à l'origine de la très bonne tenue des finances publiques en 2015 et pourrait expliquer les révisions à la hausse substantielle des chiffres de finances publiques.** L'analyse présentée ci-avant révèle notamment que le contexte économique a été *in fine* considérablement plus favorable que supposé. Les différences peuvent d'ailleurs être facilement retracées à l'aide des hypothèses de base, démontrant l'importance d'inclure dans la documentation budgétaire des scénarios alternatifs permettant d'appréhender les risques (positifs et négatifs) qui se présentent autour du scénario principal retenu aux fins de la programmation budgétaire.

#### ***L'indice boursier, « élément charnière » des prévisions pour le Luxembourg***

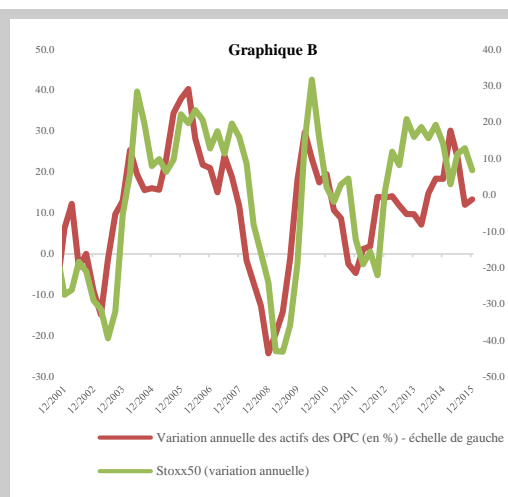
Le secteur financier est l'un des principaux secteurs de l'économie luxembourgeoise et en a constitué le « moteur » pendant de longues années, en termes de création d'emploi, de croissance et de recettes fiscales. En 2004, dans une étude parue dans une note de conjoncture, le STATEC avait pour la première fois constaté des liens étroits entre le PIB du Luxembourg et l'évolution boursière. Ces liens permettent par ailleurs de mieux comprendre la performance économique largement supérieure aux attentes depuis 2013 : l'évolution du PIB s'est en effet accompagnée d'une dynamique très positive sur les marchés financiers, sous l'effet notamment de la politique monétaire accommodante à l'échelle internationale (injections de liquidités par le biais des programmes « QE » de plusieurs banques centrales ainsi que des taux d'intérêt historiquement bas).

Le FMI a récemment également passé en revue le rapport entre l'évolution boursière ainsi que l'activité économique au Luxembourg, surtout par le biais des actifs sous gestion des fonds d'investissement et des actifs sur les bilans des banques. Le CNFP constate également une corrélation relativement importante (cf. graphique A ci-contre) entre l'évolution de l'indice Eurostoxx50 et la croissance du PIB. Il rappelle cependant qu'il importe de mieux comprendre les canaux de transmission afférents. Le STATEC note aussi qu'« il serait plus opportun de déterminer ce qui lie ces deux variables sur la base de relations économétriquement éprouvées, et notamment ce qui fait – dans la nature de ses activités économiques – que le Luxembourg voit les fluctuations de son PIB afficher un lien intime avec le contexte boursier européen. » Une explication qu'avance le FMI dans son rapport est notamment le fait que le revenu de nombreux acteurs provient de commissions et de frais qui sont déterminés de façon proportionnelle aux actifs sous gestion, qui eux fluctuent directement en lien avec l'évolution des marchés financiers (cf. graphique B ci-contre).



En ce qui concerne les prévisions macroéconomiques qui sont établies aux fins de la programmation budgétaire dans le PSC 2016-2020, le STATEC semblerait exploiter de manière importante le lien historiquement constaté pour en faire dépendre sa prévision du PIB luxembourgeois, en se basant sur sa propre prévision pluriannuelle pour l'évolution de l'indice Eurostoxx50. Il n'en reste pas moins que la complexité inhérente d'établir des prévisions sur l'évolution de la bourse rend les prévisions du PIB du Luxembourg, du moins pour le moyen terme, très incertaines et sujettes de façon probablement trop importante aux aléas des marchés financiers.

Sources :  
NDC 1-2016, Rapport FMI au titre de l'article IV, Macrobond, CSSF, calculs CNFP.



## Les prévisions du PSC 2016-2020 pour les années 2016 à 2020

		PSC 2016-2020					
<i>Principaux agrégats</i>	Notes	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB nominal (millions d'euros)		52057	54389	58080	62038	65680	68672
<i>Idem, évolution en %</i>		6.5	4.5	6.8	6.8	5.9	4.6
PIB réel (millions d'euros)	1	45767	47074	49181	51603	53414	54616
<i>Idem, évolution en %</i>		4.8	2.9	4.5	4.9	3.5	2.3
PIB potentiel COM-COM ( <i>évolution en %</i> )	2	2.9	3.2	3.2	3.4	3.5	3.5
Ecart de production COM-COM (en % du PIB potentiel)	3	-1.1	-1.0	-0.3	-0.2	-0.1	0
Ecart de production COM-LUX (en % du PIB potentiel)	4	-2.2	-2.5	-1.3	0.2	0.4	-0.5
Ecart de production HP (en % du PIB potentiel)	5	-0.5	-1.0	0.1	1.7	1.9	1.0
Emploi total intérieur ( <i>évolution en %</i> )		2.5	2.9	2.4	3.3	3.2	2.2
Taux de chômage (% de la pop active, déf. ADEM)		6.8	6.4	6.6	6.0	6.0	6.7
Taux d'inflation (IPCN)		0.5	0.2	1.6	1.7	1.9	2.0

1 : Niveaux calculés par le CNFP.

2 : Croissance potentielle telle qu'elle ressort des prévisions de printemps de la Commission européenne du 3 mai 2016.

3 : Ecart de production présenté par la Commission européenne dans sa prévision de printemps du 3 mai 2016.

4 : Ecart de production tel qu'il ressort du PSC 2016-2019.

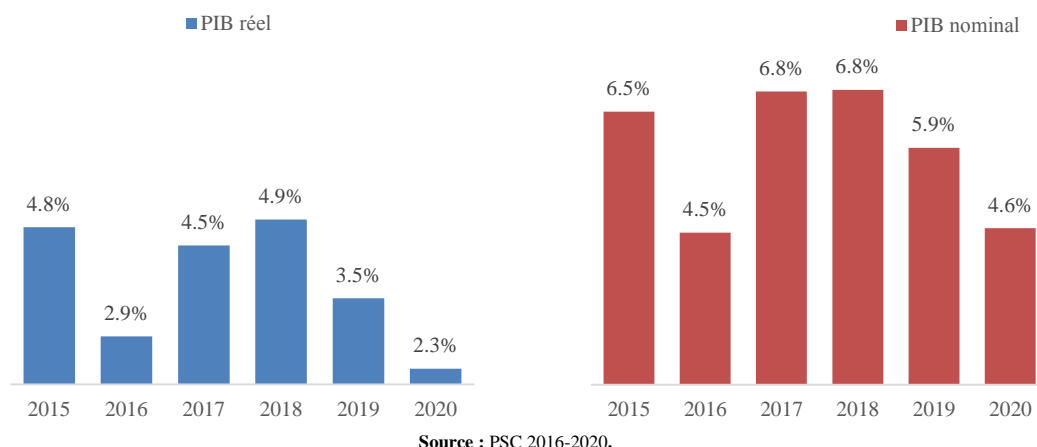
5 : Ecart de production calculé par le CNFP selon la méthode HP à l'aide des prévisions du PIB en volume indiquées dans le PSC 2016-2020.

Source : PSC 2016-2020, Commission européenne, calculs CNFP.

**38. Les prévisions pour le PIB réel (ou « PIB en volume ») du Luxembourg tablent sur une décélération marquée de la croissance en 2016, suivie d'une croissance à nouveau supérieure à 4% en 2017 et 2018, avant de baisser significativement en fin de période.** Après avoir connu un nouveau pic de 4,8% en 2015, le PSC 2016-2020 mise sur un ralentissement de la croissance à 2,9% en 2016<sup>26</sup>. Sous l'hypothèse d'une reprise plus soutenue en Europe et de la bonne tenue des marchés financiers, la croissance est cependant supposée grimper à 4,5% en 2017, voire à 4,9% en 2018, avant de fléchir de plus de moitié en fin de période, à 2,3% en 2020. Les prévisions pour le PIB nominal (ou « PIB en valeur ») suivent globalement une tendance similaire (après un pic de 6,8% en 2017 et 2018, la croissance se réduit de 2,2 points en fin de période).

<sup>26</sup> Dans la Note de conjoncture 1-2016 parue deux semaines après le PSC 2016-2020, le STATEC a très légèrement relevé ses prévisions de croissance à 3,1% pour 2016 et 4,6% en 2017. A court terme, le profil de croissance demeure dès lors inchangé.

### Evolution du PIB réel et du PIB nominal sur la période 2015-2020



39. Le profil très irrégulier de la prévision de croissance semblerait s'expliquer par l'évolution de l'indice boursier (et surtout de la chute de 10% supposée en 2016), par une sortie progressive de la politique monétaire accommodante supposée à partir de 2018 ainsi que par le profil de la croissance retenu pour la zone euro. Selon les calculs du CNFP, le ralentissement de la croissance de presque 2 points de % (de 4,8% en 2015 à 2,9% en 2016) s'expliquerait à raison de plus 2/3 par la baisse supposée de l'indice boursier, témoignant de la forte dépendance de l'évolution économique, du moins en ce qui concerne la prévision, des aléas des marchés financiers.
40. Les prévisions pour le taux de chômage suivent une tendance similaire à celle affichée au niveau de la croissance, mais avec un décalage d'un an. A court terme, la tendance positive constatée en 2015 se poursuivrait en 2016. Le chômage remonterait très légèrement en 2017 comme suite au ralentissement économique supposé en 2016, avant de renouer par la suite avec une tendance positive pour atteindre un taux de chômage à son niveau le plus bas depuis la crise financière avec un taux de 6,0% en 2018. En fin de période, et en phase avec la décélération de la croissance, le chômage est supposé augmenter à nouveau à 6,7%.
41. Selon le PSC 2016-2020, l'inflation se rétablirait graduellement en direction de 2% à partir de 2017. Il y est noté que sous l'hypothèse d'une sortie progressive de la politique monétaire très accommodante de la BCE à partir de 2018 et d'une stabilisation des prix pétroliers (hypothèse technique, cf. supra), l'inflation est estimée remonter graduellement pour afficher en moyenne un taux de 1,8% sur la période 2017-2020<sup>27</sup>.
42. Les prévisions de croissance économique établies par le STATEC pour les besoins du PSC 2016-2020 sont à interpréter avec prudence. Au-delà des incertitudes habituelles, et traditionnellement importantes dans le cas du Luxembourg, le CNFP tient à souligner les éléments suivants :
- i) La prévision à court terme pour l'année 2016 est fortement impactée par la baisse qui est admise pour l'indice boursier européen EuroStoxx50 (baisse de 10%).
  - ii) De manière générale, l'évolution récente de l'économie luxembourgeoise présentée ci-dessus a montré que les prévisions dépendent de manière significative du contexte international et surtout des hypothèses de base qui sont retenues.
  - iii) Il faut par ailleurs noter que le contexte économique international demeure atone à court terme et qu'il est toujours soumis à une série de risques importants (cf. encadré à la page 25).

<sup>27</sup> Compte tenu du scénario retenu pour l'inflation, l'échéancier pour le déclenchement des tranches indiciaires au titre de l'indexation automatique des salaires serait le suivant : 1<sup>er</sup> trimestre 2017, 3<sup>ème</sup> trimestre 2018 et 4<sup>ème</sup> trimestre 2019.

- iv) Comme le Luxembourg est fortement spécialisé dans les services financiers, les mutations d'envergure qui ne se matérialisent que graduellement en matière règlementaire et fiscale (voire technologique) constituent un facteur d'incertitude de plus qui appelle à la prudence dans l'interprétation de la situation économique actuelle.

***Les risques économiques et financiers tel qu'ils ont été identifiés par le FMI***

*Dans son récent rapport établi au titre de l'Article IV, le Fonds monétaire international a notamment identifié une série de défis et risques pour l'évolution économique du Luxembourg à moyen terme, à savoir :*

**“The medium-term outlook depends on Luxembourg’s adjustment to the tax transparency challenges.** EC probes into the advance tax rulings and other EU and international tax transparency initiatives can undermine Luxembourg’s tax advantages and prompt transnational companies to relocate. If these risks were to materialize, they could affect both the country’s growth prospects and fiscal revenues. However, creating a taxation level playing field could ultimately benefit Luxembourg by accentuating other competitive advantages, such as its AAA ratings from all three major rating agencies, political stability, prudent fiscal stance, business friendly environment, and qualified multilingual labor force.”

**“Financial market stress could affect Luxembourg’s performance.** In case of severe external shocks, unraveling financial exposures—including between banks and the funds industry— could prompt dislocations in markets or institutions beyond the scope of the national authorities. A re-assessment of the outlook or a re-evaluation of risks in global asset markets could lead to a sharp adjustment of asset prices and a decompression of credit spreads adversely affecting Luxembourg’s investment funds and banking system, which would be conduits of these spillovers across asset classes and countries. The impact on the banking system could be mitigated if Luxembourg becomes the recipient of safe havens inflows, but banks, funds management companies and providers of ancillary services would likely experience a decline of taxable income. Despite the new EU resolution framework, there remains a tail risk that banking sector difficulties would force the national authorities to step in with a bail-out of domestic banks. However, these risks do not outweigh the benefits of the ongoing capital markets integration and banking union in the EU, which are crucial to Luxembourg’s success as a European financial hub.”

**“Other risks include weaker-than-expected growth in the euro area, Brexit, and another surge of refugees.** Luxembourg’s business model relies on continued integration within the European Union, especially for its expanding financial sector, which is subject to uncertainty due to the UK’s EU membership referendum. More generally, Luxembourg also remains vulnerable to lower-than-expected growth in Europe. This highlights the need for Luxembourg to diversify its services exports away from Europe and boost competitiveness, especially of non-financial sectors. In addition, another surge in refugee arrivals could put strain on Luxembourg’s capacity to accommodate and integrate them.”

**“Banks’ exposure to the real estate market is a risk to watch closely.** Rising house prices largely reflect strong demand outstripping supply, partly because of supply bottlenecks and zoning regulations. For the handful of banks that lend domestically, mortgage loans amount to €23 billion at end-October 2015, or about 45 percent of GDP. To discourage banks from providing risky loans, in 2013 the *Commission de Surveillance du Secteur Financier* (CSSF) raised the capital provision requirements from the regular 35 percent to 75 percent for new mortgage loans with a loan-to-value ratio above 80 percent. Since 2008, household debt has risen by 10 percent of GDP, but remains moderate at 59 percent of GDP.”

**Source :** pp 9-10, IMF 2016 Article IV Staff Report, cf. aussi tableau 9 “Luxembourg : Risk Assessment Matrix” (p. 35).

**Lien :** <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16118.pdf>

## Comparaison avec les institutions internationales

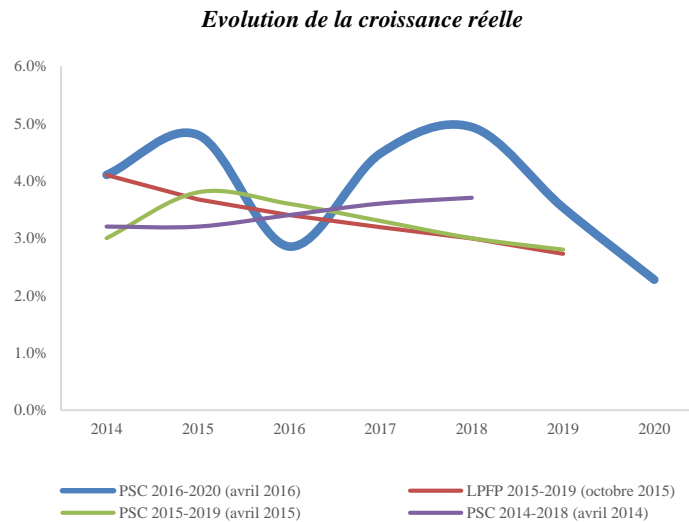
Source	Date	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>PSC 2016-2020</b>	29 avril 2016	4.8%	2.9%	4.5%	4.9%	3.5%	2.3%
<b>OCDE</b>	1 juin 2016	4.9%	3.7%	3.8%	...	...	...
<b>Commission européenne</b>	3 mai 2016	4.8%	3.3%	3.9%	...	...	...
<b>Fonds monétaire international</b>	12 avril 2016	4.5%	3.5%	3.4%	3.2%	3.0%	3.0%

43. Comparées aux prévisions des institutions internationales, les prévisions élaborées dans le cadre du PSC 2016-2020 sont prudentes pour 2016 et optimistes pour 2017 et 2018. Selon le tableau ci-après, les institutions internationales tablent également sur un certain ralentissement de la croissance en 2016 en comparaison à 2015, le ralentissement supposé est cependant moins important. Pour 2017, l'optimisme du



STATEC en ce qui concerne un rebond de la croissance au-dessus de 4% n'est à l'heure actuelle pas partagé par les principales institutions internationales. Les prévisions du FMI tendent par ailleurs vers une croissance potentielle de 3,0% d'ici 2020, ce qui est légèrement plus élevé que la prévision du STATEC en fin de période. Rappelons cependant que les prévisions pour un tel horizon lointain sont à apprécier avec prudence.

### Comparaison avec les prévisions établies précédemment



Source : Ministère des Finances, STATEC.

44. **Comparé aux prévisions établies précédemment, le profil de la croissance dressé dans le PSC 2016-2020 se voit nettement changé et il est plus irrégulier ; l'hypothèse d'une baisse tendancielle à moyen terme est toutefois confirmée.** Pour 2015, la croissance a été bien plus importante que prévue précédemment (cf. supra). La prévision pour 2016 est inférieure aux estimations présentées au cours des deux dernières années, alors que, pour les années 2017 à 2019, une dynamique plus forte qu'estimée précédemment est désormais attendue. La révision des comptes nationaux de juillet 2015 ainsi que l'estimation préliminaire très positive pour l'année 2015 entraînent globalement une révision à hausse des prévisions (à l'exception de l'année 2016 qui est fortement impactée par la révision à la baisse de l'hypothèse pour l'indice boursier, cf. supra).
45. **En comparaison aux prévisions établies pour le budget 2016 et la LPFP 2015-2019, les perspectives macroéconomiques, sur le moyen terme, sous-jacentes au PSC 2016-2020 sont considérablement plus favorables.** En particulier, il y a lieu de relever les faits suivants :

- i) Les estimations pour la croissance à court terme sont à la baisse de plus de 0,5 point de % pour 2016. Il s'agit d'ailleurs d'un ralentissement relativement marqué par rapport à la croissance en 2015 qui est désormais estimée à 4,8%. En octobre dernier, le taux de croissance pour 2015 était encore projeté à 3,7%. Notons également que la croissance nominale est cependant révisée à la hausse de 0,6 point de % en 2016 en comparaison à la projection retenue dans le projet de budget pour 2016.
- ii) S'agissant de la croissance à moyen terme, l'évolution de la croissance réelle est significativement revue à la hausse. Alors que la moyenne projetée sur la période 2017-2019 était encore de 3,0% dans la LPFP de l'automne dernier, la moyenne sur la même période se chiffre, selon les nouvelles projections du PSC 2016-2020, à 4,3%. En ce qui concerne la croissance nominale, la révision à la hausse est d'ailleurs plus importante encore : la moyenne sur la période 2017-2019 est désormais estimée à 6,5% tandis qu'en octobre 2015 la prévision tablait encore sur une croissance nominale de



4,2% par an en moyenne sur la même période. En théorie, cela signifie que les prévisions de recettes fiscales – à politique inchangée – auraient dû se voir revues considérablement à la hausse (cf. infra).

- iii) Le marché du travail se porterait beaucoup mieux que prévu encore en automne 2015<sup>28</sup>: au lieu du taux de 6,8% estimé dans la documentation budgétaire, le taux de chômage est désormais évalué à 6,4% pour fin 2016. Sur le moyen terme, les prévisions connaissent également une révision à la baisse importante : alors qu'un taux de 7,5% était encore projeté pour fin 2019, le chômage est désormais estimé évoluer en direction d'un taux beaucoup plus faible de 6,0% fin 2019. Il remonterait cependant à 6,7% l'année suivante.
- iv) L'évolution des prix à la consommation serait plus modérée que prévue l'an dernier, avec un taux d'inflation en 2016 qui se situe à 1,4 point de % en-dessous de l'estimation établie pour le projet de budget. Ce ne serait qu'à partir de 2017 que l'inflation repartirait à la hausse en direction de 2%. Ces révisions ne sont évidemment pas étonnantes, comme le cours du pétrole a significativement diminué au début de l'année 2016.

**46. En comparaison aux prévisions établies pour le PSC 2015-2019, il y a lieu de soulever les faits suivants :**

- i) Comme les taux de croissance (en volume et en valeur) avancés en automne 2015 étaient inchangés par rapport au PSC 2015-2019, les mêmes constats que relevés au point précédent s'imposent.
- ii) Les prévisions pour le marché du travail connaissent une révision importante par rapport au printemps dernier. En effet, le PSC 2015-2019 tablait encore sur une remontée graduelle du chômage à 7,7% d'ici 2019, contre une prévision qui table désormais sur un taux de chômage significativement plus faible à hauteur de 6,0% à la même échéance, soit une révision à la baisse de 1,6 point de %.
- iii) L'évolution de l'inflation est revue à la baisse. La différence est cependant moins importante qu'en comparaison à la LPFP 2015-2019 qui, elle, avait encore tablé sur une remontée bien plus importante de l'inflation à partir de 2016. Le PSC de l'année dernière avait tablé sur un taux d'inflation de 1,1% en 2016 et qui ne monterait que très lentement en direction de 1,7% jusqu'à la fin 2019.

**L'estimation du PIB potentiel et de l'écart de production (« output gap »)**

**47. Le CNFP maintient ses réserves quant à la pertinence de la méthode de calcul qu'applique la Commission européenne et que le STATEC a simulée pour les besoins du PSC 2016-2020 pour déterminer le PIB potentiel et partant l'écart de production. En particulier, le CNFP tient à préciser les éléments suivants :**

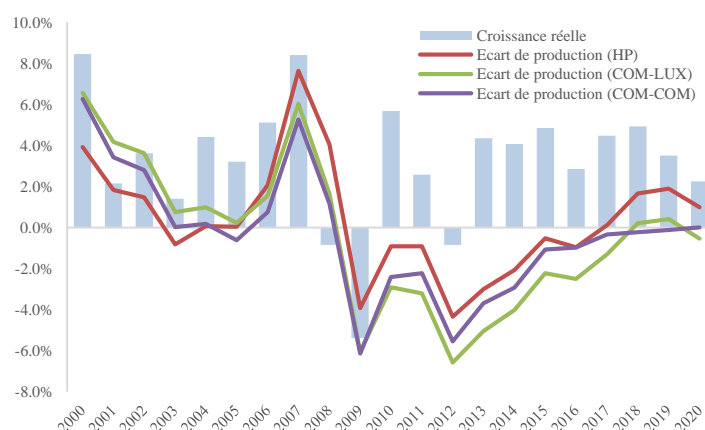
- Dans un communiqué de presse publié en date du 22 janvier 2014 accompagnant une étude scientifique réalisée sur la méthode de calcul européenne pour le PIB potentiel et l'écart de production, le STATEC avait conclu que « *[c]ette étude met en évidence une série de problèmes dans l'application de la méthode communautaire au cas de l'économie luxembourgeoise. Les particularités d'une petite économie motivent la recherche d'une méthode plus adaptée à la situation luxembourgeoise* ».
- Le Ministère des Finances a confirmé l'inadéquation de la méthode de calcul européenne et la possibilité d'adopter une méthode nationale dans une lettre adressée au CNFP en date du 14 octobre 2015, en précisant que cette « *méthodologie commune pose une série de problèmes, notamment pour une petite*

<sup>28</sup> Rappelons que le CNFP avait relevé le fait, dans son évaluation de novembre dernier, que les projections pour le chômage à moyen terme seraient potentiellement trop défavorables et que celles-ci pourraient avoir mené à une surestimation des dépenses publiques afférentes.

économie ouverte » et que « toute déviation importante entre méthodologies nationale et commune posera des difficultés qu'il faudra gérer. »

- Enfin, dans sa plus récente Note de Conjoncture 1-2016, le « STATEC préconise à ce stade de retenir l'écart de production de la méthode "Modux" à l'évaluation du solde structurel, tout en sachant qu'aucune des deux méthodes [note : méthode Modux et méthode COM-LUX – simulation de la méthode européenne par le STATEC] n'est parfaite, et que d'autres méthodes donnent d'autres résultats encore ». Concernant la méthode [nationale] Modux, le STATEC note par ailleurs qu'« en tout état de cause, les résultats de la méthode nationale "Modux" sont très proches de ceux issus du filtre "HP" ». « En fait, la méthode Modux repose sur un lissage du type HP de ses composantes (force de travail, capital, productivité du travail), tout en ayant recours à une hypothèse sur la fonction de production, qui est censée être du type "Cobb-Douglas", ce qui explique la proximité des deux méthodes. »
48. **Le CNFP préconise par ailleurs une de fois de plus de clarifier la méthode de calcul à utiliser au titre des règles budgétaire nationales de la loi 12 juillet 2014.** L'évaluation du respect des règles budgétaires nationales perd en effet sa pertinence tant que la question de la méthode à appliquer n'est pas clarifiée dans le cadre d'un commun accord entre les principaux acteurs du pays en matière de gouvernance budgétaire.
49. **En l'absence d'une telle clarification, le CNFP évalue le solde structurel selon les deux méthodes suivantes :** à savoir, le filtre HP et la méthode COM-LUX (c.à.d. les chiffres estimés par le STATEC selon la méthode européenne et compris dans le PSC 2016-2020). Le CNFP note par ailleurs que la Commission européenne a présenté des chiffres actualisés quelques jours après la publication du PSC 2016-2020 dans le cadre de ses prévisions de printemps. L'ensemble des chiffres afférents est présenté dans les graphiques ci-après.
50. **Les résultats obtenus à travers les différentes méthodes d'estimation donnent lieu à des interprétations divergentes sur le positionnement du Luxembourg dans le cycle économique.** Alors que l'estimation de la Commission européenne (« COM-COM) table sur le retour à un écart de production positif après 2020, celui-ci est déjà refermé en 2018 selon l'estimation sous-jacente au PSC 2016-2020 (« COM-LUX ») et selon les calculs par le biais du filtre HP. Aussi convient-il de noter que les prévisions sous-jacentes au PSC 2016-2020 indiquent que la croissance réelle passerait à nouveau en-dessous de la croissance potentielle en 2020 et que l'écart de production redeviendrait négatif. L'écart de production déterminé par la Commission européenne aboutit à zéro en fin de période puisque il s'agit d'une simple hypothèse technique qu'elle applique. Enfin, la différence entre l'écart de production calculé par le STATEC et celui qui est estimé par le CNFP selon le filtre HP est relativement constante sur la période 2007-2020 et se chiffre à quelque 1,5 à 2 points de %. L'évolution de l'écart de production suit donc une trajectoire très comparable et seuls les niveaux diffèrent.

**Ecart de production selon trois méthodes différentes et croissance réelle**



Sources : Commission européenne (Spring Forecast 2016), Ministère des Finances, STATEC, calculs CNFP.

## 4. Les finances publiques

En application de ses missions suivant la loi du 12 juillet 2014 et le TSCG, le CNFP procède à une évaluation globale des finances publiques en prenant pour référence :

- i) le solde structurel et en analysant son respect par rapport à l'objectif à moyen terme (OMT);
- ii) les dépenses de l'administration centrale et en analysant leur respect du montant maximal des dépenses de l'administration centrale ;
- iii) les dépenses publiques dans leur totalité et en analysant leur variation par rapport au critère des dépenses découlant du Pacte de stabilité et de croissance.

en % du PIB, sauf indication contraire	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>SOLDE STRUCTUREL</b>						
Solde nominal des administrations publiques	+1.3%	+0.8%	0.0%	+0.1%	+0.2%	+0.4%
<b>SOLDE STRUCTUREL (méthode HP)</b>	<b>+1.5%</b>	<b>+1.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>0.0%</b>
<b>SOLDE STRUCTUREL (méthode COM-LUX) (PSC 2016-2020)</b>	<b>+2.3%</b>	<b>+1.9%</b>	<b>+0.6%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>+0.6%</b>
<b>Respect de l'OMT :</b> +0.5% du PIB pour 2015 et 2016 -0.5% du PIB pour 2017 à 2020	OUI	OUI	OUI	DEPEND DE LA METHODE	DEPEND DE LA METHODE	OUI
<b>Ecart important et déclenchement du mécanisme de correction au titre de la loi du 12 juillet 2014</b>	NON	NON	NON	NON	NON	NON
<b>MONTANT MAXIMAL DES DEPENSES DE L'ADMINISTRATION CENTRALE</b>						
Montant maximal arrêté par la LPFP 2015-2019 (en millions d'euros)	<i>Règle budgétaire non mise en œuvre à l'heure actuelle</i>					
Dépenses de l'administration centrale telles que prévues à la LPFP 2015-2019 (en millions d'euros)	15 969	16 739	17 353	17 867	18 521	...
Dépenses de l'administrations centrale telles que prévues au PSC 2016-2020 (en millions d'euros)	15 638	16 519	17 045	17 551	18 188	18 921
<b>Respect du plafond</b>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>CRITERE DE DEPENSES DU PACTE DE STABILITE ET DE CROISSANCE</b> « EXPENDITURE BENCHMARK »						
Variation annuelle des dépenses publiques ajustées (en termes réels, en % par rapport à l'année précédente)	+0.4%	+2.1%	+4.4%	+2.7%	+2.0%	+2.3%
Taux de référence applicable (en termes réels, en % par rapport à l'année précédente)	+2.9%	+3.1%	+3.2%	+3.3%	+3.4%	+3.5%
Ecart (exprimé en % du PIB) sur 1 an	1.0%	0.4%	-0.5%	0.2%	0.5%	0.5%
<b>Respect du critère</b>	OUI	OUI	RISQUE DE NON-CONFORMITE	OUI	OUI	OUI
<b>Conséquences procédurales au titre du Pacte de stabilité et de croissance</b>	NON	NON	NON	NON	NON	NON

Sources : Ministère des Finances, PSC 2016-2020, calculs CNFP.

## 4.1 Considérations générales

51. **L'évaluation des finances publiques proprement dite est basée pour l'essentiel sur les chiffres présentés par le Gouvernement.** Le CNFP n'établit en effet pas ses propres prévisions et l'analyse présentée ci-après se base par conséquent sur les chiffres présentés par le Gouvernement dans le PSC 2016-2020 en date du 29 avril 2016. A noter toutefois que le STATEC a d'ores et déjà procédé à une actualisation des prévisions pour 2016 et 2017, celles-ci ne font pour autant pas l'objet de la présente évaluation. Comme le PSC 2016-2020 n'avance cependant pas de mesures alternatives pour le solde structurel, et ce malgré le fait qu'il y est précisé qu'« *il peut être utile de ne pas se focaliser sur une seule méthode pour leur estimation* »<sup>29</sup>, le CNFP a – à l'aide des données sous-jacentes au PSC – procédé à une ré-estimation du solde structurel selon la méthode de filtrage HP et il présente ainsi de manière systématique les résultats selon deux méthodes de calcul.
52. **L'analyse du CNFP tient compte des précisions qui sont apportées dans une « annexe nationale » qui a accompagné le PSC 2016-2020.** Même si l'avancement du dépôt d'un nouveau projet de LPFP au printemps de l'année, et ce de façon concomitante avec le PSC et le discours sur l'Etat de la Nation, ne s'est pas encore matérialisé cette année-ci, le CNFP note l'inclusion d'une « annexe nationale » présentant davantage de détails sur l'évolution des finances publiques, en agrégé ainsi qu'au niveau désagrégé des différents sous-secteurs des administrations publiques<sup>30</sup>. Cette annexe représente sous plusieurs aspects une actualisation de la LPFP 2015-2019 adoptée l'an dernier et contient des informations pertinentes permettant de mieux comprendre les estimations budgétaires.
53. **Les résultats budgétaires pour le passé récent connaissent une fois de plus des révisions importantes. De ce fait, le CNFP traite les prévisions pour les années à venir avec la prudence qui s'impose.** Depuis la transition du SEC1995 au SEC2010 à partir de septembre 2014, des changements majeurs sont intervenus au niveau de la comptabilisation des chiffres de finances publiques. Les révisions, corrigeant les chiffres à la hausse, sont d'ailleurs substantielles et se chiffrent pour 2014 et 2015 à 1,5 point de % du PIB (cf. infra). En raison de la fragilité de ces données de base, à partir desquelles les prévisions pour l'avenir sont traditionnellement établies, la trajectoire pluriannuelle qui se présente dans le PSC 2016-2020 doit être appréciée avec prudence.
54. **Le CNFP n'applique pas d'adaptations à la trajectoire pluriannuelle des finances publiques présentée au PSC 2016-2020,** même s'il convient de noter que le coût de l'acquisition d'un avion de transport militaire à hauteur de 197 millions d'euros (soit 0,3% du PIB) n'est toujours pas imputé à l'exercice 2019. Les dépenses afférentes sont en effet entièrement omises de la trajectoire pluriannuelle.
55. **Le CNFP ne procède d'ailleurs pas à des redressements du fait de la réforme fiscale annoncée pour 2017 vu l'absence d'informations détaillées de la part du Gouvernement à ce sujet.** En particulier, le CNFP ne peut pas procéder à une évaluation détaillée de l'impact budgétaire des allègements fiscaux qui ont été annoncés. La présente évaluation se borne ainsi à analyser les chiffres avancés dans le cadre du PSC 2016-2010 qui comprend uniquement un impact « *prima facie* » de la réforme fiscale, sans pour autant tenir compte d'éventuels effets dynamiques ou de second tour.
56. **L'évaluation du solde structurel est réalisée sur la base des chiffres présentés dans le PSC 2016-2020 ainsi que sur la base des chiffres que le CNFP a calculés à l'aide de la méthode de filtrage HP afin de pouvoir être en mesure notamment de comparer l'évolution des chiffres dans le temps.**
57. **L'évaluation du respect du plafond des dépenses de l'administration centrale ne peut toujours pas être réalisée étant donné que la disposition légale afférente n'est actuellement pas mise en œuvre.** En particulier, la LPFP 2015-2019 présentée et votée l'an dernier a omis d'arrêter des montants maximaux pour les dépenses de l'administration centrale, contrairement aux exigences de la loi du 12 juillet 2014.

<sup>29</sup> Page 21, PSC 2016-2020.

<sup>30</sup> Pour rappel : les administrations publiques représentent une vue consolidée et se composent (i) de l'administration centrale, (ii) des administrations locales et (iii) de la Sécurité sociale.

- 58. Quant à l'évaluation de la variation annuelle des dépenses publiques par rapport au critère du Pacte de stabilité et de croissance (« expenditure benchmark »), elle se base sur des chiffres que le Ministère des Finances a mis à disposition du CNFP. La portée de cette règle dans le cadre de la gouvernance budgétaire nationale demeure d'ailleurs toujours inconnue tant que les autorités ne fournissent pas de clarification à son égard.**

## 4.2 L'objectif budgétaire à moyen terme (OMT)

### Aspects procéduraux

59. Selon la loi du 18 décembre 2015 relative à la programmation financière pluriannuelle pour la période 2015-2019 (LPFP 2015-2019), et notamment son article 1<sup>er</sup>, l'objectif budgétaire à moyen terme pour le Luxembourg a été fixé à +0,5% du PIB, en termes structurels, pour toute la période 2015 à 2019. L'annexe nationale au PSC 2016-2020 précise en effet à ce sujet qu'« *aux termes de la loi précitée du 12 juillet 2014, la loi de programmation pluriannuelle a par ailleurs pour mission d'arrêter l'objectif budgétaire à moyen terme de l'Administration publique (OMT).* »
60. En tant qu'organisme chargé de l'évaluation des règles budgétaires nationales, le CNFP est tenu d'appliquer les dispositions nationales qui lui sont applicables et qui émanent de la loi du 12 juillet 2014. En particulier, le CNFP est tenu d'évaluer le solde structurel par rapport à l'OMT fixé dans les lois de programmation financière pluriannuelle (LPFP). Actuellement, la plus récente LPFP dispose – comme indiqué ci-avant – à son article 1<sup>er</sup> que l'OMT pour le Luxembourg est de +0,5% du PIB sur toute la période 2015-2019. Il en résulte dès lors une contradiction, du moins momentanée, avec la loi nationale, puisque le Gouvernement a retenu dans le PSC 2016-2020 un OMT de -0,5% du PIB au lieu de +0,5% du PIB.
61. Le CNFP suppose toutefois dans la présente évaluation que l'annonce d'un abaissement de l'objectif budgétaire à un déficit structurel de 0,5% du PIB à partir de 2017 sera suivie par une adaptation concomitante dans la prochaine LPFP dès l'automne prochain<sup>31</sup>. Il serait d'ailleurs préférable d'éviter à l'avenir la réapparition d'une telle situation où le Gouvernement annonce un nouveau niveau d'OMT qui se trouve en contradiction avec la législation nationale. Cela constitue d'ailleurs un argument de plus en faveur d'un dépôt concomitant de la LPFP et du PSC.
62. En conclusion, le CNFP évalue la règle budgétaire nationale portant sur le solde structurel, et son respect de l'OMT, par rapport à un niveau de +0,5% du PIB pour les années 2015 et 2016. A partir de l'année 2017, l'évaluation *ex ante*<sup>32</sup> est présentée par référence au nouvel OMT de -0,5% du PIB. Dans un esprit d'exhaustivité et afin de répondre à l'esprit de la loi du 12 juillet 2014, L'analyse qui suit présente toutefois également une appréciation du solde structurel selon un OMT de +0,5% du PIB afin d'évaluer les règles budgétaires selon la loi nationale actuelle.

### Appréciation du nouveau niveau annoncé pour l'OMT

63. Le CNFP renvoie tout d'abord à sa note publiée en avril 2016<sup>33</sup> concernant la nouvelle fixation de l'OMT et qui se trouve également à l'annexe 2 de la présente. Dans cette note, le CNFP a exposé l'importance de la notion de l'OMT, pierre angulaire de la gouvernance budgétaire européenne et nationale, et il avait notamment mis en garde contre une réduction mécanique de l'OMT suite à la révision à la hausse substantielle des projections démographiques et la révision à la baisse qui en découle pour le ratio des dépenses liées au vieillissement de la population exprimées par rapport au PIB.
64. Le CNFP déplore que le Gouvernement ait choisi d'abaisser significativement son OMT, d'un niveau de +0,5 du PIB à -0,5% du PIB. Au-delà du volet purement quantitatif, il est rappelé que l'OMT est tout

<sup>31</sup> Le CNFP recommande par ailleurs d'envisager définitivement l'abrogation des lois de programmation financières pluriannuelles précédentes, à savoir la LPFP 2014-2018 ainsi que la LPFP 2015-2019, afin d'éviter l'existence des dispositions contradictoires en matière d'OMT applicables.

<sup>32</sup> Il convient de préciser qu'il ne s'agit en effet que d'une évaluation ex ante et qu'un avis potentiellement négatif ne mène pas à un éventuel déclenchement du mécanisme de correction automatique. Celui-ci ne serait déclenché que sur base ex post, si les résultats pour l'année précédente confirmaient la présence d'un écart important d'au moins 0,5 point de PIB sur 1 an ou de 0,25 point de PIB en moyenne sur 2 ans par rapport à l'OMT applicable.

<sup>33</sup> <http://www.cnfp.lu/fr/actualites/2016/04/01-OMT/index.html>.

d'abord supposé contribuer à « garantir la soutenabilité à long terme des finances publiques »<sup>34</sup>. Au vu des nombreux défis et risques qui sont relevés dans la présente évaluation, la réduction de l'objectif budgétaire d'une position budgétaire en surplus à un objectif désormais déficitaire risquerait de ne plus répondre au critère précité. Dans le PSC de l'année passée<sup>35</sup>, le Gouvernement avait encore avancé l'explication suivante qui garde, selon le CNFP, toute sa validité et ne se voit pas foncièrement changée avec la seule modification de l'hypothèse démographique (cf. infra):

*« La question du financement à long terme des passifs implicites n'est pas résolue définitivement par la réforme [du système de pension entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2013], et par conséquent, dans la détermination de l'objectif à moyen terme, un solde budgétaire ambitieux continue donc à s'imposer afin de préfinancer les engagements budgétaires futurs qui subsistent malgré la réforme.*

*Ainsi, la réalisation de l'objectif budgétaire à moyen terme de +0,5% du PIB en termes structurels et la mise en réserve des excédents budgétaires ainsi dégagés devraient permettre de couvrir les dépenses supplémentaires occasionnées par le vieillissement démographique d'ici à l'horizon 2040. »*

65. **Le CNFP tient à rappeler que l'abaissement de l'OMT est principalement rendu possible en raison d'une révision à la hausse des projections démographiques à l'horizon 2060 (de 700.000 à 1,1 million d'habitants) qui réduit la progression du ratio des dépenses publiques liées au vieillissement de la population<sup>36</sup> exprimées par rapport au PIB.** Il convient en effet de noter qu'il s'agit avant tout de la résultante mathématique provenant d'une révision à la hausse du PIB, qui réduit donc le ratio « dépenses de vieillissement / PIB » par le biais de son dénominateur. Le PIB est, lui, « mécaniquement » revu à la hausse, comme suite de l'adaptation de l'hypothèse démographique. Or, il importe de soulever qu'un accroissement aussi significatif de la population, grâce à une immigration nette soutenue, implique la permanence de la dynamique économique actuelle, avec une forte création de nouveaux emplois. La forte immigration nette n'est en effet qu'une conséquence de l'actuelle tendance économique favorable et ne relève pas d'une tendance naturelle qui s'étendrait de façon automatique à l'avenir.
66. **Cela présuppose donc que l'économie luxembourgeoise soit capable de s'adapter aux nombreux défis structurels auxquels elle est confrontée, qu'elle continue à évoluer de façon tout aussi vigoureuse et que le pays ait notamment les capacités d'accueillir un tel afflux de nouveaux résidents en termes d'infrastructures, de logements et de services publics.** En effet, le CNFP tient à souligner les implications d'un accroissement aussi important de la population tel qu'il est désormais supposé et qui est à l'origine de l'abaissement de l'OMT à -0,5% du PIB. En tablant sur une hypothèse démographique de 1,1 million d'habitants d'ici 2060, l'augmentation de la population sur les 40 prochaines années s'élèverait à environ 550.000 personnes. Sur les 35 dernières années, soit de 1981 à 2016, le Luxembourg a pourtant joui pendant de longues années d'une croissance économique tout à fait exceptionnelle, tout en voyant sa population augmenter de « seulement » de 200.000 habitants. La nouvelle hypothèse démographique implique dès lors des pressions supplémentaires d'une envergure que le pays n'a jamais connue jusqu'à présent. Aussi convient-il d'examiner la question du nombre de frontaliers qui est désormais supposé à l'horizon 2060 et d'appréhender les conséquences qui en découlent pour les infrastructures routières et les systèmes de transport en commun du pays (et donc *in fine* de l'impact sur les finances publiques).

**Le CNFP appelle dès lors à la prudence et il recommande aux autorités de traiter le sujet d'une manière intégrée afin de continuer à garantir la soutenabilité à long terme des finances publiques.**

<sup>34</sup> Article 2bis, règlement UE 1466/97.

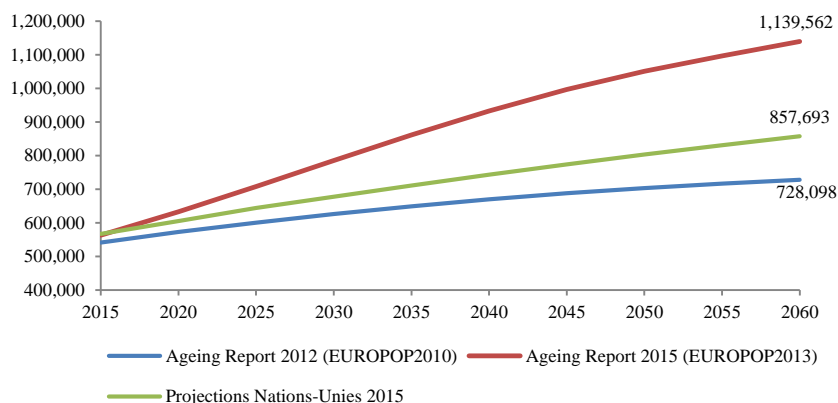
<sup>35</sup> Page 16, [http://www.mf.public.lu/publications/programme/16e\\_progr\\_stabilite\\_croissance.pdf](http://www.mf.public.lu/publications/programme/16e_progr_stabilite_croissance.pdf).

<sup>36</sup> Dépenses de pensions, du système de santé et des soins de longue durée, de l'éducation et du chômage.



### Projections démographiques : comparatif.

Les projections démographiques sous-jacentes au « Ageing Report 2012 », établies en 2010, ont servi à déterminer l'OMT à +0,5% du PIB en 2013 et celles de l'« Ageing Report 2015 », établies en 2013, mènent désormais à la révision à la baisse à -0,5%. Selon l'estimation « moyenne » des Nations-Unies, établie en 2015, la population du Luxembourg augmenterait cependant à un niveau significativement inférieur d'ici 2060.



Source : Nations Unies, Eurostat/STATEC.

67. L'abaissement de l'OMT est également rendu possible du fait que l'OMT *minimal*<sup>37</sup> (cf. point suivant) qui est requis par les dispositions européennes repose sur un objectif de 60% du PIB en matière de dette publique, alors que le Gouvernement s'est donné un objectif plus ambitieux dans son programme gouvernemental de stabiliser, à tout moment, la dette en-dessous de 30% du PIB. La formule de calcul pour l'OMT minimum exigé par la Commission européenne est notamment aussi basée sur un objectif de stabilisation de la dette à 60% du PIB. Comme le Gouvernement s'aligne sur le minimum requis de la Commission, il semble implicitement accepter un objectif de stabilisation de la dette à 60% du PIB, et remettant ainsi potentiellement en cause la pertinence de son propre objectif qui figure dans le programme gouvernemental. Selon les calculs du CNFP, un OMT compatible avec un objectif de dette de 30% du PIB (au lieu des 60% supposé par la Commission européenne) devrait s'élever à au moins +0,25% du PIB. Le tableau récapitulatif ci-après présente par ailleurs les différents niveaux de l'OMT en supposant des hypothèses alternatives à celles qui sont admises pour un OMT de -0,5% du PIB.

#### Récapitulatif des niveaux de l'OMT minimal selon différentes hypothèses sous-jacentes

OMT minimal Calculs approximatifs réalisés par le CNFP	Dette stabilisée à 60% du PIB	Dette stabilisée à 30% du PIB
Hypothèses de l'Ageing Report 2015 (1,1 million d'habitants en 2060)	-0,5% du PIB	+0,25% du PIB
Hypothèses de l'Ageing Report 2012 (730.000 habitants en 2060)	+0,5% du PIB	+1,75% du PIB

68. Le CNFP regrette aussi l'alignement avec le minimum requis, alors que la fixation d'un OMT plus ambitieux aurait pu être envisagée. En effet, la Commission européenne n'émet aucune recommandation spécifique à l'égard de l'OMT, mais demande uniquement le respect d'un minimum qu'elle calcule selon une méthode prédéterminée. Les Etats membres sont ainsi tout à fait libres de fixer un objectif plus ambitieux et mieux adapté à leur situation économique et financière particulière comme l'a fait, par exemple, la Belgique et beaucoup d'autres Etats membres de l'Union européenne. En 2013, lors de la dernière fixation de l'OMT au niveau de l'UE, 14 Etats membres avaient au total choisi de se donner un objectif plus ambitieux que requis par l'OMT minimal.

<sup>37</sup> En effet, la Commission européenne n'émet aucune recommandation à l'égard de l'OMT, mais demande uniquement le respect d'un minimum qu'elle calcule selon une méthode prédéterminée (mais peu transparente). Les Etats membres sont tout à fait libres de fixer un objectif plus ambitieux et mieux adapté à leur situation économique et financière particulière (comme dans le cas de la Belgique).



- 69. Le Gouvernement reste d'ailleurs libre de proposer dans le cadre de la prochaine LPFP de maintenir, sur le plan national, un OMT plus ambitieux que sur le plan européen,** ceci à l'instar de l'objectif arrêté dans le programme gouvernemental de maintenir la dette en-dessous de 30% du PIB, soit un objectif bien plus ambitieux que la limite de 60% du PIB admise par le Pacte de stabilité et de croissance. Il convient ainsi de noter que la loi du 12 juillet 2014 ne contient aucun automatisme entre la fixation de l'OMT pour les besoins de la gouvernance européenne et la fixation de l'OMT dans la loi nationale à travers les LPFP. A titre d'exemple, il convient notamment de se référer au cas de la Lettonie qui dispose de deux OMT distincts, un OMT national plus ambitieux ainsi qu'un OMT applicable sur le plan européen<sup>38</sup>.
- 70. Au vu de ce qui précède, le CNFP considère qu'il serait opportun de garder des objectifs budgétaires ambitieux pour assurer le maintien d'une marge de manœuvre permettant de faire face aux défis plus vastes et complexes qui se présentent sur le long terme pour le Luxembourg.** Aussi le CNFP prend-il note des orientations contenues dans le PSC 2016-2020 qui font preuve de la volonté du Gouvernement de continuer à viser un solde structurel en équilibre ou en surplus sur toute la période sous considération, malgré l'abaissement de l'OMT.
- 71. L'analyse qui suit montre en effet la présence de risques non-négligeables pour le maintien de la soutenabilité à long terme des finances publiques du Luxembourg,** car la situation sous-jacente des finances publiques est plus différenciée que l'on pourrait *a priori* penser.

---

<sup>38</sup> Programme de stabilité 2016 de la Lettonie, page 22 : [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2016/sp2016\\_latvia\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2016/sp2016_latvia_en.pdf).

### 4.3 Les finances publiques en 2015

#### **EVALUATION EX POST DES REGLES BUDGETAIRES POUR L'ANNEE 2015**

En 2015, les administrations publiques du Luxembourg ont respecté la règle budgétaire de la loi du 12 juillet 2014 concernant la conformité du solde structurel à l'objectif budgétaire à moyen terme (« OMT ») de +0,5% du PIB. Sur la base de ce constat, le mécanisme de correction ne doit pas être déclenché.

Le CNFP note qu'en l'absence de la fixation d'un plafond pour les dépenses de l'administration centrale (tel que requis par la loi du 12 juillet 2014), son respect ne peut pas être vérifié à l'heure actuelle.

Quant à la règle du Pacte de stabilité et de croissance sur la variation annuelle des dépenses publiques, elle a été respectée en 2015.

De manière générale, les chiffres désormais présentés pour 2015 sont nettement plus positifs que les estimations avancées précédemment. Le CNFP recommande dès lors aux autorités budgétaires de procéder à une étude étendue pour identifier les origines de ces divergences et ceci afin de corriger d'éventuels biais systématiques dans l'élaboration des prévisions de finances publiques.

#### **Le solde nominal des administrations publiques**

72. L'année budgétaire 2015 est actuellement estimée avoir clôturé avec un excédent de 672 millions d'euros, soit +1,3% du PIB. Il s'agit d'une légère dégradation par rapport au résultat de 2014 qui affichait encore un excédent de 832 millions d'euros ou +1,7% du PIB. Cette dégradation est largement attribuable aux moins-values liées au changement de régime en matière de TVA sur le commerce électronique (moins-value budgétaire de 522 millions d'euros par rapport à 2014<sup>39</sup>). L'embellie économique ainsi que les mesures introduites dans le cadre du paquet de consolidation dénommé « Zukunftspak » (dont surtout la hausse de la TVA et l'introduction d'un impôt temporaire de 0,5%) ont cependant contribué à résorber, du moins partiellement, ce déchet fiscal.

73. Il s'agit par ailleurs d'un résultat substantiellement plus positif que prévu au projet de budget 2015 qui avait tablé sur un solde négatif de -0,2% du PIB, soit une différence de 1,5 point de PIB ou 807 millions d'euros<sup>40</sup>. Cette amélioration s'inscrit dans la lignée des réalisations passées largement plus positives en comparaison aux prévisions budgétaires initiales. Ainsi, en ce qui concerne l'année 2013, il convient de rappeler que le projet de budget afférent avait tablé sur un solde négatif de -0,8% du PIB alors que l'année a finalement clôturé avec un surplus de 0,8% du PIB (soit une différence de 1,6 point !). Pour 2014, le projet de budget afférent avait présenté une estimation initiale de +0,2% du PIB, contre un résultat final de +1,7% du PIB (soit, ex post, une différence de 1,5 point !).

Au regard de ces différences substantielles, le CNFP recommande aux autorités budgétaires de procéder à une étude étendue pour identifier les origines de ces divergences et ceci afin de corriger d'éventuels biais systématiques dans l'élaboration des prévisions de finances publiques.

#### **Le solde structurel**

74. Le solde structurel pour 2015 s'élève à +1,5% du PIB (selon la méthode HP) et à 2,3% du PIB (selon la méthode COM-LUX sous-jacente au PSC 2016-2020)<sup>41</sup>. Etant donné que le PSC 2016-2020 ne présente aucun élément ponctuel ou temporaire dont il devrait être tenu compte au tableau 5 du document, le solde structurel présenté ici est calculé uniquement à travers l'ajustement pour les variations conjoncturelles selon la méthode et selon le niveau indiqué par les autorités elles-mêmes.

<sup>39</sup> Page 11, Rapport d'activités 2015, Administration de l'Enregistrement et des Domaines

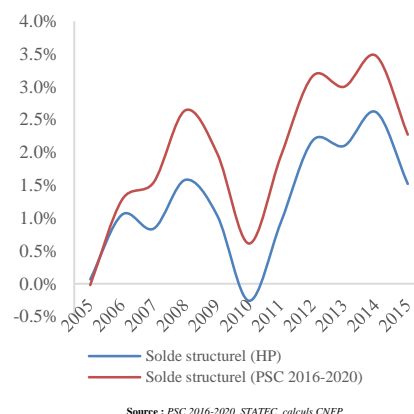
<sup>40</sup> La LPFP 2015-2019 comportait, pour 2015, une estimation du solde nominal des administrations publiques de +0,1% du PIB ou +51 millions d'euros. Par rapport à cette estimation actualisée de l'automne dernier, la différence se chiffre au total à 620 millions d'euros.

<sup>41</sup> Dans sa prévision de printemps du 3 mai 2016, la Commission européenne présente, pour 2015, un solde structurel de 1,7% du PIB.

*La règle budgétaire portant sur le solde structurel est respectée en 2015, indépendamment de la méthode de calcul retenue, étant donné que le solde structurel qui en résulte est toujours supérieur à l'objectif à moyen terme (OMT) de +0,5% du PIB. Le mécanisme de correction ne doit par conséquent pas être déclenché.*

75. La situation *sous-jacente* des finances publiques se voit légèrement dégradée par rapport à l'année 2014. Une diminution du solde structurel d'une année donnée comparée à l'année précédente signifie que la situation budgétaire *sous-jacente* – c.à.d. apurée des variations conjoncturelles qui « dopent » le solde nominal lorsque l'économie est favorable, respectivement font baisser le solde nominal en période de conjoncture défavorable – se voit dégradée, nonobstant le niveau du solde structurel qui varie en fonction de la méthode de calcul retenue. Le graphique ci-après confirme ce « constat économique », puisque la trajectoire est baissière indépendamment de la méthode de calcul retenue.

Evolution du solde structurel de 2005 à 2015

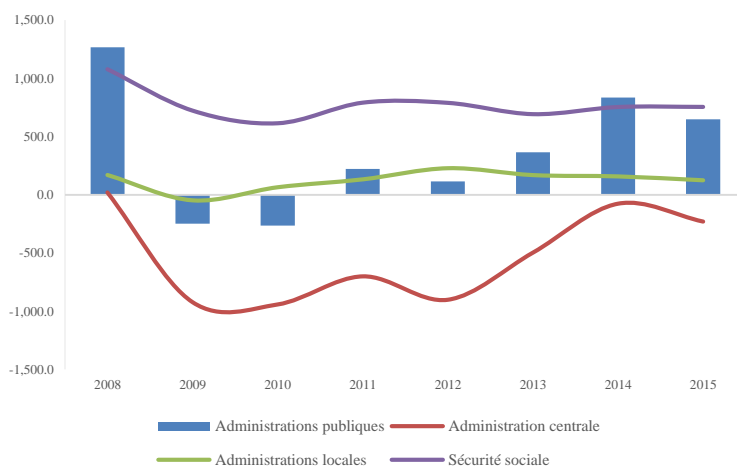


76. Par rapport aux estimations avancées précédemment (selon la méthode HP), il y a lieu de relever les faits suivants :

- La nouvelle estimation du solde structurel pour 2015 (+1,5% du PIB) est largement supérieure à l'estimation de 0,2% calculée par le CNFP sur la base des données de la LPFP 2015-2019, soit une différence de 1,3 point. La différence de 1,3 point de % est quasi entièrement imputable à la révision à la hausse du solde nominal.
- Comparé au PSC 2015-2019, la différence est de 1,0 point de %. Cette différence est également pour l'essentiel imputable à la révision à la hausse du solde nominal.
- Comparé au solde structurel avancé dans le cadre du projet de budget 2015 (établi en octobre 2014), il s'agit également d'une hausse significative qui s'élève à 1,1 point de %.

## Les sous-secteurs des administrations publiques

Evolution du solde budgétaire nominal par sous-secteur et pour les administrations publiques.  
(en millions d'euros)



**77. Le solde nominal très positif pour l'ensemble des administrations publiques continue de masquer une situation plus différenciée au niveau des 3 sous-secteurs :**

- i) Après avoir affiché, en 2014, son meilleur résultat depuis l'éclatement de la crise économique et financière avec une situation quasiment en équilibre (-78 millions ou -0,2% du PIB), le déficit de l'administration centrale se voit légèrement creusé à un solde de -0,4% du PIB, soit -207 millions d'euros. Cette dégradation s'explique par les moins-values au niveau de la TVA sur le commerce électronique qui ne sont que partiellement compensées par les mesures de consolidation et l'évolution conjoncturelle plus favorable.

Ce solde de -0,4% du PIB est cependant significativement moins négatif que les estimations avancées précédemment ; le budget 2015 tablait ainsi encore sur un solde de -1,7% du PIB. Il est d'ailleurs difficile d'appréhender ce résultat plus positif en l'absence d'informations détaillées. Il s'agit donc très probablement d'une conjonction de plusieurs facteurs comme : un scénario macroéconomique plus favorable que prévu, des adaptations comptables dans la compilation des chiffres qui ne sont souvent pas explicitées, une sous-estimation de certaines catégories de recettes, une surestimation des dépenses et un point de départ trop bas pour l'élaboration de l'estimation initiale qui a pu donner lieu à un biais systématique (comme constaté précédemment).

- ii) Le solde budgétaire agrégé des administrations locales reste stable par rapport à l'exercice précédent, en affichant un excédent de 124 millions d'euros ou +0,2% du PIB.
- iii) Le Sécurité sociale affiche un surplus de 755 millions d'euros en 2015, soit +1,5% du PIB, comme en 2014. Environ la moitié de ce surplus (soit quelque 388 millions d'euros<sup>42</sup>) s'explique par des rendements purement financiers générés par le fonds de réserve du système de pension.

### Les dépenses publiques

DEPENSES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES	2014	2015	Différence	Variation annuelle
<i>Consommation intermédiaire</i>	1,734	1,864	130	7.5%
<i>Formation de capital</i>	1,717	2,001	284	16.5%
<i>Rémunération des salariés</i>	4,350	4,559	209	4.8%
<i>Subventions à payer</i>	709	728	19	2.7%
<i>Revenus de la propriété</i>	190	182	-8	-4.2%
<i>Prestations sociales en espèces</i>	7,703	7,873	170	2.2%
<i>Prestations sociales en nature</i>	2,422	2,443	21	0.9%
<i>Autres transferts courants</i>	1,476	1,574	98	6.6%
<i>Transferts en capital à payer</i>	392	417	25	6.4%
<i>Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits</i>	392	417	25	6.4%
<b>Total des dépenses publiques</b>	<b>20,739</b>	<b>21,616</b>	<b>878</b>	<b>4.2%</b>

Source : Ministère des Finances (PSC 2016-2020).

**78. La croissance annuelle des dépenses publiques en 2015 se situe à 4,2% en termes nominaux.** Les dépenses ont finalement augmenté de manière beaucoup moins vigoureuse qu'estimé encore en automne dernier, étant donné qu'une croissance de 6,3% était annoncée dans la LPFP 2015-2019.

**79. Le niveau des dépenses, par rapport aux estimations précédentes, est substantiellement révisé à la baisse, mais les raisons n'en sont pas présentées dans le PSC 2016-2020.** Le CNFP ne peut que spéculer sur les origines de cette révision à la baisse qui semble notamment être en rapport avec le développement plus positif de l'économie ainsi qu'une inflation nettement plus faible qu'estimée initialement. Une « simple » surestimation des dépenses n'est toutefois pas à exclure puisque le niveau des dépenses en 2015

<sup>42</sup> La catégorie des « revenus de la propriété » au niveau des recettes de la Sécurité sociale est - pour l'essentiel - composée des revenus réalisés au niveau du Fonds de compensation.

se voit *in fine* révisé à la baisse de 411 millions par rapport à l'estimation actualisée de la LPFP 2015-2019<sup>43</sup> et que des différences comparables avaient été constatées l'an dernier dans l'analyse des chiffres pour l'année 2014, laissant entrevoir d'éventuels biais plus systématiques dans l'établissement des prévisions de dépenses.

80. **La progression annuelle des dépenses publiques, ajustées et en termes réels, est de +0,4%.** Comme le taux de référence applicable est de +2,9% en 2015 au titre de l'« expenditure benchmark » du Pacte de stabilité et de croissance, la règle budgétaire européenne afférente est pleinement respectée. Ce raisonnement est fondé sur les données que le Ministère des Finances a mises à la disposition du CNFP.

*Le CNFP rappelle qu'il importe de préciser la portée d'un non-respect de la règle européenne sur les dépenses étant donné que le TSCG prévoit de manière explicite, à son article 3, que l'évaluation des finances publiques, au titre de ce traité, est à réaliser en prenant comme référence à la fois le solde structurel et l'évolution des dépenses publiques suivant le même critère du Pacte de stabilité et de croissance.*

81. **La règle nationale portant sur le montant maximal des dépenses publiques de l'administration centrale ne peut pas être évaluée puisque la LPFP 2014-2018 qui a précédé l'exercice 2015 n'avait pas arrêté de plafond.** De plus, il y a lieu de noter que le périmètre de consolidation de l'administration centrale s'est vu élargi depuis l'adoption de la LPFP 2014-2018, la SNCI et les CFL faisant désormais partie intégrante de ce sous-secteur. Leur inclusion implique ainsi une révision à la hausse des dépenses (et des recettes) au niveau de l'administration centrale – par rapport à la LPFP 2014-2018 – qui ne résulte que d'une simple adaptation en matière de comptabilisation.

### Les recettes publiques

RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES	2014	2015	Différence	Variation annuelle
<i>Production marchande</i>	480	514	34	7.1%
<i>Production pour usage final propre</i>	214	226	11	5.3%
<i>Paievements au titre de l'autre production non marchande</i>	688	689	1	0.2%
<i>Impôts sur la production et les importations</i>	6,507	6,210	-298	-4.6%
<i>Revenus de la propriété</i>	666	702	36	5.4%
<i>Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.</i>	6,813	7,464	651	9.6%
<i>Cotisations sociales</i>	6,025	6,242	217	3.6%
<i>Autres transferts courants</i>	78	143	65	82.3%
<i>Transferts en capital à recevoir</i>	100	98	-2	-2.1%
<b>Total des recettes publiques</b>	<b>21,573</b>	<b>22,288</b>	<b>715</b>	<b>3.3%</b>

Source : Ministère des Finances (PSC 2016-2020).

82. **En 2015, les recettes publiques ont progressé à un rythme beaucoup moins prononcé qu'en 2014, en affichant toutefois toujours une hausse de 715 millions d'euros par rapport à l'exercice précédent, soit une variation annuelle de +3,3% contre +5,3% en 2014.** Cette évolution est pour l'essentiel attribuable à une diminution des rentrées fiscales liées à la TVA (-6,9%) alors que les impôts sur les revenus des personnes physiques (+8,5%), les cotisations sociales (+3,6%), les impôts sur les sociétés<sup>44</sup> (+10,5%) et la taxe d'abonnement (+16,5%) ont affiché une évolution très positive.
83. **Par rapport aux estimations sous-jacentes à la LPFP 2015-2019 de l'automne dernier, les recettes en 2015 sont d'ailleurs largement révisées à la hausse, de quelque 210 millions d'euros.**

<sup>43</sup> La révision à la baisse considérable de dépenses publiques en 2015, à hauteur de 411 millions d'euros, s'étend à quasiment toutes les catégories de dépenses (à l'exception des « transferts courants »). Ainsi, les dépenses de prestations sociales ont notamment été 339 millions plus faibles que prévues et les dépenses d'investissements indirects avaient été surestimées de 113 millions.

<sup>44</sup> Impôt sur le revenu des collectivités, impôt commercial communal et impôt sur la fortune. La croissance assez significative semblerait en partie être liée à une augmentation des avances à payer au cours de l'année 2015 (selon la NDC 1-2016).

### La mise en œuvre du *Zukunftspak* en 2015

84. Comme le PSC 2016-2020 ne contient pas d'actualisation au sujet de la mise en œuvre du *Zukunftspak*, le CNFP n'est pas en mesure d'évaluer sur base *ex post* l'impact du paquet de mesures de consolidation. Les autorités ont cependant indiqué qu'une actualisation serait présentée dans le cadre du projet de loi<sup>45</sup> portant règlement du compte général de l'exercice 2015 (voir également les remarques aux points 96 et 122-124 de la présente).

---

<sup>45</sup> Le projet de loi afférent n'a pas été à la disposition du CNFP au moment de la finalisation de la présente évaluation.

### 4.3 Les finances publiques en 2016

#### **EVALUATION INTRA-ANNUELLE DES REGLES BUDGETAIRES POUR L'ANNEE 2016**

En 2016, les administrations publiques du Luxembourg devraient respecter la règle budgétaire prévue par la loi du 12 juillet 2014 concernant la conformité du solde structurel à l'OMT de +0,5% du PIB, et ce indépendamment de la méthode de calcul retenue pour déterminer l'écart de production.

Sur la base de ce constat préliminaire, qui sera actualisé par le CNFP à l'occasion de la prochaine mise à jour des chiffres en automne 2016, le mécanisme de correction ne serait pas déclenché.

Quant au montant maximal des dépenses de l'administration centrale, le CNFP n'est pas en mesure d'en vérifier le respect tant que de tels plafonds ne sont pas fixés dans la loi.

La règle européenne sur la progression annuelle des dépenses publiques continue à être respectée en 2016.

De manière plus générale, les chiffres pour 2016 sont également légèrement révisés à la hausse par rapport aux estimations présentées antérieurement, et ce malgré le fait que le contexte économique à court terme est supposé être potentiellement moins favorable.

#### **Le solde nominal des administrations publiques**

85. Dans le PSC 2016-2020, le solde nominal pour 2016 est estimé à +409 millions d'euros, soit +0,8% du PIB. Il s'agirait d'une détérioration relativement importante, de 0,5 point du PIB, par rapport à l'exercice précédent qui affichait encore un surplus nettement plus élevé (672 millions d'euros ou 1,3% du PIB). Cette détérioration devrait avant tout s'expliquer par le ralentissement projeté de la croissance économique en 2016 (de 4,8% en 2015 à 2,9% en 2016) et des effets décalés du manque à gagner au niveau de la TVA sur le commerce électronique. Une sous-estimation du solde nominal n'est cependant pas à exclure non plus et pourrait expliquer le fait que le STATEC a présenté dans sa Note de Conjoncture une prévision actualisée qui table sur un solde légèrement plus favorable de +1,0% du PIB en 2016. La Commission européenne, dans sa prévision de printemps présentée le 3 mai 2016, indique également une prévision de +1,0% du PIB pour le solde nominal en 2016.

86. Le solde nominal pour 2016 est légèrement revu à la hausse, de 0,3 point, en comparaison au projet de budget pour 2016. En termes absolus, la révision à la hausse du solde nominal s'élève par ailleurs à 140 millions d'euros. En particulier, il s'agit de la somme (i) d'une révision à la baisse de 430 millions d'euros au niveau de dépenses – révision qui découle probablement des révisions opérées pour l'exercice 2015 (cf. point 73) – et (ii) d'une révision à la baisse au niveau de recettes de 290 millions d'euros. A l'instar de ce que le CNFP a noté en relation avec l'amélioration du solde budgétaire en 2015, les facteurs à la base de cette révision restent pour l'essentiel inexpliqués dans le PSC 2016-2020.

Le CNFP recommande aux autorités de mieux documenter les révisions apportées à leurs estimations budgétaires et d'en fournir les explications afférentes en toute transparence.

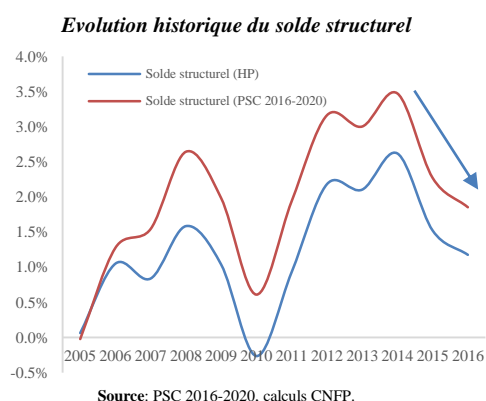
87. La révision à la hausse par rapport au PSC 2015-2019 est moins importante et ne se chiffre qu'à 0,1 point de %. Le PSC de l'année dernière tablait en effet sur un solde de +0,7% du PIB 2016, soit 332 millions d'euros.

## Le solde structurel

88. Le solde structurel pour 2016 est estimé à +1,2% du PIB (selon la méthode HP) et à +1,9% du PIB (selon la méthode COM-LUX), et donc supérieur à l'OMT de +0,5% du PIB<sup>46</sup>. Aucune adaptation n'a pu être faite pour mesures exceptionnelles ou temporaires dans la mesure où le CNFP ne dispose pas d'informations à leur égard.

*La règle budgétaire portant sur le solde structurel est respectée en 2016, indépendamment de la méthode de calcul retenue, étant donné que le solde structurel qui en résulte est toujours supérieur à l'objectif à moyen terme (OMT) de +0,5% du PIB. Le mécanisme de correction ne doit par conséquent pas être déclenché.*

89. Comparé à l'année 2015, et afin d'apprécier l'évolution sous-jacente des finances publiques du Luxembourg, il s'agit d'une nouvelle diminution du solde structurel à hauteur de 0.3-0.4 point de %. La dégradation de la situation sous-jacente s'expliquerait, indépendamment de la méthode de calcul retenue, pour l'essentiel par la réduction qui est supposée au niveau du solde nominal de 2015 à 2016, alors que l'ajustement cyclique tire le solde structurel légèrement à la hausse en raison de l'affaiblissement de la croissance attendue en 2016.



90. Par rapport aux estimations avancées précédemment, il y a lieu de relever les faits suivants :

- i) La nouvelle estimation pour le solde structurel pour 2016 est supérieure à l'estimation calculée sur la base du LPFP 2015-2019 (selon la méthode HP) qui était de +0,3% du PIB. La différence de 0,9 point s'explique, d'une part, par l'amélioration du solde nominal et, d'autre part, par l'affaiblissement de la croissance tirant le solde structurel également à la hausse.
- ii) En comparaison au PSC 2015-2019, la nouvelle estimation pour le solde structurel en 2016 est également légèrement supérieure mais d'une moindre envergure (0,5 point de %) comme la différence au niveau du solde nominal est moins faible.

## Les sous-secteurs des administrations publiques

*Solde budgétaire nominal des administrations publiques*

	2016 en mio d'euros	2016 en % du PIB
<i>Administrations publiques</i>	+409	+0,8
<b>Administration centrale</b>	-470	-0,9
<b>Administrations locales</b>	+100	+0,2
<b>Sécurité sociale</b>	+778	+1,4

Source : PSC 2016-2020.

91. La situation au niveau des sous-secteurs demeure différenciée et masque des évolutions divergentes:

- i) Après avoir déjà diminué en 2015, le déficit de l'administration centrale connaîtrait une nouvelle dégradation à un niveau de -470 millions d'euros, soit -0,9% du PIB, et ce probablement sous l'effet décalé des moins-values liées à la TVA sur le commerce électronique ainsi qu'une reprise de la tendance haussière des dépenses (+5,6% en 2016 contre +4,0% en 2015). Une sous-estimation du

<sup>46</sup> Le solde structurel estimé par la Commission européenne dans ses prévisions du 3 mai 2016 s'élève à 1,4% du PIB.



solde de l'administration centrale n'est toutefois pas à exclure comme le « point de départ » en 2015 s'est nettement amélioré.

- ii) Le solde des administrations locales devrait rester stable et afficher un excédent de 100 millions d'euros, soit +0,2% du PIB.
- iii) De même, la Sécurité sociale continue à présenter un surplus important, avec un solde positif de 778 millions d'euros, soit +1,4% du PIB. Cette situation excédentaire continue à s'expliquer par le fait que, d'une part, les cotisations dépassent les prestations, du moins dans le cas de l'assurance-pension, et que, d'autre part, les rendements générés par les investissements du fonds de réserve du système de pension contribuent de plus en plus à l'excédent des recettes. Le poids relatif de ces revenus dans le surplus s'accroît ainsi de 51,4% en 2015 à 53,0% en 2016.

## Les dépenses publiques

DEPENSES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES	2014	2015	Différence	Variation annuelle
<i>Consommation intermédiaire</i>	1,864	1,996	132	7.1%
<i>Formation de capital</i>	2,001	2,261	260	13.0%
<i>Rémunération des salariés</i>	4,559	4,686	127	2.8%
<i>Subventions à payer</i>	728	729	1	0.2%
<i>Revenus de la propriété</i>	182	203	21	11.4%
<i>Prestations sociales en espèces</i>	7,873	8,102	229	2.9%
<i>Prestations sociales en nature</i>	2,443	2,522	79	3.2%
<i>Autres transferts courants</i>	1,574	1,688	114	7.3%
<i>Transferts en capital à payer</i>	417	456	39	9.3%
<i>Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers</i>	417	456	39	9.3%
<b>Total des dépenses publiques</b>	<b>21,616</b>	<b>22,612</b>	<b>995</b>	<b>4.6%</b>

Source: Ministère des Finances (PSC 2016-2020).

- 92. En 2016, les dépenses publiques reprennent de l'élan pour atteindre une croissance de +4,6% en termes nominaux. Comparé à 2015, il s'agit d'une nouvelle hausse de la dynamique de croissance des dépenses, et ce malgré l'effet supposé des mesures de consolidation du *Zukunftspak*. En particulier, on peut constater une croissance soutenue des dépenses de consommation intermédiaire (c.à.d. des frais de fonctionnement) et de l'investissement public (formation de capital), avec une augmentation des dépenses afférentes de 13% en 2016.
- 93. La croissance annuelle des dépenses de l'ensemble des administrations publiques, ajustées et en termes réels, serait de +2,1% en 2016. Comme le taux de référence applicable au titre de l'« expenditure benchmark » serait de 3,1% en 2016, selon les données du Ministère des Finances mises à la disposition du CNFP, le taux de croissance ajusté est inférieur au taux de référence précité et la règle européenne afférente serait respectée.
- 94. Les dépenses de l'administration centrale s'élèveraient à 16.519 millions d'euros en 2016, ce qui est inférieur à la prévision de 16.739 millions d'euros découlant de la LPFP 2015-2019. Comme la loi n'a pas arrêté de montant maximal pour ces dépenses, le CNFP n'est cependant pas en mesure de vérifier le respect de la règle budgétaire nationale afférente.

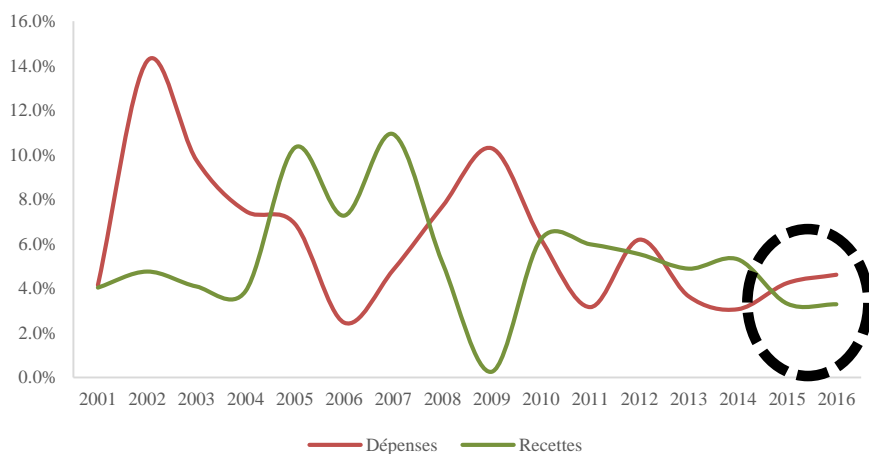
## Les recettes publiques

RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES	2015	2016	Différence	Variation annuelle
<i>Production marchande</i>	514	541	27	5.2%
<i>Production pour usage final propre</i>	226	224	-1	-0.5%
<i>Paielements au titre de l'autre production non marchande</i>	689	683	-6	-0.9%
<i>Impôts sur la production et les importations</i>	6,210	6,313	104	1.7%
<i>Revenus de la propriété</i>	702	736	34	4.9%
<i>Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.</i>	7,464	7,933	469	6.3%
<i>Cotisations sociales</i>	6,242	6,409	167	2.7%
<i>Autres transferts courants</i>	143	108	-35	-24.5%
<i>Transferts en capital à recevoir</i>	98	72	-26	-26.3%
<b>Total des recettes publiques</b>	<b>22,288</b>	<b>23,020</b>	<b>732</b>	<b>3.3%</b>

Source : Ministère des Finances (PSC 2016-2020).

95. **La croissance des recettes publiques reste inchangée par rapport à 2015. Les recettes sont estimées augmenter de +3,3%, ce qui représente toutefois un taux de variation relativement faible pour une période de conjoncture favorable.** Après le ralentissement important rencontré en 2015, la croissance des recettes ne repartirait pas à la hausse en 2016 et afficherait ainsi pour la deuxième fois de suite une augmentation plus faible que l'augmentation des dépenses (« effet ciseaux », cf. graphique ci-après). La croissance des recettes ne parvient d'ailleurs toujours pas à renouer avec le rythme que le Luxembourg connaissait avant la crise (+7,2% en moyenne entre 1996-2006) et continue à suivre une trajectoire légèrement baissière enclenchée depuis l'année 2010.

*Evolution du taux de croissance  
des dépenses et des recettes publiques en 2016 dans une perspective historique.*



Source : Ministère des Finances (PSC 2016-2020), STATEC.

## La mise en œuvre du *Zukunftspak* en 2016

	2016 LPFP 2014-2018	2016 PSC 2015-2019	2016 LPFP 2015-2019
<b>Recettes (augmentation)</b>	+510	+488	<b>+327</b>
<b>Dépenses (réduction)</b>	-286	-276	<b>-258</b>
<b>Impact total sur le solde de l'admin. publique</b>	<b>+796</b>	<b>+765</b>	<b>+584</b>

Source : LPFP 2014-2018, PSC 2015-2019, LPFP 2015-2019.

96. **Comme le PSC 2016-2020 ne comporte pas d'actualisation de la mise en œuvre du *Zukunftspak*, le CNFP réitère sa recommandation à l'adresse des autorités d'assurer un examen systématique et régulier de la stratégie d'assainissement des finances publiques.** Rappelons cependant que depuis l'annonce, en automne 2014, du paquet de consolidation avec les 258 mesures initiales qui l'ont composé, l'impact financier a été successivement revu à la baisse, notamment en raison d'une surestimation de l'effet de la hausse des taux de TVA ainsi qu'en raison d'une mise en œuvre moins conséquente de certaines mesures de consolidation. Aussi convient-il de rappeler que l'effet total du *Zukunftspak* avait été calculé par rapport à un scénario théorique dit « à politique inchangée », et fondé notamment sur des données de base moins favorables. Etant donné que le point de départ en 2014 a été probablement moins défavorable que prévu, une actualisation de l'impact du *Zukunftspak* devrait a priori en tenir compte et ajuster le scénario théorique de façon concomitante.

## 4.4 Les finances publiques de 2017 à 2020

### EVALUATION EX ANTE DES REGLES BUDGETAIRES POUR LES ANNEES 2017 à 2020

A moyen terme, les administrations publiques sont désormais supposées respecter la règle nationale portant sur le solde structurel. Ce constat est fondé sur les chiffres afférents indiqués au PSC 2016-2020 ainsi que sous l'hypothèse que l'OMT actuellement inscrit dans la loi nationale (à savoir la LPFP 2015-2019) se voit également abaissé à -0,5% du PIB à partir de 2017.

Le CNFP donne cependant à considérer que l'analyse montre que (a) le changement de la méthode de calcul pour le solde structurel, du filtrage HP dans la LPFP 2014-2019 à désormais une simulation de la méthode européenne par le STATEC (méthode COM-LUX), et (b) l'abaissement de l'OMT, fondé sur une hypothèse démographique de 1,1 million d'habitants d'ici 2060 et en ne tenant pas compte de l'objectif du programme gouvernemental de stabiliser la dette publique à tout moment en-dessous de 30% du PIB, sont déterminants pour aboutir à ce constat désormais favorable.

En examinant les développements sous-jacents tant sur le plan du solde nominal, qu'au niveau des sous-secteurs des administrations publiques ou encore des recettes et des dépenses, la trajectoire pluriannuelle des finances publiques se voit dégradée.

Le solde nominal des administrations publiques consolidées est ainsi largement révisé à la baisse à partir de 2017, et ce malgré un point de départ nettement plus favorable. Le solde nominal est supposé néanmoins rester en surplus, selon les chiffres du PSC 2016-2020, sur toute la période sous revue.

Comme l'expérience des dernières années a montré que les estimations budgétaires initiales connaissent par la suite souvent des révisions à la hausse substantielles, le CNFP ne peut pas exclure que les chiffres présentés au PSC 2016-2020 se verront une fois de plus corrigés vers le haut aussi longtemps que de potentiels biais systématiques n'auront pas été identifiés et corrigés.

Le CNFP estime toutefois que les risques sont actuellement plutôt orientés à la baisse, car les hypothèses de base sont entourées de beaucoup d'incertitudes et il est fait abstraction de nombreux risques économiques et politiques dans l'élaboration des prévisions budgétaires. De plus, le paquet de mesures de consolidation « Zukunftspak » ne semble plus être intégralement mis en œuvre.

Dans le PSC 2016-2020, les autorités font l'hypothèse que les dépenses sont supposées augmenter moins rapidement que par le passé. Une telle évolution favorable n'est toutefois pas automatique et elle présuppose une action continue et proactive pour assurer la maîtrise des dépenses.

Les recettes publiques continueront, elles, à subir les suites du changement de régime en matière de TVA sur le commerce électronique. En même temps, les allègements fiscaux dans le cadre de la réforme fiscale auront un impact majeur sur les finances publiques du pays à partir de 2017. Leur impact, qui est estimé à 534 millions d'euros d'ici 2020, est notamment à l'origine de la dégradation du solde nominal des administrations publiques et du déficit de l'administration centrale.

L'administration centrale voit en effet son déficit considérablement aggravé à partir de 2017 et les chiffres du PSC 2016-2020 signalent le retour à des déficits de l'ordre de 1 milliard d'euros qui feront augmenter de façon substantielle la pression sur la dette publique et qui limiteront la marge de manœuvre pour répondre à d'éventuels chocs économiques ou d'autres imprévus.

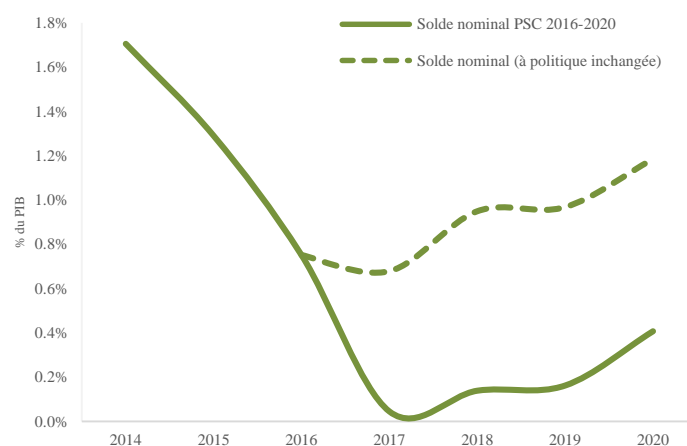
Les administrations locales en agrégé sont censées connaître un solde légèrement excédentaire sur toute la période sous revue, alors que les prévisions afférentes se basent pour l'essentiel sur une extrapolation des tendances observées par le passé.

La Sécurité sociale continuera à présenter des excédents importants. Cette situation financière positive cache néanmoins des tendances sous-jacentes qui risquent d'être renversées et qui font que la soutenabilité à long terme des finances publiques est loin d'être assurée.

Finalement, il y a lieu de noter que le CNFP n'est pas en mesure d'évaluer le respect de la règle nationale portant sur le montant maximal des dépenses de l'administration centrale étant donné que la LPFP 2014-2018 et la LPFP 2015-2019 n'arrêtent pas les montants afférents et que la règle prévue par la loi du 12 juillet 2014 continue à ne pas être mise en œuvre.

Quant à la règle européenne sur la variation annuelle des dépenses publiques, elle serait respectée – selon les calculs du Ministère des Finances – sur toute la période sous revue, à l'exception de l'année 2017. Des suites procédurales ne risquent cependant pas d'être déclenchées.

## Le solde nominal des administrations publiques



Source : PSC 2016-2020, STATEC.

Solde nominal PSC – 2016-2020	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
En millions d'euros	834	672	409	26	86	106	280
En % du PIB	+1.7%	+1.3%	+0.8%	+0.0%	+0.1%	+0.2%	+0.4%

Solde nominal (à politique inchangée) TABLEAU 2B PSC 2016-2020	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
En millions d'euros	834	672	409	394	589	636	814
En % du PIB	+1.7%	+1.3%	+0.8%	+0.7%	+0.9%	+1.0%	+1.2%

Source : PSC 2016-2020, calculs du CNFP pour la trajectoire à politique inchangée exprimées en millions d'euros.

97. **En 2017, et selon les chiffres du PSC 2016-2020, le solde nominal des administrations publiques serait à l'équilibre, mais largement inférieur aux soldes constatés les années précédentes** Après avoir atteint un pic de +1,7% du PIB ou de 834 millions d'euros en 2014, ce sont notamment les moins-values en matière de TVA sur le commerce électronique qui ont mené à une première dégradation importante de la situation financière des administrations publiques à partir de 2015. Ce manque à gagner n'a d'ailleurs été que partiellement compensé par les mesures du *Zukunftspak* ainsi que par l'amélioration conjoncturelle. Les moins-values se voient par ailleurs une nouvelle fois accentuées dès 2017 du fait que la part des recettes de TVA liée au commerce électronique que le Luxembourg peut encore retenir est réduit de la moitié, de 30% à 15% à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2017, avec un nouveau déchet fiscal de 234 millions d'euros<sup>47</sup>. A cela s'ajoute désormais aussi l'impact financier majeur de la réforme fiscale qui est loin d'être budgétairement neutre, comme annoncé précédemment.
98. **A moyen terme, le solde nominal est estimé s'améliorer progressivement en direction d'un solde de +0,4% du PIB.** Cette légère amélioration s'explique probablement par le fait que l'impact financier négatif des allègements fiscaux serait graduellement absorbé par la dynamique économique soutenue en 2017 et 2018 et en supposant que les recettes renoueraient avec leur croissance tendancielle. En même temps, cela présuppose aussi que les dépenses soient maîtrisées selon la trajectoire volontariste du PSC 2016-2020 (cf. infra).
99. **La dégradation du solde nominal en comparaison aux années précédentes et à la trajectoire à politique inchangée résulte principalement des allègements annoncés dans le cadre de la réforme fiscale.** Selon le tableau 2b figurant au PSC 2016-2020 (page 41), la trajectoire du solde nominal au niveau des administrations publiques, à politique inchangée, s'obtient en effet si l'on soustrait simplement l'impact net de la réforme fiscale sur toute la période sous revue. Il convient toutefois de noter que, malgré l'impact conséquent de cette réforme, le solde nominal des administrations publiques continue à rester positif sur toute la période sous considération.

<sup>47</sup> Selon des précisions qui ont été fournies au CNFP par le Ministère des Finances.

**100. La trajectoire prévisionnelle des finances publiques à moyen terme esquissée dans le PSC 2016-2020 est potentiellement plus équilibrée que par le passé, c.à.d. que les risques pour d'éventuelles révisions à la hausse et à la baisse des chiffres sont plus équilibrés.** L'expérience des dernières années a en effet révélé que les « risques » à la hausse ont été prépondérants et que les soldes nominaux indiqués dans la documentation budgétaire (et les PSC) avaient souvent été sous-estimés. Désormais il semble que les chiffres n'affichent plus nécessairement des biais excessivement prudents, le PSC 2016-2020 présentant ainsi potentiellement une trajectoire plus équilibrée que par le passé. Les révisions à la hausse ne peuvent toutefois pas être exclues tant que les potentiels biais systématiques n'ont pas été entièrement identifiés et corrigés.

**101. Pour les années à venir, les risques à la baisse sont importants aux yeux du CNFP.** En particulier, il importe de relever les éléments suivants :

- i) Les perspectives à moyen terme pour l'économie luxembourgeoise dépendent fortement des hypothèses de base exogènes. Une évolution différente à celle qui est actuellement admise affecterait de manière considérable l'évolution des finances publiques. En particulier, la trajectoire pluriannuelle du PSC 2016-2020 présuppose :
  - a) une évolution relativement favorable des marchés financiers à partir de 2017;
  - b) un maintien des cours du pétrole et du taux de change de l'euro contre le dollar à des niveaux constants et historiquement bas ;
  - c) une remontée graduelle et régulière de l'inflation à partir de 2017 ;
  - d) une évolution favorable de la croissance en zone euro dès 2017, connaissant cependant un certain tassement en fin de période ;
  - e) une impulsion continue de la politique monétaire accommodante, avec une sortie graduelle (et sans perturbations) à partir de 2018.
- ii) le scénario macroéconomique à moyen terme fait abstraction de plusieurs risques dont notamment :
  - a) un impact structurel potentiellement négatif pour le Luxembourg en raison des adaptations en cours en matière de fiscalité internationale des entreprises (projet BEPS de l'OCDE/G20, harmonisation fiscale au niveau de l'UE, etc.) ;
  - b) une évolution moins dynamique du secteur financier en raison du poids accru de la réglementation ainsi que des défis structurels et technologiques
  - c) le risque d'un retour abrupt de la volatilité des marchés financiers en raison notamment des éléments précités ainsi que de la divergence des politiques monétaires à l'échelle mondiale ;
  - d) les risques économiques, géopolitiques et démographiques en Europe (p.ex. la question du maintien du Royaume-Uni au sein de l'Union européenne ou une accentuation de la crise des réfugiés) et à l'échelle mondiale (ralentissement de la croissance dans les économies émergentes) ;
- iii) la trajectoire pluriannuelle est basée sur l'hypothèse d'une mise en œuvre complète du Zukunftspak, dont l'impact a cependant été réduit et dont plusieurs mesures ont été ou seront potentiellement encore supprimées ;
- iv) l'évolution moins dynamique des dépenses publiques comparée à l'évolution historique n'est pas automatique et présuppose (a) des efforts soutenus quant à leur maîtrise et (b) l'absence de toute nouvelle mesure (au-delà de ce qui a été déjà intégré dans les chiffres) pour réaliser les objectifs du PSC 2016-2020 ;
- v) la trajectoire prévoit notamment une baisse relativement importante des investissements publics de 4,2% du PIB en 2016 à 3,4% du PIB en 2020 (les niveaux absolus se voient néanmoins stabilisés), alors que l'augmentation de la population découlant de la nouvelle projection démographique ainsi

que la forte création d'emploi sous-jacente au scénario macroéconomique impliquent en fait un besoin en investissements publics accru<sup>48</sup> ;

- vi) de manière générale, les recettes semblent être élaborées sous l'hypothèse d'un graduel retour à des taux de croissance historiques, présupposant ainsi (i) le maintien de l'attractivité fiscale du pays pour les entreprises internationales et (ii) une continuation des tendances positives pour certaines catégories de recettes majeures, comme p.ex. l'impôt sur le revenu des personnes physiques (impacté structurellement cependant par la réforme fiscale) ou encore la taxe d'abonnement (soumise aux aléas des marchés financiers).
- vii) en même temps, les déchets découlant de la réforme fiscale pourraient s'avérer plus importants qu'admis à l'heure actuelle ;
- viii) en matière de TVA sur le commerce électronique, la trajectoire présuppose que les acteurs principaux continueront à faire utilisation du « guichet unique », ce qui permettrait au Luxembourg de continuer à encaisser des montants importants jusqu'en 2019.
- ix) la trajectoire s'étend par ailleurs au-delà de l'actuelle période législative, et présuppose ainsi une orientation budgétaire inchangée pour les années 2019 et 2020.

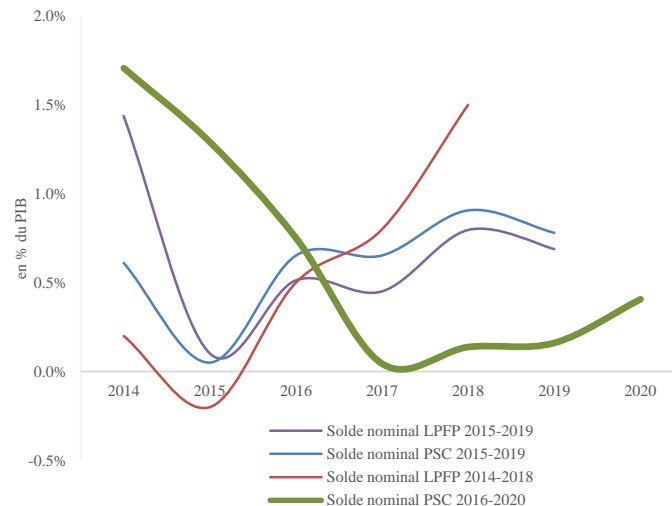
**102. Parmi les risques pouvant mener à une nouvelle révision à la hausse à moyen terme, il y a lieu de citer les éléments suivants :**

- i) un point de départ sous-estimé pour les années 2015 et 2016, étant donné que l'expérience du passé a montré que les soldes estimés initialement sont souvent révisés de manière significative, sur base *ex post*, vers le haut.
- ii) un environnement économique en zone euro plus favorable qu'attendu, grâce à la maîtrise des défis politiques, structurels et économiques, permettant de la sorte de renouer avec des taux de croissance économiques supérieurs à ceux actuellement estimés
- iii) une intégration plus complète de l'impact financier de la réforme fiscale, entraînant des effets de second tour positifs pour les finances publiques (le CNFP note toutefois que les effets de second tour positifs sont probablement limités, selon une étude récente du STATEC<sup>49</sup>) ;
- iv) un secteur financier qui parvient à s'adapter à la nouvelle situation réglementaire, fiscale et technologique et qui se développe donc mieux qu'anticipé à l'heure actuelle ;
- v) le maintien, voire le renforcement, de l'attractivité économique et fiscale du Luxembourg, en raison notamment (a) d'une stabilité relative du Luxembourg par rapport à ses partenaires commerciaux, (b) des incertitudes et/ou des délais dans la mise en œuvre du plan BEPS ou encore (c) en raison d'une adaptation réussie du Luxembourg au « *level-playing-field* » mondial et la consolidation concomitante des atouts économiques traditionnels à d'autres niveaux (cadre réglementaire, notation AAA, main-d'œuvre qualifiée, investissements en R&D, création de nouvelles niches de compétences, etc.).

<sup>48</sup> Il est toutefois précisé dans le PSC 2016-2020 (p.29) : « La baisse du niveau de l'investissement public en fin de période à un horizon  $t+4$  est souvent liée au fait que des projets actuellement en cours seront achevés au cours de la période alors qu'ils ne sont pas, à l'heure actuelle, remplacés dans la programmation pluriannuelle faute de connaissance des priorités en quatre ans. »

<sup>49</sup> Etude « Impact de la réforme fiscale en faveur des ménages », NDC 1-2016, pp 96-100. Le STATEC note ainsi que l'impact initial de 0,71% du PIB ne serait que marginalement amoindri, à 0,67% du PIB, après la prise en compte des effets bénéfiques sur le pouvoir d'achat des ménages.

*Comparaison des estimations successives des soldes nominaux.*



Source : Ministère des Finances (PSC 2016-2020, LPFP 2015-2019, LPFP 2014-2018, PSC 2015-2019), STATEC.

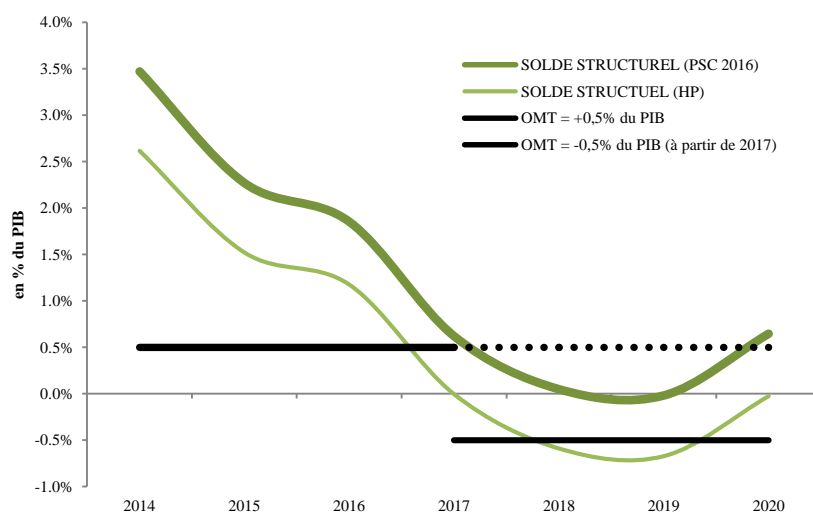
- 103. Comparé aux prévisions précédentes, l'évolution du solde nominal est révisée de manière importante. Les perspectives à moyen terme se voient dégradées de manière significative, malgré la bonne tenue de la conjoncture (croissance réelle du PIB de +3,8% par an en moyenne) et ceci en dépit des révisions à la hausse substantielle pour les années 2014 et 2015 (voire 2016). A titre d'exemple, il convient notamment de rappeler qu'en octobre 2014 le solde nominal pour 2018 était encore projeté à +1,5% du PIB (+851 millions d'euros). Il est désormais projeté à +0,1% du PIB (+86 millions d'euros), soit une révision à la baisse de 1,4 point de % ou de 765 millions d'euros en moins. Cette révision à la baisse s'explique très probablement par l'abandon du principe de neutralité budgétaire en ce qui concerne la réforme fiscale, par l'abolition de l'impôt temporaire de 0,5% ainsi que, potentiellement, par une mise en œuvre incomplète du projet initial du *Zukunftspak*.**

Le CNFP regrette que ni la dégradation, ni les raisons pour cette détérioration par rapport aux estimations précédentes, ne soient explicitées dans le PSC 2016-2020 et il réitère sa recommandation à l'adresse des autorités de présenter, en toute transparence et de manière systématique, les explications afférentes dans la documentation budgétaire.



## Le solde structurel

*Evolution du solde structurel à moyen terme.*



Source : Calculs CNFP, Ministère des Finances (PSC 2016-2020), STATEC.

### A) Evaluation du respect de l'OMT selon la méthode de calcul retenue dans le PSC 2016-2020

(En % du PIB)	2017	2018	2019	2020
<b>Solde structurel selon PSC 2016-2020 (méthode COM-LUX)</b>	<b>+0.6%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>+0.6%</b>
<b>Ecart par rapport à l'OMT de +0,5% du PIB</b>				
sur 1 an	OMT respecté	-0.5%	-0.5%	OMT respecté
sur 2 ans en moyenne	OMT respecté	-0.2%	-0.5%	-0.2%
<b>Ecart par rapport : à l'OMT de -0,5% du PIB</b>				
sur 1 an	OMT respecté	OMT respecté	OMT respecté	OMT respecté
sur 2 ans en moyenne	OMT respecté	OMT respecté	OMT respecté	OMT respecté

### B) Evaluation du respect de l'OMT selon la méthode de filtrage HP

(En % du PIB)	2017	2018	2019	2020
<b>Solde structurel selon la méthode de filtrage HP</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>0.0%</b>
<b>Ecart par rapport à l'OMT de +0,5% du PIB</b>				
sur 1 an	-0.5%	-1.1%	-1.2%	-0.5%
sur 2 ans en moyenne	OMT respecté	-0.8%	-1.1%	-0.8%
<b>Ecart par rapport : à l'OMT de -0,5% du PIB</b>				
sur 1 an	OMT respecté	-0.1%	-0.2%	OMT respecté
sur 2 ans en moyenne	OMT respecté	OMT respecté	-0.1%	OMT respecté

En rouge : Ecart à considérer comme « important » suivant la loi du 12 juillet 2014 et déclenchant le mécanisme de correction.

Source : Calculs CNFP, PSC 2016-2020.

104. **Le solde structurel pour 2017 est estimé à +0,6% du PIB (selon le PSC 2016-2020) et à 0% du PIB (selon la méthode HP)<sup>50</sup>.** Les résultats obtenus avec les deux méthodes de calcul continuent en effet de montrer des niveaux très divergents, d'où la nécessité de s'accorder sur une approche unique pour les besoins de la gouvernance nationale. Selon les chiffres du PSC 2016-2020, le solde structurel en 2017 respecte l'OMT de +0,5% du PIB tel que fixé dans la LPFP 2015-2019 (cf. supra). Un solde structurel déterminé à l'aide de la méthode HP donne un « écart important » par rapport à l'OMT de +0,5% en 2017. Le Gouvernement a néanmoins annoncé, dans le cadre du PSC 2016-2020, sa volonté de porter, à partir de 2017, son OMT à un niveau moins ambitieux de -0,5% du PIB.

*D'après les chiffres du PSC 2016-2020 et selon l'OMT de +0,5% fixé dans la LPFP 2015-2019, la règle budgétaire concernant le solde structurel serait en effet respectée en 2017. Ce même constat vaut évidemment aussi par rapport à un OMT de -0,5% du PIB.*

*Le constat diffère cependant en prenant pour référence un solde structurel déterminé à l'aide de la méthode de filtrage HP qui aboutit à la présence d'un « écart important » par rapport à l'OMT de +0,5% du PIB, mais qui respecterait le nouvel OMT de -0,5%.*

105. **En comparaison à l'année 2016, il s'agirait d'une dégradation substantielle de la situation sous-jacente des finances publiques.** Après la dégradation constatée de 2015 à 2016, la tendance sous-jacente des finances publiques du Grand-Duché devrait ainsi à se détériorer considérablement à partir en 2017. Ce « constat économique » ne change pas selon la méthode d'estimation employée puisque la différence entre le solde structurel en 2017 et celui en 2016 est quasiment identique pour les deux méthodes.
106. **A moyen terme, le solde structurel devrait se dégrader davantage, avec l'apparition d'un « écart important » par rapport à l'OMT de +0,5% en 2018 et 2019 selon les chiffres du PSC 2016-2020, avec à la clé le risque d'un déclenchement du mécanisme de correction.** Par ailleurs, en évaluant le solde structurel selon la méthode de filtrage HP, comme dans l'évaluation du CNFP d'automne dernier, un « écart important » se présenterait sur toute la période 2017 à 2020.
107. **Le CNFP note cependant l'intention du Gouvernement de vouloir abaisser l'OMT à -0,5% du PIB à partir de 2017. La règle budgétaire nationale serait de la sorte respectée sur toute la période sous revue puisque la trajectoire indiquée au PSC 2016-2020 demeure à tout moment au-dessus de -0,5% du PIB.** Une évaluation du solde structurel selon la méthode HP aboutit à un solde structurel plus faible, et inférieur au nouvel OMT de -0,5% du PIB en 2018 et 2019, sans pour autant faire apparaître un écart important.

*L'analyse ci-avant montre qu'à la fois l'abaissement de l'OMT et la question de la méthodologie pour déterminer le solde structurel ont un impact déterminant sur le constat d'un éventuel « écart important » ainsi que sur le potentiel déclenchement du mécanisme de correction automatique au titre de la loi du 12 juillet 2014.*

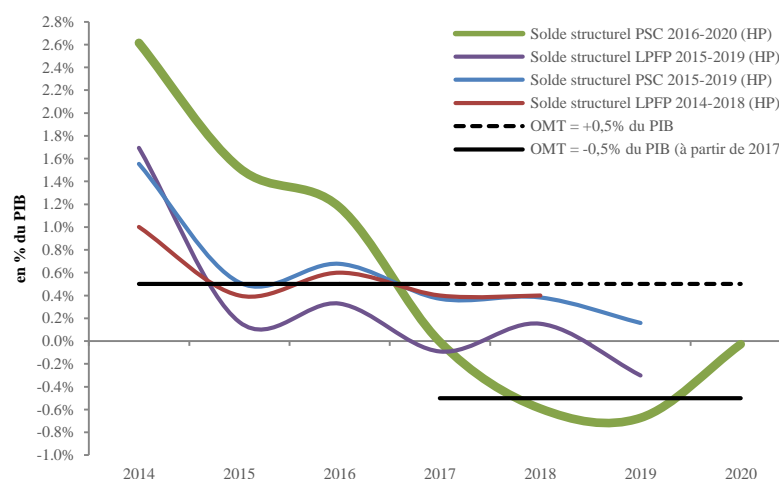
*Le CNFP regrette qu'au cours des derniers mois la méthode de calcul pour le solde structurel employée par le Gouvernement a été modifiée, et ce sans explications conséquentes. Il constate que la résultante de la nouvelle approche donne un solde structurel bien plus élevé sur toute la période sous revue.*

*En même temps, le CNFP donne à considérer que l'OMT se voit abaissé à partir de 2017, sur la base d'un calcul qui repose sur une projection démographique de 1,1 million d'habitants à l'horizon 2060 et qui ne tient pas compte de l'objectif du programme gouvernemental de stabiliser la dette publique à tout moment en-dessous de 30% du PIB.*

*Il se trouve que la conjonction de ces deux éléments aboutit désormais à un solde structurel respectant l'OMT sur toute la période sous revue.*

<sup>50</sup> Selon les prévisions de printemps de la Commission européenne (du 3 mai 2016), le solde structurel du Luxembourg serait de +0,3% du PIB en 2017.

**Comparaison des estimations successives du solde structurel  
établies suivant la même approche méthodologique**



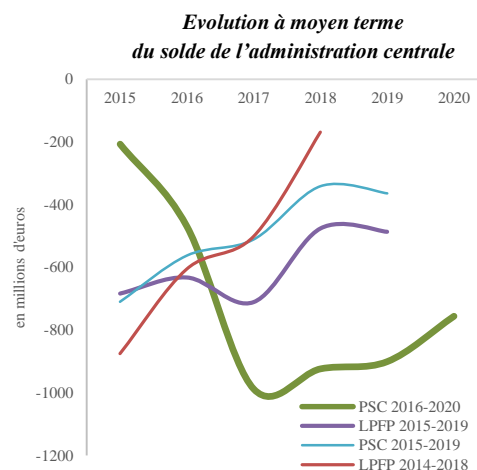
Source: Calculs CNFP, LPFP 2014-2018, PSC 2015-2019, LPFP 2015-2019, PSC 2016-2020.

**108. Alors que le solde structurel a été considérablement plus positif que prévu sur les dernières années, l'évolution du solde structurel à moyen terme se présente désormais de manière considérablement moins positive par rapport aux estimations précédentes (cf. graphique ci-dessus)<sup>51</sup>.** La trajectoire substantiellement inférieure sur les années 2017 à 2019 résulte pour l'essentiel de l'abaissement du solde nominal sur la même période (tel qu'expliqué ci-avant). Notons, par exemple, que pour l'année 2018 le solde structurel est désormais estimé à -0,6% du PIB. Dans la LPFP 2014-2018 présentée en octobre 2014, ce même solde était encore projeté à +0,4% du PIB. Il s'agit dès lors d'une révision à la baisse de 1,0 point de % (due principalement à la baisse de 1,4 point du solde nominal sous l'effet des différents éléments expliqués ci-avant).

<sup>51</sup> Pour assurer la comparabilité des chiffres, le CNFP utilise ici le solde structurel calculé à l'aide de la méthode de filtrage HP.

## Les sous-secteurs des administrations publiques

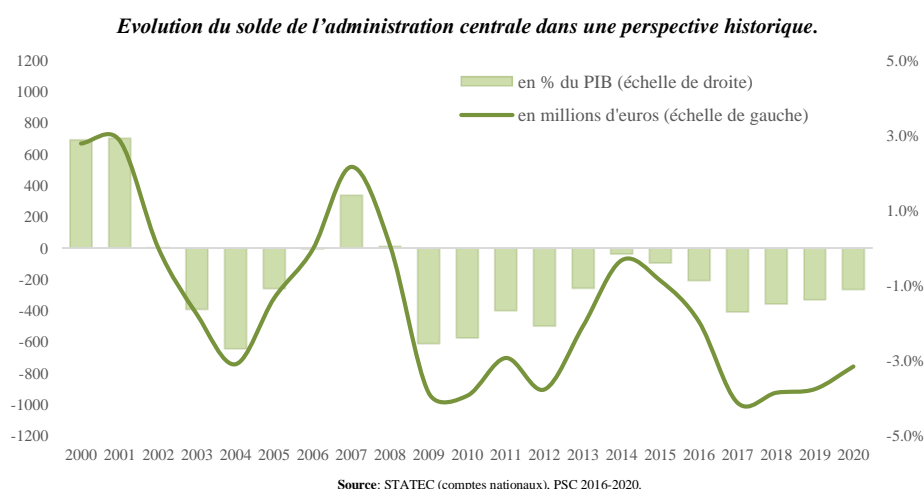
**109. L'équilibre budgétaire au niveau de l'administration centrale n'est pas atteint et le solde se dégrade à moyen terme. Le déficit risque ainsi d'atteindre à nouveau des niveaux absolus rencontrés lors de la crise financière, en se rapprochant à 1 milliard d'euros dès 2017 et avec des pressions substantielles pour la dette publique.** Après la détérioration du déficit en 2015 et 2016 à partir d'une situation quasiment en équilibre en 2014, le déficit de l'administration se creusera dès 2017 en raison des éléments suivants : (i) la mise en œuvre d'importants allègements fiscaux dans le cadre de la réforme fiscale (coût estimé à 373 millions d'euros en 2017 et allant jusqu'à 524 millions d'euros en 2020), (ii) une réduction graduelle des recettes provenant de la TVA sur le commerce électronique (avec un déchet total d'environ 400 millions d'euros à l'horizon 2020<sup>52</sup>), (iii) un nouveau transfert net en faveur des administrations locales de 90 millions d'euros dès 2017, (iv) la mise en œuvre probablement incomplète du Zukunftspak.



Par rapport aux prévisions avancées précédemment par les autorités (cf. graphique ci-dessus), on doit par ailleurs constater que le solde se voit considérablement revu à la baisse sur le moyen terme, et ce en dépit des révisions à la hausse pour 2015 et 2016. Il semblerait que les efforts consécutivement mis en œuvre depuis 2009 pour rétablir la situation financière de l'administration centrale seront globalement estompés dès 2017, en raison des éléments précités.

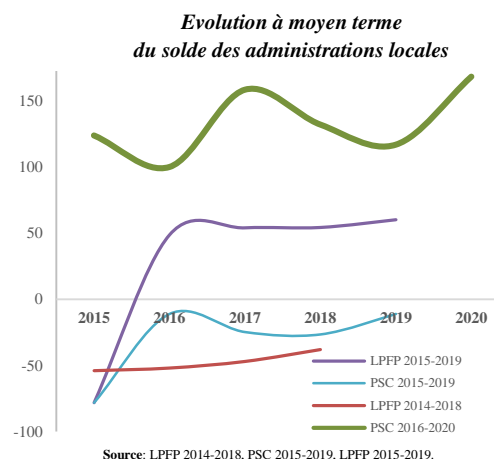
L'aggravation du déficit de l'administration centrale s'accompagne par ailleurs d'une augmentation concomitante de la dette publique d'ici 2020, comme les déficits devront notamment être financés par l'émission de nouvelles dettes (cf. chapitre 5).

Dans une optique historique (cf. graphique ci-après), le solde de l'administration centrale est estimé atteindre, dès 2017, une situation déficitaire comparable à la situation rencontrée en période de crise (2009-2012), et ce après que l'équilibre avait été quasiment atteint en 2014 et que la situation conjoncturelle continue à être globalement favorable (avec des taux de croissance supérieurs à 4% en 2017 et 2018 et une croissance moyenne de 3,8% sur la période 2017-2020). **La marge de manœuvre budgétaire pour répondre à un éventuel choc économique, voire à d'autres imprévus, se trouvera donc potentiellement limitée sur la base des prévisions budgétaires du PSC 2016-2020.**



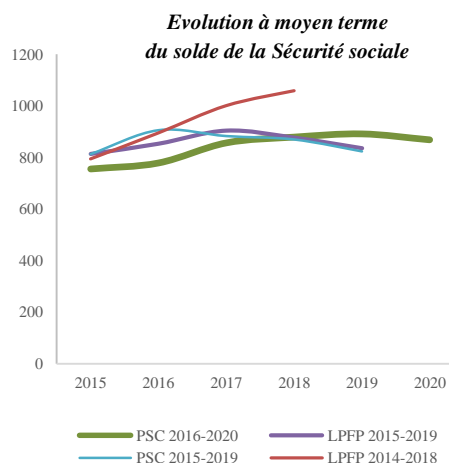
<sup>52</sup> Le déchet fiscal total pour les administrations publiques dans leur ensemble se chiffre à 234 millions d'euros, selon les données qui ont été mises à disposition du CNFP.

110. Les administrations locales semblent maintenir leur position financière en agrégé au-dessus de l'équilibre. Les autorités précisent dans l'annexe nationale que les prévisions pluriannuelles afférentes auraient été établies sur base d'une projection globale (comme par le passé) et donc sans la prise en compte des plans pluriannuels de financement (PPF) qui sont à produire par les communes et autres entités entrant dans le secteur des administrations locales. Par ailleurs, les administrations communales bénéficieront à partir de 2017 d'un nouveau transfert net pour lequel l'enveloppe globale est estimée à 90 millions d'euros en 2017.



Par rapport aux prévisions précédentes, il convient de rappeler que la trajectoire inscrite à la LPFP 2015-2019 avait déjà fait l'objet d'une révision conséquente vers le haut de quelque 100 millions d'euros, et ce sur toute la période à partir de 2016. Dans le PSC 2016-2020, cette trajectoire connaît une révision à la hausse conséquente (de 50 à 100 millions d'euros selon l'exercice) qui permet notamment d'absorber, certes très partiellement, la détérioration du déficit de l'administration centrale dans l'optique consolidée des administrations publiques.

111. L'excédent de la Sécurité sociale connaîtrait une légère augmentation dès 2017 et se stabiliserait par la suite à un surplus proche de 900 millions d'euros par. Le PSC 2016-2020 table ainsi sur une hausse du solde en 2016 et en 2017, avant de voir ce solde baisser très légèrement à l'horizon 2020.



Par rapport aux estimations précédentes, la nouvelle estimation ne comporte pas de modification substantielle par rapport à la plus récente prévision de la LPFP 2015-2019. Le solde en 2015 et 2016 est légèrement moins important, mais il est prévu de repartir à la hausse dès 2017.

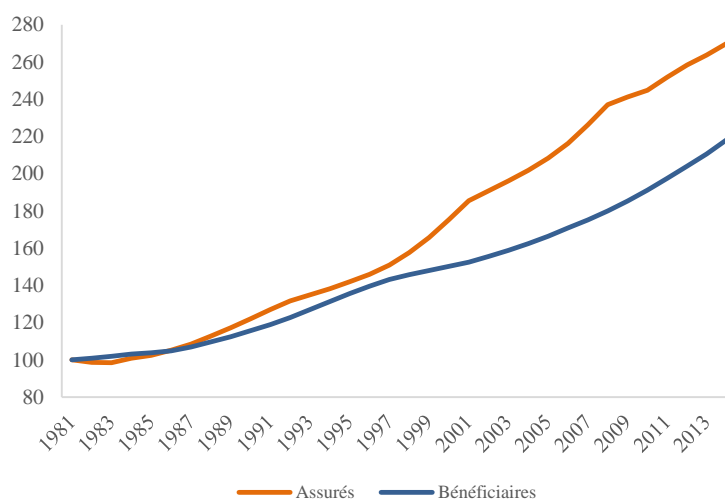
La situation excédentaire du sous-secteur de la Sécurité sociale s'explique à l'heure actuelle notamment par deux phénomènes dont la soutenabilité à long terme est loin d'être assurée :

- i) *Premièrement*, le dynamisme de l'économie luxembourgeoise a par le passé impliqué une très forte création d'emploi qui fait que les cotisations dépassent à l'heure actuelle de manière significative les prestations. A moins que cette évolution conjoncturelle favorable se poursuive de manière soutenue et que le nombre de cotisants continue ainsi d'augmenter de façon concomitante, un certain rééquilibrage entre les cotisations et les prestations s'installera à l'avenir comme les cotisants d'« aujourd'hui » seront les bénéficiaires de « demain ». L'excédent de cotisations pourrait se réduire en conséquence pour aboutir potentiellement à une situation structurellement déficitaire si les automatismes modérateurs prévus dans la législation actuelle ne parviennent pas à équilibrer cette tendance. A cela s'ajoute le fait qu'en raison de l'augmentation de l'espérance de vie, le vieillissement de la population constituera un défi structurel de plus qui exercera des pressions sur la pérennité financière du système de protection sociale.

**Evolution historique du nombre d'assurés et du nombre de bénéficiaires de l'assurance-pension.**

Actuellement, le nombre d'assurés est plus que le double du nombre de bénéficiaires.

Base 100 en 1981.



Source : IGSS, calculs CNFP.

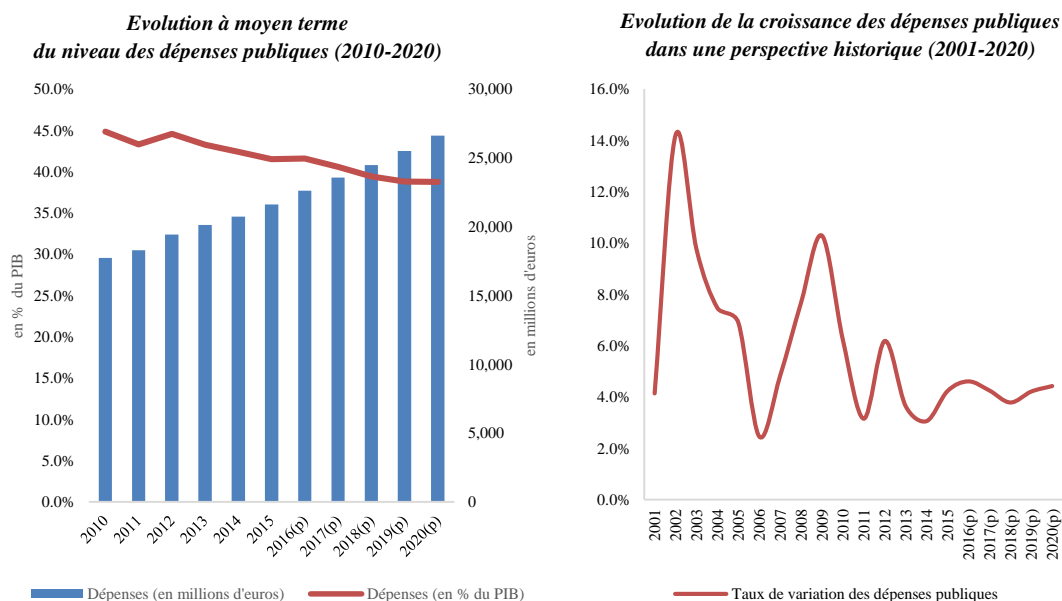
- ii) *Deuxièmement*, l'excédent actuellement affiché est de plus en plus porté par les « revenus de la propriété », soit pour l'essentiel des rendements générés par le *Fonds de compensation*, dont la part dans l'excédent de la Sécurité sociale ne cesse d'augmenter, selon les prévisions du PSC 2016-2020, pour atteindre un poids relatif de 58% à la fin de la période sous revue. En faisant abstraction de ces revenus purement financiers, on note que le solde de la Sécurité sociale connaît d'ores et déjà une trajectoire légèrement baissière sur les années 2017 à 2020.

**Evolution historique et prévisions du solde de la Sécurité sociale, hors « revenus de la propriété »**



Source : PSC 2016-2020, STATEC, calculs CNFP.

## Les dépenses publiques



Sources : PSC 2016-2020, STATEC, calculs CNFP.

112. Sur la période 2017-2020, les dépenses publiques sont estimées augmenter de manière moins dynamique que par le passé, avec une croissance moyenne de 4,2% contre une moyenne historique de 7,5% sur la période 2001 à 2010. Les prévisions pour les dépenses publiques contenues dans le PSC 2016-2020 sont pour l'essentiel l'expression de la volonté des autorités de maîtriser les dépenses de façon continue, ce qui entraîne notamment une réduction sensible de leur ratio par rapport au PIB (de 41,5% en 2015 à 38,8% du PIB d'ici 2020). La réalisation de ces prévisions n'est cependant pas automatique, et au-delà des postes de dépenses suivant une évolution « autonome » (p.ex. en raison de leur indexation à l'inflation), la trajectoire pluriannuelle des dépenses présentées dans le PSC 2016-2020 présuppose des actions continues et proactives du Gouvernement afin d'atteindre les objectifs implicites aux prévisions.
113. L'évolution des dépenses publiques esquissée au PSC 2016-2020 pourrait sensiblement changer si les hypothèses ayant servi à leur élaboration ne se voyaient pas matérialisées :
- L'évolution décrite au PSC 2016-2020 présuppose qu'aucune mesure supplémentaire tendant à augmenter les dépenses ne serait introduite pendant la période sous revue (au-delà de ce qui a été déjà intégré dans les chiffres) ou que toute nouvelle mesure serait compensée par des économies correspondantes.
  - L'évolution à moyen terme des dépenses publiques est établie sur la base des données pour 2015 et 2016 qui ont été fortement révisées. Une nouvelle révision des données de base entraînerait donc des adaptations conséquentes pour toute la trajectoire des dépenses publiques à moyen terme.
  - L'évolution des dépenses se base notamment sur l'hypothèse de la mise en œuvre complète du Zukunftsapak, hypothèse dont la pertinence n'est actuellement pas vérifiable comme le PSC 2016-2020 ne contient pas d'information à l'égard de sa mise en œuvre.
  - Les projections pluriannuelles pour les dépenses reposent sur un scénario macroéconomique entouré de beaucoup d'incertitudes et soumis à de nombreuses hypothèses, dont une matérialisation différente affecterait nettement la trajectoire actuellement dressée.

- v) Le PSC 2016-2020 table sur une stabilisation en termes absolus et, partant, une réduction en % du PIB des investissements publics en fin de période. Le CNFP se demande notamment si une telle trajectoire est compatible avec le scénario démographique qui est désormais assumé. Comme la population est supposée augmenter de manière soutenue, l'investissement public devrait en réalité se voir davantage renforcé. Le PSC 2016-2020 explique dans ce contexte que certains projets d'investissement s'achèveront d'ici 2020 et que tant que de nouveaux projets ne sont pas encore identifiés, les prévisions n'en tiennent pas compte. Les prévisions sont néanmoins susceptibles à être révisées à la hausse par la suite.

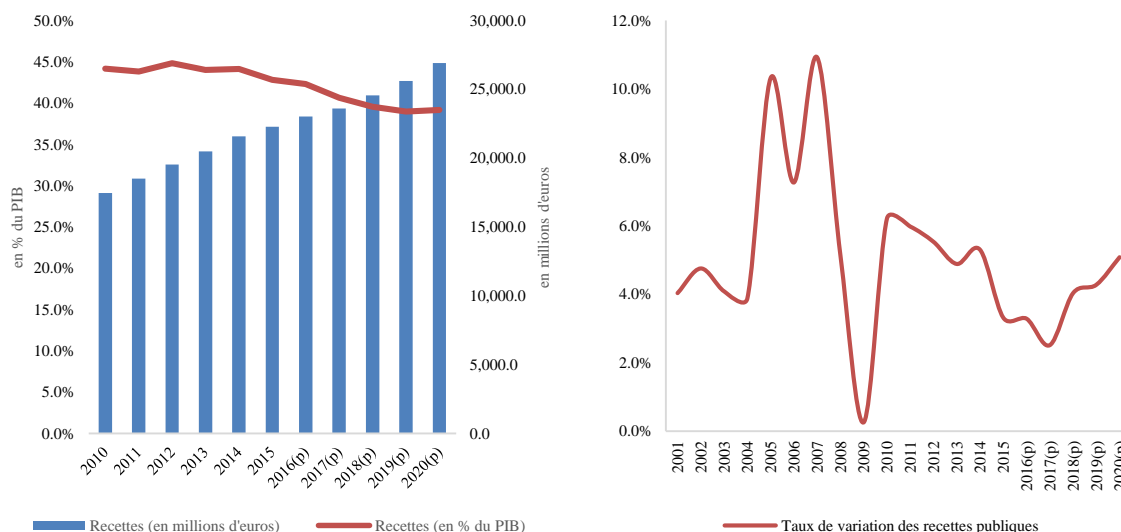
*Dans ses futures évaluations des finances publiques, le CNFP continuera à suivre de près l'évolution des dépenses publiques dont la maîtrise actuellement projetée gagnerait considérablement en crédibilité si les autorités se conformaient à la règle portant sur les dépenses de l'administration centrale prévue par la loi du 12 juillet 2014, en inscrivant notamment dans la prochaine LPFP des plafonds pour les dépenses de l'administration centrale.*

Enfin, le CNFP accueille favorablement l'inclusion d'une « annexe nationale » dans le cadre du PSC 2016-2020. Celle-ci comprend des informations détaillées sur les principales hypothèses ayant servi à l'élaboration des prévisions de dépenses. La disponibilité de ces informations pourrait faciliter la réalisation d'une analyse systématique des différences entre les prévisions budgétaires et la matérialisation *ex post*.

114. **Comparés aux « prévisions » de la LPFP 2015-2019 de l'automne dernier, les objectifs – en termes de croissance – se voient globalement confirmés sur la période 2016-2019.** Les objectifs actualisés du PSC 2016-2020 en matière de dépenses publiques maintiennent en effet une trajectoire comparable en termes de taux de croissance, avec un taux moyen quasiment inchangé de 4,1-4,2% sur les années 2016-2019.
115. **Les niveaux de dépenses en termes absolus sont cependant considérablement révisés vers le bas, de 350 millions d'euros par an en moyenne.** Selon les explications de l'annexe nationale, cette révision à la baisse tient compte de la surestimation constatée par le passé en ce qui concerne les investissements indirects (révision à la baisse de l'ordre de 80 millions d'euros par an). L'adaptation vers le bas résulte aussi d'une révision au niveau des dépenses pour prestations sociales qui sont corrigées vers le bas de quelque 300 millions d'euros par an sur le moyen terme, une révision pour laquelle des explications détaillées font cependant défaut. D'autres adaptations, d'une envergure moins importante et à la fois à la hausse et à la baisse, sont également opérées à travers plusieurs autres catégories de dépenses. En somme, les adaptations laissent entrevoir que l'estimation comprise dans le PSC 2016-2020 est plus mesurée pour le moyen terme, avec des risques de révisions à la baisse et à la hausse plus équilibrés, tandis que par le passé les estimations pour les dépenses se sont souvent avérées trop élevées.
116. **La croissance annuelle des dépenses publiques ajustées et en termes réels respecte à moyen terme le taux de référence applicable au titre de la règle européenne sur la variation des dépenses publiques (à l'exception de l'année 2017).** Sur la base des calculs du Ministère des Finances, l'évolution annuelle des dépenses publiques se situe en-dessous du taux de référence admis par le critère européen, sauf pour l'année 2017 qui présente un « écart important ». Cet écart n'entraînerait cependant pas de conséquences procédurales étant donné que l'OMT serait respecté.
117. **Le CNFP continue à ne pas être en mesure d'évaluer le respect du montant maximal des dépenses de l'administration centrale tant que les montants afférents ne sont pas fixés par la loi, conformément aux exigences de la loi du 12 juillet 2014.** Selon les nouvelles prévisions du PSC 2016-2020, les dépenses sont désormais estimées à des niveaux sensiblement inférieurs à ceux qui étaient encore projetés à la LPFP 2015-2019 de l'automne dernier et qui résultent de la révision systématique soulevée ci-avant.



## Les recettes publiques



Source : PSC 2016-2020, STATEC, calculs CNFP.

- 118. La croissance des recettes publiques connaît un nouveau ralentissement en 2017, avant de se diriger graduellement à la hausse pour atteindre un taux de variation de +5,0% en fin de période.** Malgré le contexte économique toujours favorable à moyen terme (mais moins en fin de période), les recettes publiques ne progresseraient que de 2,5% en 2017, en raison de l'impact de la réforme fiscale (calculé sur base « *prima facie* ») et des nouvelles moins-values en matière de TVA sur le commerce électronique. Par la suite, les prévisions du PSC 2016-2020 tablent sur un retour graduel à un taux de progression de 5,0%, et ce malgré l'affaiblissement du scénario macroéconomique sous-jacent.
- 119. Avec une croissance annuelle moyenne de +4,0% sur la période 2017-2020, les recettes sont prévues de progresser à un rythme considérablement inférieur à la moyenne historique d'environ +6,5% par an sur la période 1996-2010.** Par rapport au PIB, les recettes publiques connaîtront d'ailleurs une baisse significative à moyen terme. Ainsi, après avoir diminué de 44,1% du PIB en 2014 à 42,8% du PIB en 2015, cette tendance baissière se poursuivrait par la suite pour atteindre en fin de période un ratio de 39,2% par rapport au PIB.
- 120. La trajectoire pluriannuelle des recettes publiques est fortement influencée par l'impact financier des allègements fiscaux qui est estimé à 524 millions d'euros à l'horizon 2020.** Comme le CNFP n'a pas encore obtenu de réponse à sa demande de données dûment étayées sur cette « réforme », il n'est à l'heure actuelle pas en mesure d'évaluer, dans le cadre de la présente, la plausibilité des estimations retenues dans le PSC 2016-2020. De manière générale, il souhaite cependant soulever les éléments qui suivent :
- i) Les estimations ont été élaborées sur une base « *prime facie* » et ne comprennent dès lors pas l'impact d'éventuels effets de second tour, ni d'éventuels effets dynamiques (bouclage macroéconomique). Le STATEC estime toutefois que l'effet de second tour bénéfique d'un renforcement du pouvoir d'achat des ménages ne réduirait que faiblement l'impact « *prima facie* » de 0,71% du PIB à 0,67% du PIB.
  - ii) Faute de précisions, le scénario central macroéconomique du PSC 2016-2020 ne semble pas non plus intégrer d'éventuels effets macroéconomiques des différentes mesures fiscales.
  - iii) Le CNFP note par ailleurs que l'évolution des recettes publiques est censée reprendre de l'élan en fin de période, alors que le scénario macroéconomique se tasse en même temps (augmentation des

recettes de 5,0% alors que la croissance économique s'affaiblit à 2,2% en termes réels et à 4,6% en termes nominaux).

- iv) La quantification des mesures fiscales est établie sans prise en compte des conséquences de l'adaptation de la fiscalité internationale des entreprises (BEPS, projets d'harmonisation UE), dont les répercussions sur le Luxembourg – du moins en termes de recettes – reste à être évaluées.
- v) Les allègements fiscaux sont introduits au cours d'une période durant laquelle les recettes publiques continuent à subir les effets de tendances structurelles sous-jacentes dont notamment :
  - un changement de régime en matière de TVA sur le commerce électronique dont les recettes budgétaires en 2015 se sont encore chiffrées à 554 millions d'euros<sup>53</sup>, montant qui se verra cependant entièrement affaîssé d'ici 2020.
  - une diminution structurelle du produit des droits d'accises sur l'alcool, le tabac et les produits énergétiques.
- vi) L'affaiblissement structurel des recettes fiscales pour les raisons précitées renforce par ailleurs la pression pour assurer la maîtrise des dépenses afin de maintenir d'équilibre des comptes publics.

*Le CNFP espère que les autorités présentent, au plus tard au moment du dépôt du projet de budget pour 2017 et du projet de LPFP 2016-2020, des explications plus circonstanciées et quantifiées sur toutes les mesures fiscales nouvellement introduites et susceptibles de grever les recettes publiques.*

**121. De manière plus générale, l'évolution pluriannuelle qui est actuellement supposée pour les recettes publiques repose sur un certain nombre d'hypothèses dont la (non-)réalisation pourrait entraîner des révisions majeures par la suite, à savoir notamment :**

- i) L'évolution qui est projetée à moyen terme suppose, de manière générale, que la refonte de la fiscalité internationale pour les entreprises, comme suite au projet BEPS de l'OCDE ou des initiatives menées au niveau de l'UE, n'aurait aucun impact sur les recettes fiscales du Luxembourg, ni sur l'activité économique de manière plus générale.
- ii) Les prévisions de recettes ne semblent comprendre, ni les rentrées fiscales résultant potentiellement de l'amnistie fiscale pour les revenus étrangers non-déclarés, ni d'éventuelles recettes supplémentaires suite aux enquêtes<sup>54</sup> de la Commission européenne en matière d'aides d'Etat.<sup>55</sup>
- iii) Les projections pluriannuelles reposent par ailleurs sur un scénario macroéconomique entouré de beaucoup d'incertitudes et de risques. Si les hypothèses ne se réalisaient pas selon les paramètres qui sont actuellement admis, des révisions importantes pourraient s'en suivre.
- iv) Le CNFP ignore par ailleurs les hypothèses retenues pour estimer les recettes de TVA sur le commerce électronique que le Luxembourg continuera à prélever jusqu'en 2019. Etant donné que les recettes afférentes proviennent d'un nombre très restreint de prestataires de services et qu'elles se sont encore élevées à 554 millions d'euros en 2015<sup>56</sup>, toute estimation du montant restant pour les années 2017 et 2018 dépend de l'hypothèse centrale qui est retenue concernant le comportement de ces acteurs et le maintien de leur présence au Luxembourg.

<sup>53</sup> P.11, Rapport d'activités 2015, Administration de l'Enregistrement et des Domaines.

<sup>54</sup> La Commission européenne a récemment décidé que les arrangements fiscaux en faveur d'une société ont été contraires aux règles européennes en matière d'aide d'Etat et que l'Etat luxembourgeois serait ainsi amené à recouvrer les montants dus. Le Luxembourg ainsi que la société concernée ont cependant fait appel devant la Cour de Justice de l'UE.

<sup>55</sup> Conformément aux pratiques observées dans d'autres Etats membres de l'UE, ces recettes – au vu de leur caractère exceptionnel – devront toutefois être neutralisées dans le calcul du solde structurel.

<sup>56</sup> Dans son avis sur la fiscalité du 27 novembre 2015, le CES a noté que 5 acteurs ont contribué à hauteur de 95% des recettes du « guichet unique » : p.128, <http://www.ces.public.lu/fr/avis/prix-salaires/2015-fiscalite.pdf>.

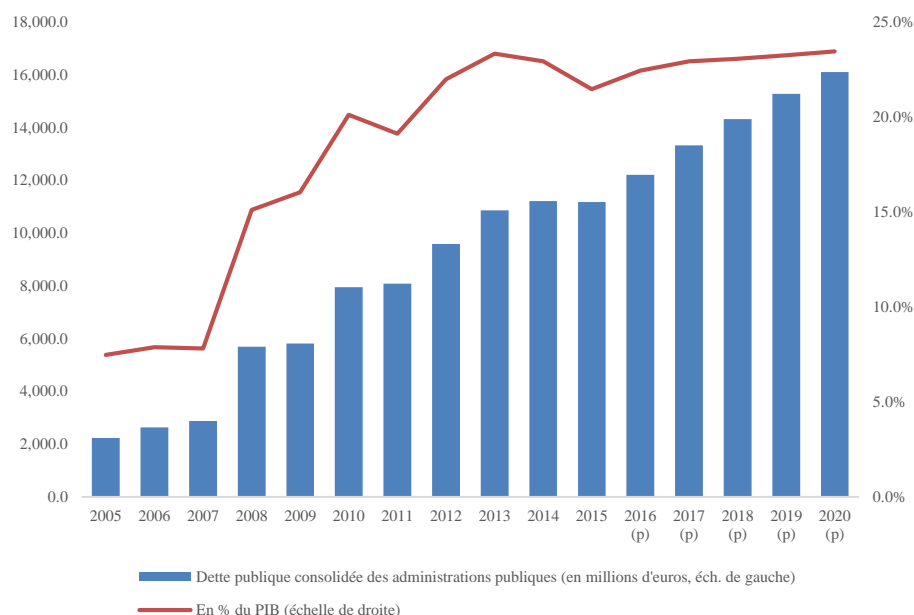
## Le Zukunftspak à moyen terme

	2018 LPFP 2014-2018	2018 PSC 2015-2019	2018 LPFP 2015-2019	2018 LPFP 2015-2019 Ajusté
<b>Recettes (augmentation)</b>	587	559	418	304
<b>Dépenses (réduction)</b>	422	411	391	391
<b>Effet total sur le solde des admin. publiques</b>	1008	970	809	<b>695</b>

Source : LPFP 2014-2018, PSC 2015-2019, LPFP 2015-2019  
et calculs CNFP tenir compte de l'abolition de l'IEBT à partir de 2017.

122. **Le PSC 2016-2020 ne présente aucune actualisation de l'effet total du Zukunftspak et il se borne à rappeler simplement les montants afférents annoncés dans le cadre de la LPFP 2015-2019.** Au-delà d'une mise en œuvre potentiellement incomplète des économies annoncées, le montant total avancé dans le texte du PSC 2016-2020 continue d'inclure le produit de l'impôt temporaire de 0,5% au-delà des années 2016. Aux fins de comparaison avec l'ambition initiale du *Zukunftspak* adopté en décembre 2014, le tableau ci-avant rappelle l'évolution des estimations présentées par le passé (pour l'année 2018), tout en l'ajustant pour tenir compte de l'abolition de l'impôt temporaire de 0,5% à partir de 2017.
123. **Avec l'abolition désormais confirmée de l'impôt d'équilibrage temporaire de 0,5%, l'impact du *Zukunftspak* à l'horizon 2018 est réduit à 695 millions d'euros, soit quelque 300 millions d'euros en-dessous de l'ambition initiale.** Il y a également lieu de rappeler que les économies en termes de dépenses ont essentiellement été calculées par rapport à un scénario à politique inchangée « théorique » qu'il paraît également utile de mettre à jour. Une telle mise à jour, qui tient compte de l'environnement économique plus favorable qu'escompté ainsi que de la situation de départ en 2013 et 2014 considérablement moins négative, devrait a priori aboutir à une nouvelle diminution de l'économie effectivement réalisée par le biais du *Zukunftspak*. Enfin, le CNFP invite les autorités de présenter une évaluation transparente de la mise en œuvre de toutes les mesures de consolidation.
124. **Le CNFP rappelle finalement qu'il avait précédemment mis en garde contre une mise en œuvre incomplète du *Zukunftspak* qui aggraverait les risques d'un non-respect des règles budgétaires nationales.** Vu l'incertitude qui règne autour de la question de méthodologie et suite à l'abaissement de l'OMT à -0,5% du PIB dès 2017, le risque d'un non-respect des règles budgétaires se voit globalement amoindri (cf. supra). A l'inverse, les risques que la situation financière du pays se détériore durablement se trouvent toutefois confirmés.

## 5. La dette publique



### 5.1 Evolution de la dette publique en 2015 et 2016

- 125. En 2015, la dette publique brute des administrations publiques dans leur ensemble s'est élevée à 11.173 millions d'euros, soit 21,5% du PIB.** En comparaison à l'année 2014, il s'agit d'une très légère baisse de 36 millions. Comme la dette publique brute, exprimée en termes absolus, reste donc quasiment inchangée, le *ratio* de l'endettement par rapport au PIB diminue de façon considérable (de 1,4 point de %, sous l'effet du dénominateur). Le ratio dette/PIB désormais constaté est d'ailleurs inférieur aux estimations précédentes, en raison des déficits moins importants que prévus (effet numérateur) ainsi qu'une croissance du PIB plus importante qu'initialement projetée (effet dénominateur)<sup>57</sup>. La LPFP 2015-2019 prévoyait ainsi une dette de 11,2 milliards d'euros ou 22,3% du PIB et le projet de budget 2015 tablait encore sur une dette de 11,8 milliards d'euros ou 23,9% du PIB.

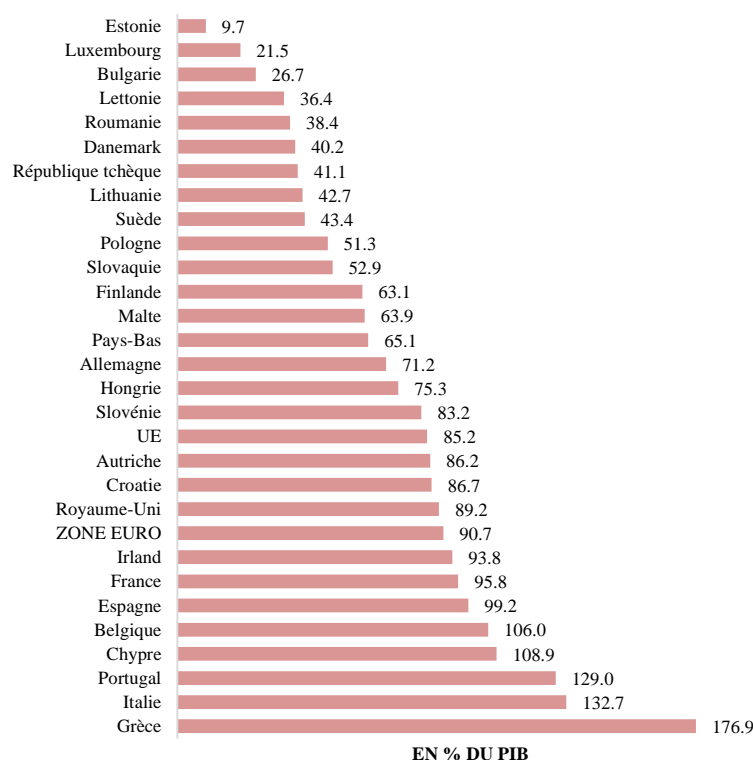
*Le CNFP en conclut que les administrations publiques ont respecté en 2015 le plafond de 30% du PIB pour la dette publique que le Gouvernement s'est fixé dans son programme gouvernemental.*

- 126. En 2016, le PSC 2016-2020 table sur une augmentation conséquente de la dette publique, à 12.201 millions d'euros ou 22,4% du PIB.** Après avoir connu une quasi-stabilisation en termes absolus et une baisse en termes du ratio par rapport au PIB sur les années 2014 et 2015, la dette publique est supposée repasser à la hausse dès l'année 2016 (cf. prochain point). Cette nouvelle prévision pour la dette publique est néanmoins moins élevée que le niveau qui était indiqué à l'article 5 de la LPFP 2015-2019 de l'automne dernier (12,534 millions d'euros) et elle est également moins élevée que la prévision du PSC de l'année dernière (12,344 millions d'euros).

*Sur la base de la nouvelle prévision du PSC 2016-2020, les administrations publiques devraient également respecter le plafond de 30% du PIB pour la dette publique en 2016.*

<sup>57</sup> Le CNFP rappelle en outre que (i) la Trésorerie de l'Etat semblerait avoir emprunté plus que nécessaire en 2012 et 2013, si l'on compare les montants empruntés par rapport aux déficits cumulés, (ii) qu'il a été fait recours en 2015 à d'autres sources de liquidités et (iii) qu'une partie de l'emprunt de 1,5 milliard d'euros prévu en 2016 permettra de financer le déficit de l'année passée.

127. **Par rapport à 2015, l'accroissement net de la dette publique (« *Nettoneuverschuldung* ») s'élève en 2016 à 1.028 millions d'euros.** Le Gouvernement a en effet d'ores et déjà annoncé son intention de procéder à l'émission d'une obligation étatique pour une valeur totale de 1,5 milliard d'euros au cours de l'année 2016. Selon les explications du PSC 2016-2020, cet emprunt est censé financer (i) le déficit de l'administration centrale, (ii) une opération en faveur de la Caisse de Consignation, et (iii) un paiement au FMI. Comme en même temps l'emprunt servira à rembourser un prêt bancaire à hauteur de 400 millions d'euros, la dette publique n'augmente que d'environ 1 milliard d'euros, soit 0,9 point de % du PIB, sur une base nette.
128. **En comparaison internationale, le Luxembourg continue à présenter un niveau d'endettement relativement faible.** Au niveau de la zone euro et de l'Union européenne, le Luxembourg figure parmi les pays présentant un des ratios de dette/PIB les plus faibles; seul l'Estonie présentant un ratio encore plus faible que celui du Luxembourg.



Sources : Eurostat. Année de référence : 2015.

## 5.2 Evolution de la dette publique à moyen terme

129. **Selon le PSC 2016-2020, la dette publique brute des administrations publiques poursuit une trajectoire ascendante à l'horizon 2020, malgré le fait que le solde structurel est prévu respecter l'OMT et que les administrations publiques consolidées sont à l'équilibre ou en surplus.** Comme le rappelle le PSC, la tendance à la hausse est essentiellement due aux déficits récurrents de l'administration centrale (et « accessoirement » au recours à l'endettement par des administrations locales ; recours qui est cependant strictement encadré par des dispositions légales). Le solde nominal des administrations publiques en équilibre, voire en surplus, ainsi que le solde structurel conforme à l'OMT (du moins par rapport à son niveau abaissé de -0,5% du PIB et évalué selon la méthode de calcul COM-LUX) ne doivent en effet pas être confondus avec un recours à l'endettement entièrement freiné. Les indicateurs précités sont d'ailleurs peu appropriés pour apprécier l'évolution de la dette publique dans le cas du Luxembourg, puisque le solde excédentaire de la Sécurité sociale contrebalance – d'un point de vue comptable et optique – les déficits de l'administration centrale dans la présentation des chiffres consolidés. En termes financiers, les excédents de la Sécurité sociale sont en réalité mis en réserve – en vue du financement de dépenses

sociales dans le futur - et les déficits de l'administration centrale doivent être notamment contre-financés par la dette. Le PSC 2016-2020 prévoit ainsi un recours à l'endettement plus important dans les années à venir comme le déficit de l'administration centrale se voit creusé, à environ 1 milliard d'euros par an à partir de 2017, sous l'effet notamment des allègements fiscaux envisagés.

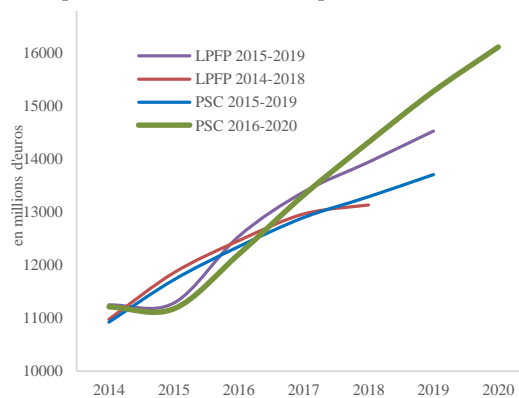
130. **Même si la progression de la dette publique, exprimée en % du PIB, est relativement faible – de 22,4% en 2016 à 23,5% en 2020 –, l'accroissement net de la dette se chiffre à quelque 4 milliards d'euros sur la période 2017-2020 (ou même à 5 milliards d'euros si l'on tient également compte de l'année 2016). Au total, la dette publique est supposée s'élever à 16.104 millions d'euros en 2020.** Comme le PSC 2016-2020 présente une trajectoire largement déficitaire au niveau de l'administration centrale, des contre-financements conséquents devront être mobilisés par la voie de l'endettement. Le ratio de dette publique par rapport au PIB n'augmente pourtant que légèrement puisqu'en même temps le PIB (évalué aux prix courants et figurant au dénominateur du ratio dette/PIB) progresse de 26% sur la même période.

*Sur la base des prévisions du PSC 2016-2020, les administrations publiques respecteraient le plafond de 30% du PIB pour la dette publique sur toute la période 2017-2020, et ceci malgré un accroissement net conséquent en termes absolus.*

*Il convient toutefois de noter que l'accroissement net de la dette publique de 4 milliards d'euros intervient sur un fond conjoncturel qui demeure globalement positif, avec une croissance réelle du PIB de l'ordre de 3,8% l'an. L'orientation résolument pro-cyclique de la politique budgétaire (c.à.d. une politique budgétaire expansive en période de haute conjoncture) qui est dressée dans le PSC 2016-2020 réduit ainsi potentiellement la marge de manœuvre budgétaire pour affronter d'éventuels chocs défavorables ou d'autres imprévus.*

131. **Par rapport aux estimations précédentes, les projections pluriannuelles pour la dette publique sont considérablement révisées vers le haut.** En raison de l'aggravation du déficit de l'administration centrale, la dette publique brute est significativement revue à la hausse sur le moyen terme. Le niveau de dette en 2018, arrêté à l'article 5 de la LPFP 2014-2018, s'élevait ainsi encore à 14.518 millions d'euros, tandis que les prévisions du PSC 2016-2020 indiquent désormais un montant de 15.269 millions d'euros pour 2018, soit 751 millions d'euros de plus que prévu, et ce malgré le fait que le point de départ en 2016 s'est vu abaissé de 335 millions d'euros (cf. prochain point).

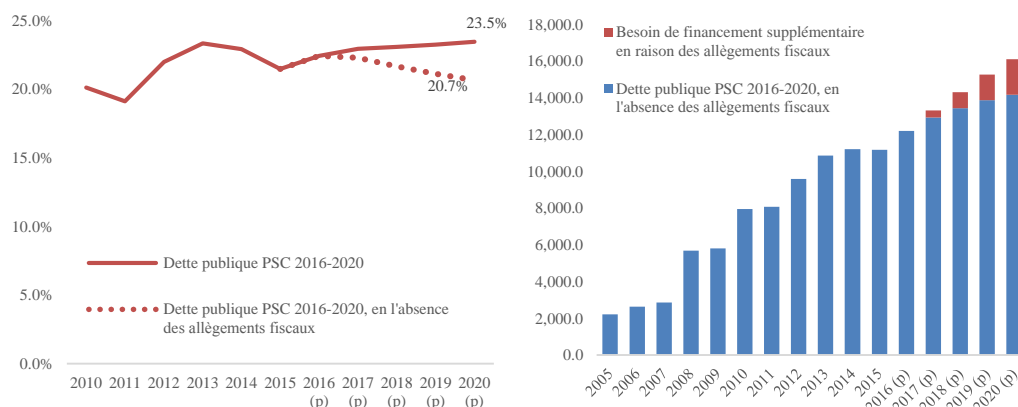
*Comparaison des trajectoires pour la dette publique présentées successivement depuis la LPFP 2014-2018*



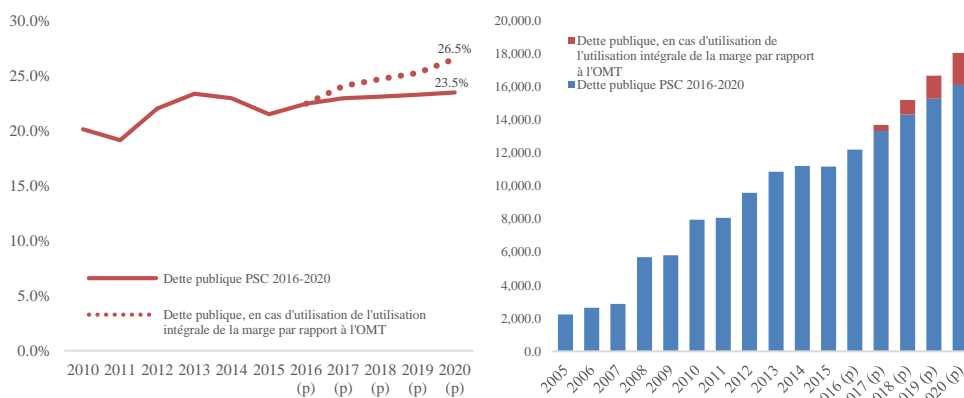
Source: Calculs CNFP, LPFP 2014-2018, PSC 2015-2019, LPFP 2015-2019.

132. **La trajectoire de la dette publique est significativement révisée à la hausse alors qu'en même temps l'investissement public reste quasiment inchangé.** Comparées à la LPFP 2015-2019, les dépenses d'investissement public (direct) demeurent en effet plus ou moins stables, de sorte que le recours à l'endettement plus important que prévu n'est pas attribuable à une éventuelle hausse des dépenses d'investissement.

133. **En l'absence des allègements fiscaux qui sont envisagés à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2017, la dette publique aurait connu une trajectoire prévisionnelle légèrement baissière et l'accroissement net de la dette serait réduit de moitié.** Si l'on fait abstraction de l'impact financier net<sup>58</sup> des différentes mesures fiscales qui ont été récemment annoncées, une prévision ajustée aboutirait, à l'horizon 2020, à un ratio de dette par rapport au PIB de 20,7% (soit 14.181 millions d'euros). L'accroissement net de la dette publique par rapport à 2016 ne se chiffrerait dès lors qu'à 2 milliards d'euros. **L'accroissement net de la dette publique de 4 milliards d'euros sur la période 2017-2020, tel que supposé dans le PSC 2016-2020, s'explique ainsi pour moitié par l'impact des mesures fiscales.**



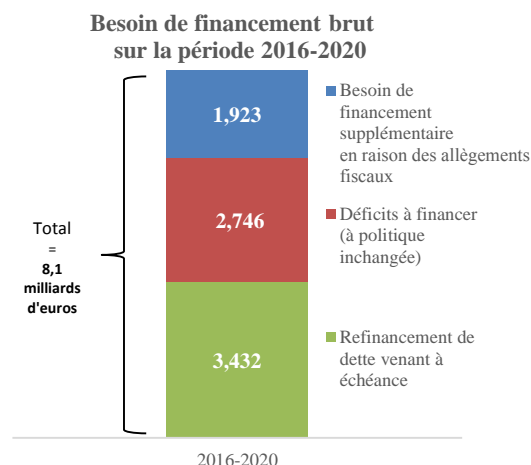
134. **Des pressions supplémentaires sur la dette publique pourraient se matérialiser dans le cas où les autorités choisiraient d'épuiser l'intégralité de la « marge » théorique qui se dégage désormais en raison de l'abaissement de l'OMT à -0,5% du PIB à partir de 2017.** En s'appuyant sur la trajectoire du solde structurel présentée au PSC 2016-2020, une marge de manœuvre théorique par rapport à l'OMT se dégage sur toutes les années sous considération que les autorités pourraient décider d'utiliser en restant toujours conforme aux règles budgétaires européennes applicables. Toutes choses égales par ailleurs, cela conduirait à un élargissement du déficit de l'administration centrale qui aboutirait, selon les calculs du CNFP, à une dette publique de 26,5% du PIB (soit 18,2 milliards d'euros) à l'horizon 2020, tout en restant à tout moment « conforme à l'OMT et aux règles budgétaires afférentes ». **En extrapolant cette trajectoire au-delà de l'année 2020, la limite de 30% du PIB se verrait d'ailleurs potentiellement atteinte dès 2024.** Cet exercice purement théorique montre notamment que le nouvel OMT annoncé par les autorités n'est guère compatible avec l'objectif d'une maîtrise durable des finances publiques, avec à la clé une stabilisation de la dette.



<sup>58</sup> En particulier, le CNFP tient compte de l'impact « *prima facie* » indiqué au PSC 2016-2020 qui se chiffre à : 373 millions en 2017, 502 millions en 2018, 524 millions en 2019, 524 millions en 2020.



135. Comme l'administration centrale demeure déficitaire sur toute la période sous revue, le remboursement des prêts et des obligations venant à échéance devra se faire intégralement par le biais de nouveaux emprunts. Les besoins de financements bruts qui en découlent (déficit de l'administration centrale + refinancement des dettes venant à échéance + autres<sup>59</sup>) se chiffreront, selon l'annexe nationale accompagnant le PSC 2016-2020, au total à 6.600 millions d'euros sur les années 2017-2020 (ou à **8.101 millions d'euros sur la période 2016-2020**).



136. Grâce à la notation AAA du Luxembourg et en raison des taux d'intérêts relativement bas sur l'horizon de projection, l'accroissement net de la dette publique ne s'accompagne pas encore d'une augmentation significative de la charge d'intérêts. Selon le PSC 2016-2020 et son annexe, la charge d'intérêts est estimée se stabiliser autour de 0,3% du PIB et elle n'augmenterait que légèrement, en termes absolus, pour afficher 212 millions d'euros d'ici 2020. La charge d'intérêts prévisionnelle a été établie selon les taux d'intérêts (sur une échéance de 10 ans) toujours inférieurs à 1,5% d'ici 2020, comme le précise l'annexe nationale. Si les taux d'intérêts s'orientaient davantage à la hausse, le coût du service de la dette publique que subirait l'Etat pourrait se voir graduellement augmenté et grever davantage les finances publiques du pays.
137. Le CNFP tient également à rappeler que les prévisions du PSC 2016-2020 ne tiennent pas compte d'un éventuel renforcement de la base capitalistique de la Banque centrale du Luxembourg qui a été confirmé à plusieurs reprises par le Gouvernement et qui nécessitera potentiellement la mobilisation de liquidités supplémentaires par la voie de la dette. Il ne ressort d'ailleurs pas des explications du PSC 2016-2020 si d'autres opérations financières, non comptabilisées dans le déficit au titre du SEC<sup>60</sup>, sont désormais intégrées dans les estimations. Le CNFP renvoie dans ce contexte à son évaluation de juin 2015 à l'occasion de laquelle il avait déjà soulevé cette problématique.
138. La trajectoire esquissée dans le PSC 2016-2020 semble d'ailleurs se baser sur l'hypothèse d'un maintien de toutes les participations étatiques. Si, au cours de la période sous revue, l'Etat décidait de céder des parts, le recours à l'endettement se verrait potentiellement amoindri. Au vu des chiffres et des explications qui sont avancés, l'impact d'éventuelles cessions ne semble cependant pas avoir été retenu dans les prévisions.

<sup>59</sup> Le CNFP constate notamment une incohérence potentielle en ce qui concerne les besoins de financement bruts. Il découle en effet un montant total de 8,1 milliards d'euros du tableau figurant à la page 28 de l'annexe nationale. Les besoins de financements bruts découlant toutefois de la trajectoire de la dette publique présentée dans le PSC 2016-2020 ainsi que des montants à refinancer pour des prêts et des emprunts venant à échéance se chiffrent en réalité à un total de 8,365 millions d'euros. Il en résulte un écart de 265 millions d'euros que le CNFP n'est pas en mesure de réconcilier entièrement avec les informations à sa disposition.

<sup>60</sup> p.ex : les opérations réalisées à travers des fonds d'investissement comme le Fonds souverain ou d'autres fonds nouvellement créés.



## Annexe 1

### Liste des acronymes

<b>BCL</b>	<i>Banque centrale du Luxembourg</i>
<b>CNFP</b>	<i>Conseil national des finances publiques</i>
<b>EDP</b>	<i>Procédure de déficit excessif (« <u>e</u>xcessive <u>d</u>éficit <u>p</u>rocedure ») au titre du volet correctif du Pacte de stabilité et de croissance</i>
<b>EUR</b>	<i>Euro</i>
<b>HP</b>	<i>Filtre Hodrick-Prescott, méthode de lissage statistique</i>
<b>LPFP</b>	<i>Loi de programmation financière pluriannuelle</i>
<b>OMT</b>	<i>Objectif budgétaire à moyen terme</i>
<b>PIB</b>	<i>Produit intérieur brut</i>
<b>PSC</b>	<i>Programme de stabilité et de croissance</i>
<b>SEC</b>	<i>Système européen des comptes nationaux et régionaux</i>
<b>STATEC</b>	<i>Institut national de la statistique et des études économiques du Grand-Duché du Luxembourg</i>
<b>TSCG</b>	<i>Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance</i>
<b>TVA</b>	<i>Taxe sur la valeur ajoutée</i>
<b>USD</b>	<i>Dollar américain</i>

## Annexe 2

### NOTE DE REFLEXION AU SUJET DE LA FIXATION DE L'OBJECTIF BUDGETAIRE A MOYEN TERME DU LUXEMBOURG POUR LES ANNEES 2017 A 2019

Avril 2016

- A travers ses divers engagements européens et nationaux, le Luxembourg est appelé à présenter une situation budgétaire durablement saine.
- Selon le « Pacte de Stabilité et de Croissance » ainsi que d'après la loi du 12 juillet 2014, la situation budgétaire du Luxembourg est considérée être en équilibre lorsque l'objectif budgétaire à moyen terme (« OMT ») est atteint. L'OMT est actuellement fixé à +0,5% du PIB en termes structurels.
- L'OMT forme donc un ancrage important dans la gouvernance économique et ainsi contribue à la conduite d'une politique budgétaire prudente à court et à moyen terme.
- Au titre de la procédure applicable, le Luxembourg est appelé à fixer son OMT pour la période 2017-2019 dans la prochaine actualisation du programme de stabilité et de croissance (« PSC ») que le Gouvernement entend publier fin avril.
- Le Gouvernement peut librement choisir le niveau de l'OMT sans que ce dernier ne puisse toutefois être fixé ni en-dessous d'un « *OMT minimal* » théorique déterminé par la Commission européenne, ni en-dessous d'un seuil de -0,5% du PIB suivant le « Pacte budgétaire ».
- A l'occasion du dernier tour de fixation des niveaux d'OMT en Europe en 2013, 14 Etats membres de l'UE se sont fixés un OMT plus ambitieux que le minimum requis.
- Selon les calculs du CNFP et en application du mode de calcul pour l'*OMT minimal*, le Luxembourg pourrait en théorie abaisser son OMT de +0,5% du PIB à -0,5% du PIB.
- Le CNFP met cependant en garde contre une réduction mécanique de l'OMT du simple fait de la baisse du niveau théorique minimal, puisque cette baisse découle largement de la projection de 1,1 million d'habitants d'ici 2060, hypothèse plus favorable pour les finances publiques en comparaison à l'ancienne hypothèse datant de 2012.
- Une reprise des hypothèses démographiques de 2012, avec la projection plus prudente de 730.000 habitants à l'horizon 2060, se traduirait dans un maintien de l'*OMT minimal* au niveau actuel de +0,5% du PIB pour les trois années à venir.
- Une adaptation de la formule de calcul pour respecter à tout moment le niveau de dette publique arrêté dans le cadre de l'actuel programme gouvernemental (30% au lieu de 60% du PIB), tout en retenant les nouvelles projections démographiques de 2015, résulterait dans un *OMT minimal* de +0,25% du PIB.
- Si on maintient les projections démographiques de 2012 et si on tient compte de l'objectif gouvernemental d'un maintien de la dette publique à tout moment en-dessous de 30% du PIB, le calcul de l'*OMT minimal* aboutirait à un niveau de +1,75% du PIB.
- A la lumière de ces résultats, le CNFP considère qu'il faut garder des objectifs budgétaires ambitieux pour assurer le maintien d'une marge de manœuvre permettant de faire face aux défis plus vastes et complexes qui se présentent sur le long terme.

## 1. Contexte

Au fil des dernières années, les dispositions encadrant la conduite de la politique budgétaire au sein de l'Union européenne ont été successivement renforcées et adaptées à travers une série de mesures législatives, plus connues sous leurs appellations « Six-Pack » et « Two-Pack », ainsi que par l'adoption d'un traité intergouvernemental (TSCG) comportant le « Pacte budgétaire ». Au Luxembourg, ce train de mesures a notamment été transposé par la loi du 12 juillet 2014 relative à la coordination et à la gouvernance des finances publiques.

Comme les mesures adoptées sur le plan national viennent compléter les règles et les procédures applicables au niveau européen, la gouvernance économique et budgétaire prend dorénavant également une dimension nationale importante. La loi du 12 juillet 2014 comporte en effet des règles, des arrangements et des procédures destinés à encadrer la conduite de la politique budgétaire du Luxembourg.

La loi du 12 juillet 2014 transpose ainsi, pour l'essentiel, les règles budgétaires du volet dit « préventif » du *Pacte de stabilité et de croissance*<sup>61</sup>. La loi institue aussi un organisme national indépendant (le CNFP) dont la mission est de surveiller l'application des nouvelles règles budgétaires nationales et, en cas d'un éventuel dérapage significatif par rapport à celles-ci, un mécanisme de correction automatique doit être déclenché.

Les règles budgétaires – adoptées tant sur le plan européen que national – ont avant tout pour objectif de contribuer à la mise en œuvre de politiques budgétaires prudentes dans tous les pays de l'Union européenne, et en particulier au sein de la zone euro, et ce afin d'assurer des finances publiques durablement saines.

## 2. L'objectif budgétaire à moyen terme (OMT)

Selon les dispositions du Pacte de stabilité et de croissance ainsi que de la loi du 12 juillet 2014, la situation budgétaire du Luxembourg est considérée être « *en équilibre* » lorsque l'objectif budgétaire à moyen terme (« OMT ») est respecté. L'OMT forme dès lors la pierre angulaire des dispositions auxquelles la politique budgétaire est tenue d'adhérer.

La mission de surveillance budgétaire qui incombe au CNFP est notamment de vérifier si le solde structurel des administrations publiques respecte l'OMT. En cas d'un écart important par rapport à cet objectif, un mécanisme de correction budgétaire doit par ailleurs être déclenché.

En pratique, l'OMT représente donc une valeur de référence pour le solde budgétaire – qui est exprimé en termes structurels, c.-à-d. corrigé des fluctuations conjoncturelles ainsi que des facteurs temporaires. Contrairement à la limite de 3% du PIB (critère de Maastricht) applicable de façon uniforme à tous les Etats membres de l'UE, l'OMT est différenciée selon la situation particulière de chaque pays. Selon le règlement européen no.1466/97, l'OMT doit être fixé à un niveau approprié qui permet de répondre au triple objectif suivant :

---

<sup>61</sup> Comme l'expérience des années 2000 a notamment montré que les règles du Pacte de Stabilité et de Croissance n'ont pas été suffisamment respectées par plusieurs Etats membres, les dirigeants européens ont pris la décision fin 2012 d'intégrer les règles de ce pacte européen dans chaque législation nationale, et ce de préférence au niveau de la constitution de chaque pays, complété par une instance nationale plus proche du « terrain » comme entité de surveillance et avec la mise en place d'un mécanisme de correction automatique en cas de dérapage. Cette volonté des dirigeants européens a été entérinée par l'adoption d'un « Pacte budgétaire », sous la forme d'un traité intergouvernemental (le TSCG), qui a été ratifié par le Luxembourg par la loi du 29 mars 2013 et transposé en droit national par la loi du 12 juillet 2014.

- (i) réserver une marge de sécurité suffisante par rapport à la limite de 3% du PIB fixée pour le déficit public;
- (ii) garantir la soutenabilité à long terme des finances publiques ou une progression rapide vers leur soutenabilité;
- (iii) en tenant compte des points (i) et (ii), dégager une marge de manœuvre budgétaire suffisante, notamment pour assurer les besoins en investissement public.

### 3. Comment est fixé l'OMT en pratique?

En principe, chaque Etat membre de l'UE est tenu de fixer lui-même le niveau approprié de son OMT tous les 3 ans dans le « Programme de Stabilité et de Croissance » (PSC) qu'il transmet à la Commission européenne à la fin du mois d'avril de chaque année<sup>62</sup>.

Comme la dernière fixation de l'OMT pour le Luxembourg – à +0,5% du PIB pour la période 2014 à 2016 – a eu lieu à l'occasion de l'actualisation du PSC en 2013, le niveau de l'OMT pour la période 2017-2019 doit être fixé dans le cadre de la prochaine actualisation du PSC que le Gouvernement compte transmettre à la Commission européenne le 29 avril prochain.

Même si le Luxembourg est libre de fixer le niveau de son OMT, il faut noter que ce dernier ne peut cependant pas se situer en-dessous d'un niveau théorique minimal déterminé par la Commission européenne (« *OMT minimal* »).

En tant que pays signataire du « Pacte budgétaire », le Luxembourg s'est également engagé à ne pas fixer son OMT en-dessous de -0,5% du PIB, à moins que la dette publique ne soit sensiblement inférieure à 60% du PIB et lorsque les risques pour la soutenabilité à long terme des finances publiques sont faibles. Au cas où les deux conditions précitées sont réunies simultanément, la limite inférieure pour l'OMT est de -1% du PIB.

Même si le Luxembourg présente une dette publique significativement inférieure à 60% du PIB, les risques qui pèsent sur le long terme ne sont actuellement pas considérés comme « faibles » selon le récent rapport de la Commission européenne sur la soutenabilité budgétaire en Europe<sup>63</sup>.

### 4. Comment est déterminé l'OMT minimal ?

Il est important de noter que le mode de calcul pour l'OMT *minimal* décrit ci-après n'aboutit pas nécessairement au niveau approprié pour chaque pays. Il ne constitue d'ailleurs pas une recommandation de la Commission européenne qui fixe uniquement un seuil minimal.

A l'occasion du dernier tour de fixation de l'OMT en Europe en 2012/2013, 14 Etats membres de l'Union européenne avaient choisi de fixer leur OMT à des niveaux plus ambitieux que l'OMT *minimal* obtenu par l'application mécanique des principes régissant sa détermination.

Selon les dispositions européennes applicables pour tous les pays de l'UE, l'OMT *minimal* est calculé suivant les principes suivants<sup>64</sup> :

- A. Une limite inférieure de -1% du PIB pour les pays membres de la zone euro ( $MTO^{EA}$ )<sup>65</sup>.
- B. Une limite inférieure minimale assurant une marge de sécurité par rapport à la limite de 3% du PIB en matière de déficit. Cette marge est déterminée par la prise en compte de la volatilité de l'activité économique de chaque pays, au vu de la sensibilité des finances publiques par rapport à l'activité ( $MTO^{MB}$ ).

<sup>62</sup> Formellement, la loi du 12 juillet 2014 prévoit également la fixation de l'OMT dans le cadre des lois de programmation financière pluriannuelle (LPFP). L'OMT est cependant défini par référence aux dispositions européennes du règlement no. 1466/97.

<sup>63</sup> « [Fiscal Sustainability Report 2015](#) », Commission européenne, Janvier 2016 (pages 131-132).

<sup>64</sup>  $MTO^{EA}$  = « Medium-Term Objective - Euro Area » ;  $MTO^{LD}$  = Medium-Term Objective – Implicit Liabilities & Debt » ;  $MTO^{MB}$  = « Medium-Term Objective – Minimum Benchmark ».

<sup>65</sup> De fait, cette limite inférieure de -1% du PIB pour les Etats membres de la zone euro a été abaissée à -0,5% du PIB suite à l'entrée en vigueur du « Pacte budgétaire » signé en 2012.

C. Une valeur de référence minimale assurant la soutenabilité à long terme des finances publiques, qui garantit une dette publique viable et qui tient dûment compte des coûts liés au vieillissement de la population ( $MTO^{ILD}$ ). En particulier, il s'agit ici d'un seuil qui résulte de la somme des trois facteurs suivants :

- (i) le solde budgétaire nécessaire pour stabiliser la dette à un niveau de 60% du PIB,
- (ii) l'ajustement nécessaire pour préfinancer l'augmentation des dépenses budgétaires liés au vieillissement de la population (pensions, soins de longue durée, santé, éducation et chômage),
- (iii) un effort supplémentaire pour les pays dont la dette publique dépasse 60% du PIB.

La valeur la plus grande parmi les trois seuils ( $MTO^{EA}$ ,  $MTO^{MB}$  et  $MTO^{ILD}$ ) fournit la valeur de l'*OMT minimal* auquel chaque Etat doit se conformer dans la fixation de son propre OMT. Pour le Luxembourg, c'est avant tout le seuil visant à assurer la soutenabilité à long terme des finances publiques ( $MTO^{ILD}$ ) qui donne le ton.

Exprimé en termes mathématiques, l'*OMT minimal* est déterminé comme suit :

$$OMT \text{ minimal} = \max (MTO^{ILD}, MTO^{MB}, MTO^{EA})$$

## 5. Estimation de l'*OMT minimal*

L'*OMT minimal* est calculé par la Commission européenne et communiqué à chaque Etat membre en amont de l'élaboration du PSC afin que les gouvernements respectifs puissent en tenir compte dans la fixation de leur OMT.

Le CNFP n'a actuellement pas connaissance de la valeur qui a été communiquée au Luxembourg en vue de la fixation de l'OMT pour les années 2017 à 2019. Il a cependant procédé à sa propre estimation de l'*OMT minimal* sur la base des principes énoncés ci-avant et avec les données, forcément incomplètes, qui sont à sa disposition.

Rappelons par ailleurs qu'en 2012 la valeur minimale pour l'OMT du Luxembourg avait été d'abord annoncée par la Commission européenne à +0,75% du PIB. En raison des effets induits par la réforme du régime de pensions et donc des coûts liés au vieillissement amoindris à l'horizon 2060, l'exigence minimale a été baissée par la suite par la Commission à +0,5% du PIB<sup>66</sup>.

Pour la période 2017 à 2019, le calcul approximatif réalisé par le CNFP aboutit à un *OMT minimal* de -1% du PIB pour le Luxembourg suivant les trois principes généraux présentés à la section précédente. Compte tenu des engagements découlant du « Pacte budgétaire », le Luxembourg est cependant tenu de fixer son OMT à au moins -0,5% du PIB.

Il s'avère que l'abaissement de l'*OMT minimal* d'un niveau +0,5% du PIB déterminé en 2012 à désormais -1% du PIB (en faisant abstraction de la limite inférieure découlant du « Pacte budgétaire ») est avant tout la résultante d'une révision à la baisse de la composante  $MTO^{ILD}$  dans la formule de calcul de l'*OMT minimal*. Cette révision à la baisse découle pour l'essentiel de la situation plus favorable des dépenses liées au vieillissement à l'horizon 2060 présentée dans la plus récente projection établie dans le contexte du « Ageing Report 2015 »<sup>67</sup>. Les dépenses de pension exprimées en pourcentage du PIB ont ainsi été revues à la baisse de quelque 5 points de pourcent à l'horizon 2060, de 18,6% du PIB dans les projections de 2012 à 13,4% du PIB dans les projections de 2015. Comme l'impact de la réforme du système des pensions de 2013 est intégré dans les deux séries de projections, la révision à la baisse résulte essentiellement d'un changement des hypothèses qui sont à la base des nouvelles projections de 2015.

<sup>66</sup> Pour un historique de la dernière fixation de l'OMT : « [16e actualisation du programme de stabilité et de croissance du Grand-Duché de Luxembourg pour la période 2015-2019](#) », Gouvernement du Grand-Duché du Luxembourg, pages 16-17.

<sup>67</sup> [Ageing Report 2015, European Commission/Ageing Working Group](#).

Dans son évaluation de juin 2015, le CNFP avait attiré l'attention sur le fait que l'amélioration des projections n'est pas la résultante de nouvelles réformes structurelles, mais que la situation plus favorable repose en réalité sur un scénario macroéconomique bien plus optimiste qu'auparavant ainsi que sur une projection démographique révisée significativement à la hausse, pour aboutir à une population de 1,1 million d'habitants d'ici 2060 (ce qui représente une nette hausse par rapport à l'ancienne hypothèse de 730.000 habitants d'ici 2060).

Plus récemment, la Commission européenne a elle-même nuancé l'amélioration au niveau des dépenses liées au vieillissement décrite ci-avant :

*« Même si elle a été revue à la baisse, l'augmentation prévue des dépenses totales liées au vieillissement constitue toujours un défi de taille. L'amélioration par rapport à la projection précédente s'explique essentiellement par des projections démographiques plus favorables. Il convient de noter que les hypothèses démographiques sous-jacentes impliquent cependant que le Luxembourg risque de se trouver confronté, dans l'avenir, à d'importants besoins d'investissement pour faire face à la demande croissante d'infrastructures, y compris dans le domaine des transports, de l'éducation et de la santé, ainsi qu'aux coûts d'entretien ou de fonctionnement associés à celles-ci. »* <sup>68</sup>

Le Fonds monétaire international (FMI) a par ailleurs également souligné la même problématique dans ses récentes publications sur le Luxembourg<sup>69,70</sup>. Les agences de notation soulèvent également régulièrement les défis qui se présentent pour le Luxembourg sur le long terme.

## 6. Simulation de l'OMT minimal sur la base d'hypothèses plus prudentes

Cas de figure 1 : Hypothèses constantes par rapport à 2012.

Vu l'absence de nouvelles mesures structurelles depuis l'entrée en vigueur de la réforme des pensions en 2013, il peut s'avérer utile de garder constantes les hypothèses sous-jacentes au calcul des dépenses liées au vieillissement par rapport à la dernière projection de 2012<sup>71</sup>. La composante relative au préfinancement des dépenses liées au vieillissement serait par conséquent maintenue au même niveau que lors de la dernière fixation de l'OMT en 2012 et il en résulte un *OMT minimal* inchangé à +0,5% du PIB pour le Luxembourg.

Cas de figure 2 : (i) Hypothèses constantes par rapport à 2012 ; (ii) solde budgétaire permettant de stabiliser la dette publique à 30% du PIB.

Le mode de calcul pour l'OMT minimal repose aussi sur l'hypothèse d'un solde budgétaire visant à stabiliser la dette à 60% du PIB. En adaptant également la formule pour tenir compte de l'objectif retenu dans l'actuel programme gouvernemental, à savoir un maintien de la dette publique « à tout moment » en-dessous de 30% du PIB, il pourrait être envisagé de remplacer le facteur visant une stabilisation de la dette à 60% du PIB par un facteur ambitionnant le maintien de la dette à 30% du PIB. Selon les calculs du CNFP, une telle adaptation mènerait à un *OMT minimal* se situant à +1,75% du PIB.

<sup>68</sup> [Rapport 2016 sur le Luxembourg, Commission européenne.](#)

<sup>69</sup> [IMF Article IV Consultation Luxembourg - Staff Report 2015.](#)

<sup>70</sup> [IMF Article IV Consultation Luxembourg - Concluding Statement 2016.](#)

<sup>71</sup> En particulier, la simulation est basée sur un maintien des projections en matière de croissance économique et de l'évolution démographique qui ont été à la base de l'édition 2012 du « Ageing Report », au lieu de l'édition 2015 qui repose, quant à elle, sur un scénario bien plus favorable et plus contesté. Etant donné que le CNFP ne dispose pas des données exhaustives, ni pour l'édition 2012, ni pour l'édition 2015, la simulation est basée sur une approximation réalisée avec les données qui sont actuellement à sa disposition.



Cas de figure 3 : (i) Nouvelles hypothèses de 2015, (ii) solde budgétaire permettant de stabiliser la dette publique à 30% du PIB

Il peut également s'avérer utile de simuler l'OMT *minimal* en adaptant seulement la composante visant à stabiliser la dette publique à un certain niveau-cible, tout en maintenant les nouvelles projections de l'Ageing Report 2015 basées sur l'hypothèse de 1,1 million d'habitants à l'horizon 2060. L'OMT *minimal* se situerait dans ce cas de figure à +0.25% du PIB.

### Résumé

OMT minimal	dette stabilisée à 60% du PIB	dette stabilisée à 30% du PIB
<i>hypothèses de 2015 (1,1 million d'habitants en 2060)</i>	-0.5% du PIB*	+0.25% du PIB
<i>hypothèses de 2012 (730.000 habitants en 2060)</i>	+0.5% du PIB	+1.75% du PIB

Source : calculs CNFP. \* : En raison de l'adhésion au « Pacte budgétaire », le Luxembourg est tenu à un seuil minimal de -0.5% du PIB même si le mode de calcul prévu par le Pacte de stabilité et de croissance donne un OMT minimal de -1.0% du PIB.

## 7. Conclusion

Les dispositions européennes et nationales encadrant la politique budgétaire des Etats membres de l'UE, et de la zone euro en particulier, ont été renforcées de manière significative au cours des dernières années. Atteindre l'OMT est partie intégrante de ce dispositif qui vise à assurer des finances durablement saines dans les tous pays et l'OMT fournit dans ce contexte un ancrage à moyen terme déterminant.

Comme le Gouvernement est tenu de revoir le niveau actuel de l'OMT, qui est de +0,5% du PIB, pour la période allant de 2017 à 2019, le CNFP a procédé à une analyse de cette pierre angulaire des règles budgétaires à la lumière des différentes dispositions applicables.

Les calculs réalisés par le CNFP avec les données limitées qui sont à sa disposition indiquent qu'en théorie l'OMT pour le Luxembourg peut dorénavant être abaissé à un niveau significativement inférieur à celui qui est actuellement en vigueur. Cette possibilité est principalement le fruit d'une révision technique d'envergure au niveau des projections démographiques (population de 1,1 million d'habitants) qui améliore mécaniquement la situation au niveau des dépenses liées au vieillissement de la population (pensions, soins de longue durée, santé, éducation, chômage) à l'horizon 2060.

Le CNFP met cependant en garde contre une réduction mécanique de l'OMT, et ce à un niveau inférieur à celui de +0,5%, du simple fait de la révision à la hausse des projections démographiques. Comme la Commission européenne l'a récemment noté, « l'augmentation prévue des dépenses totales liées au vieillissement constitue toujours un défi de taille ».

Il conviendrait dès lors de maintenir des objectifs budgétaires ambitieux qui auraient pour effet de donner un signal fort sur l'orientation budgétaire à court et à moyen terme, tout en assurant le maintien d'une marge de manœuvre nécessaire pour faire face aux défis plus vastes et complexes qui se présentent sur long terme.

