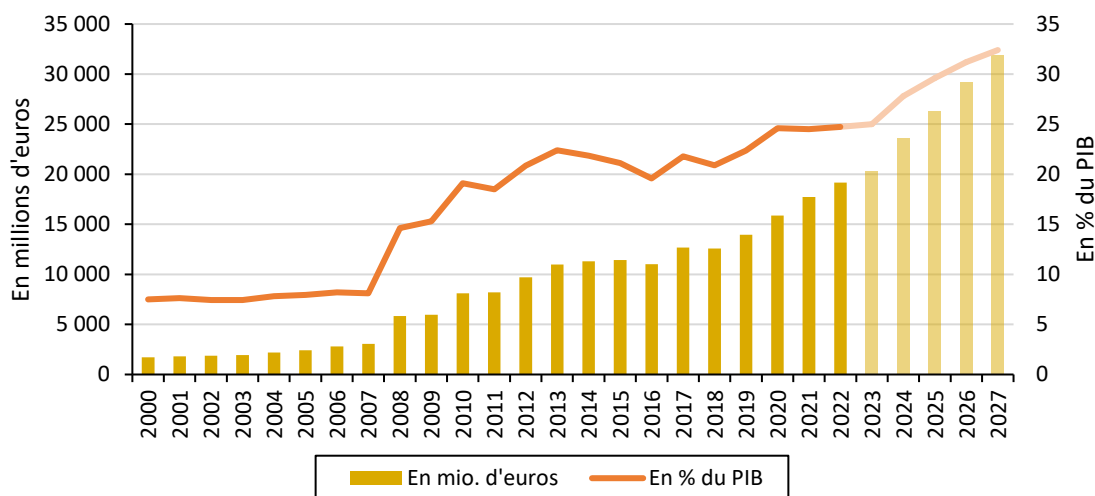


Analyse de la dette publique du Luxembourg

1. Evolution de la dette publique des administrations publiques et de ses sous-secteurs

Le graphique suivant montre l'évolution historique (2000 à 2022) et l'évolution anticipée (2023 à 2027)¹ de la valeur nominale de la dette publique et du ratio d'endettement public (en % du PIB) :

Graphique 1.1 – Dette publique consolidée des administrations publiques



Sources : CEFN (octobre 2023) ; STATEC (octobre 2023).

Il ressort du graphique que l'évolution de la dette publique est fortement marquée par les périodes de crises. En effet, au cours de la crise financière et de la crise de la dette européenne, l'endettement public est passé d'environ 3 milliards d'euros en 2007 (8,1% du PIB) à environ 11 milliards d'euros en 2013 (22,4% du PIB). Sous l'effet d'une évolution conjoncturelle plus favorable et d'un remboursement de prêts bancaires à hauteur de 400 millions en février 2016², la dette publique a ensuite légèrement diminué. Cependant, depuis 2018, la dette publique montre de nouveau une claire tendance à la hausse, qui a été accélérée par la crise sanitaire, par le contexte de la guerre en Ukraine et par la crise énergétique. En 2022, la dette publique s'est chiffrée à environ 19 milliards d'euros, soit 24,7% du PIB. Selon les dernières prévisions établies par le Comité économique et financier national (« CEFN ») et publiées par le Gouvernement, la dette devra continuer à augmenter pour atteindre environ 32 milliards d'euros en 2027, soit 32,4% du PIB.

Ainsi, les prévisions à moyen terme se sont nettement dégradées en comparaison avec celles établies par les autorités budgétaires dans le contexte du PSC 2023 en avril, comme le montre le tableau 1.1.

¹ Telle que présentée par le Conseil économique et financier (« CEFN ») aux délégations du CSV et du DP le 16 octobre 2023 dans le contexte des négociations de coalition : <https://gouvernement.lu/dam-assets/documents/dossier/formation-gouvernement-2023/notes-au-formateur/c/note-de-travail-cefn.pdf>.

² Communiqué de presse (« Baisse du niveau d'endettement de l'Etat et absence de nouvel emprunt en 2016 ») du Ministère des Finances du 9 décembre 2016 : https://mfin.gouvernement.lu/fr/actualites.gouvernement%2Bfr%2Bactualites%2Btoutes_actualites%2Bcommuniques%2B2016%2B12-decembre%2B09-baisse-endettement.html.

Tableau 1.1 – Evolution de la dette publique des administrations publiques – Comparaison entre le PSC (avril) et la note du CEFN (octobre)

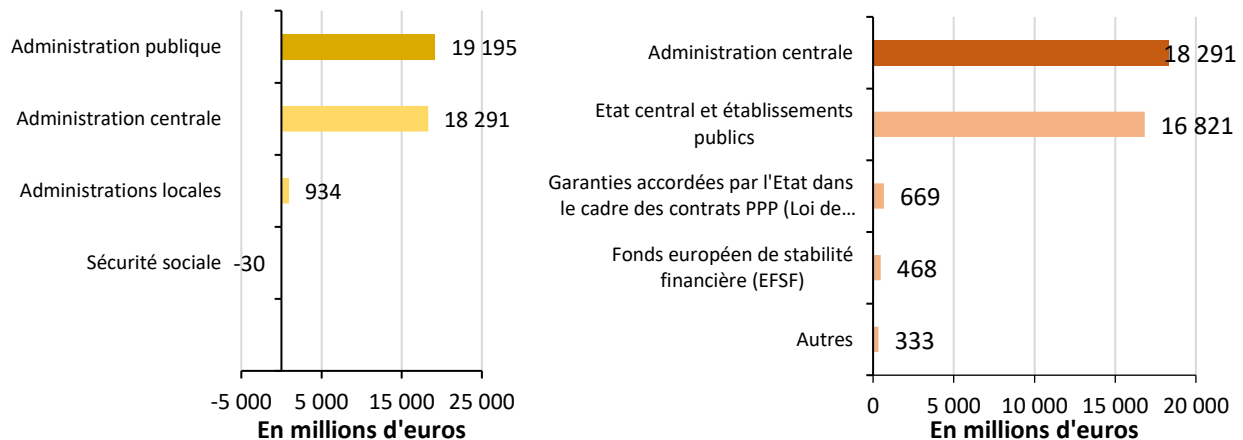
Dette publique	2022*	2023	2024	2025	2026	2027
CEFN (octobre 2023)						
En millions d'euros	19 175	20 339	23 598	26 465	29 164	31 861
En % du PIB	24,7	25,0	27,8	29,6	31,2	32,4
PSC (avril 2023)						
En millions d'euros	19 223	21 383	23 840	25 743	27 394	29 007
En % du PIB	24,6	26,1	27,5	28,2	28,6	29,0
Différence						
En millions d'euros	-47	-1 044	-242	+722	+1 770	+2 854
En % du PIB	+0,1	-1,1	+0,3	+1,4	+2,6	+3,4

* Le CEFN n'a pas considéré l'année 2022 et le niveau d'endettement indiqué provient des comptes nationaux du STATEC.

Sources : PSC (avril) ; CEFN (octobre) ; STATEC (octobre) ; Calculs du CNFP.

Le secteur des administrations publiques est composé des sous-secteurs de l'administration centrale, des administrations locales et de la sécurité sociale. Pour cerner une image plus complète de la situation en matière d'endettement public, il convient donc d'analyser de plus près la charge de la dette par sous-secteur. Comme le montrent les deux graphiques ci-après, l'administration centrale, et plus précisément l'Etat central³, est responsable de la majeure partie de la charge de la dette en 2022.⁴

Graphique 1.2 – Ventilation de la dette publique par sous-secteur pour l'année 2022



Source : LPFP 2021 – 2026 (octobre 2022).

³ L'administration centrale constitue un ensemble plus vaste que le périmètre relatif au budget de l'État, ce dernier ne comprend en effet que les entités budgétaires, dont les recettes et les dépenses sont réglementées et contrôlées par le Ministère des Finances par le biais des ressources du budget général approuvé par le parlement.

Le sous-secteur de l'administration centrale comprend non seulement les organes centraux de l'État (les ministères par exemple) inclus dans le budget de l'État, mais également un certain nombre d'établissements publics à comptabilité distincte. Ces entités sont également appelées entités publiques extrabudgétaires, car elles sont généralement dotées d'un budget propre et ne dépendent pas exclusivement du budget de l'État, bien que leur fonctionnement se fasse sous l'autorité ou le contrôle de l'État.

⁴ Dans le budget pluriannuel pour la période de 2020 à 2025 publié en octobre 2021, les auteurs ont fait la distinction entre les niveaux d'endettement de l'Etat central (16 295 millions d'euros) et des établissements publics (525 millions d'euros) prévus pour l'année 2022. Au total, cela donne un niveau d'endettement de 16 820 millions d'euros, ce qui correspond au montant regroupé de 16 921 millions d'euros publié dans le budget pluriannuel pour la période de 2021 à 2026 et affiché dans le graphique 3.

La Trésorerie de l'Etat est compétente pour l'émission et la gestion de la dette publique de l'Etat central. Le tableau 1.2 ci-après montre l'encours de la dette à moyen et à long terme géré par la Trésorerie de l'Etat aux dates du 31 décembre 2022 (indiqué en vert) et du 31 octobre 2023 (indiqué en bleu).

Tableau 1.2 – Encours de la dette à moyen et à long terme de l'Etat central géré par la Trésorerie de l'Etat

Type	Date d'émission	Date d'échéance finale	Encours (en EUR)	Taux (en %)
Prêt bancaire*	30.06.2016	31.12.2023	6 117 146,40	1,890
Prêt bancaire	02.10.2018	02.10.2024	500 000 000,00	0,000
Prêt bancaire**	30.06.2016	30.12.2024	4 612 516,44	1,900
Subtotal :			510 729 662,84	
Emprunt obligataire	02.07.2013	10.07.2023	2 000 000 000,00	2,125
Emprunt obligataire	28.04.2020	28.04.2025	1 500 000 000,00	0,00
Emprunt obligataire	13.11.2019	13.11.2026	1 700 000 000,00	0,00
Emprunt obligataire	01.02.2017	01.02.2027	2 000 000 000,00	0,625
Emprunt obligataire	19.03.2013	19.03.2028	750 000 000,00	2,25
Emprunt obligataire	25.05.2022	25.05.2029	1 250 000 000,00	1,375
Emprunt obligataire	28.04.2020	28.04.2030	1 000 000 000,00	0,00
Emprunt obligataire	24.03.2021	24.03.2031	2 500 000 000,00	0,00
Emprunt obligataire	14.09.2020	14.09.2032	1 500 000 000,00	0,00
Emprunt obligataire	02.03.2023	02.03.2033	1 250 000 000,00	3,00
Emprunt obligataire	25.05.2022	25.05.2042	1 250 000 000,00	1,75
Emprunt obligataire	02.03.2023	02.03.2043	1 750 000 000,00	3,25
Emprunt obligataire	20.08.2013	20.08.2043	300 000 000,00	2,75
Total au 31.12.2022 :			16 260 729 662,84	
Total au 31.10.2023 :			17 260 729 662,84	

* Il s'agit du prêt « Lycée Belval » repris du Fonds Belval en date du 30.06.2016 pour un montant de 91,3 millions d'euros.

** Il s'agit du prêt « Rockhal » repris du Fonds Belval en date du 30.06.2016 pour un montant de 25,8 millions d'euros.

Source : Trésorerie de l'Etat.

Ce montant de la dette se retrouve également dans le bilan financier de l'Etat établi sur base du compte général 2021 et sur base des actifs et passifs recensés par la Trésorerie de l'Etat, tel que présenté dans l'annexe 1.

Concernant les caractéristiques clés de la dette publique gérée par la Trésorerie de l'Etat, il ressort du tableau suivant que le durcissement des conditions financières sur les marchés financiers internationaux se fait également sentir pour le Luxembourg, tout en se trouvant dans une situation comparativement avantageuse vu sa notation « triple A ». Les opérations au cours de l'année 2023⁵ ont eu des impacts considérables sur la durée de vie moyenne et le taux d'intérêt moyen pondéré, qui a presque doublé en raison du fait que les taux d'intérêts actuels sont plus élevés que les taux d'intérêts passés.

⁵ Le 02 mars 2023, l'Etat a procédé à une émission obligataire composée de deux tranches pour un montant total de 3 milliards d'euros. Celle-ci servirait, entre autres, à préfinancer le remboursement d'un emprunt obligataire contracté en 2013 pour un montant de 2 milliards d'euros qui venait à échéance le 10 juillet 2023. Pour plus d'informations veuillez consulter le communiqué de presse du Ministère des Finances du 23 février 2023 :

https://mfin.gouvernement.lu/fr/actualites_gouvernement%2Bfr%2Bactualites%2Btoutes_actualites%2Bcommuniqués%2B2023%2B02-fevrier%2B23-emprunt-souverain.html

Dans les quatre prochaines années, des prêts bancaires et emprunts obligataires pour un montant total de 5,7 milliards d’euros viennent à échéance, soit un peu plus d’un tiers de l’encours total actuel de la dette de l’Etat central. Etant donné qu’une partie sensible de ces remboursements doivent être refinancés par l’émission de nouveaux emprunts obligataires, les dépenses publiques consacrées au paiement des intérêts de la dette publique devraient passer de 125 millions d’euros en 2022 à 679 millions d’euros en 2027 selon le CEFN. Il faut toutefois noter que la charge d’intérêt future, et en particulier celle dans le moyen et long terme, évoluera en fonction de l’évolution du taux d’intérêt.

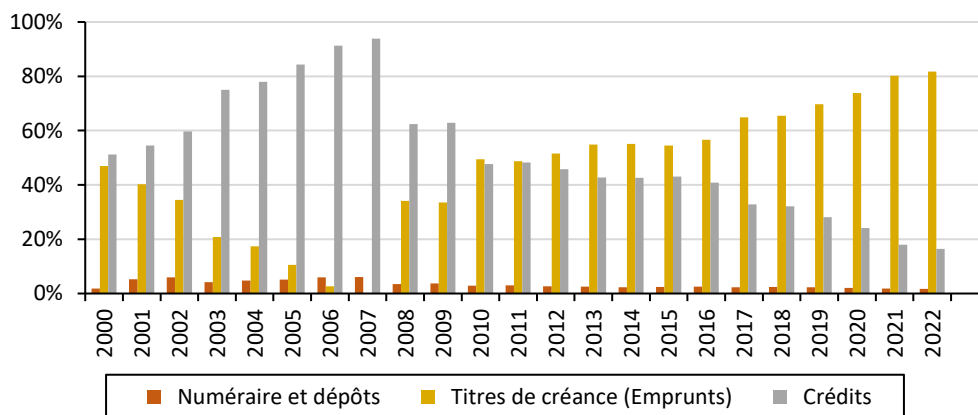
Tableau 1.3 – Caractéristiques de la dette publique gérée par la Trésorerie de l’Etat

	31.12.2022	31.10.2023
Taux d’intérêt moyen pondéré	0,825%	1,621%
Durée de vie moyenne	6 ans et 167 jours	7 ans et 356 jours
Structure par devises	100% en euro	100% en euro
Structure (en % du total) :		
<i>Prêts bancaires (dette négociable)</i>	3,2%	3,0%
<i>Emprunts obligataires (dette non-négociable)</i>	96,8%	97,0%

Sources : Ministère des Finances (2022) ; Trésorerie de l’Etat (2023).

En outre, il est à relever que le rôle des emprunts obligataires au cours des dernières années a augmenté, tandis que celui des crédits a diminué. Une raison est la forte hausse des besoins monétaires les années récentes, qui a pu être plus facilement satisfaite par l’intermédiaire des emprunts obligataires et à des taux plus favorables que les prêts.

Graphique 1.3 – Ventilation historique de la dette publique des administrations publiques par catégories



Source : STATEC (octobre 2023).

2. Remise en perspective de la dette publique par les actifs détenus par les administrations publiques

Le niveau de la dette publique des administrations publiques doit être comparé aux actifs détenus par les administrations publiques. Les principales composantes de ces actifs sont :

Tableau 2.1 – Actifs détenus par les administrations publiques en date du 31.12.2022

En millions d'euros	En date du 31.12.2022
Participations de l'Etat	5 186
Fonds intergénérationnel	575
Fonds de compensation	23 486
Total	29 247
<i>En % du PIB*</i>	<i>37,7%</i>

*Il s'agit du PIB tel que publié par le STATEC pour l'année 2022 en octobre 2023 : 77 529 millions d'euros.

Sources : Bilan financier 12/2022 ; Rapport annuel 2022 du FDC ; STATEC (octobre 2023) ; CEFN (octobre 2023).

Ainsi, au 31 décembre 2022, les administrations publiques détiennent des actifs pour un total de 37,7% du PIB, soit au-dessus du niveau des passifs découlant de la dette publique (24,7% du PIB) et la situation financière du secteur public – sur base nette – continue à être excédentaire.

Dans la suite, les différentes catégories des différents actifs détenus par les administrations publiques sont analysées plus en détail.

2.1. Participations de l'Etat

Concernant les participations, il faudra cependant relever qu'il s'agit d'actifs financiers théoriques pas très liquides. Elles sont exprimées à leur valeur comptable et le montant affiché correspond donc au montant du capital appelé.

Le tableau suivant montre un récapitulatif du total des participations de l'Etat ventilées selon catégories. Pour le détail des différentes catégories, veuillez consulter l'Annexe 2.

Tableau 2.2 – Participations de l'Etat central ventilées selon catégories

Catégorie	Valeur au 31 décembre 2022
Sociétés de droit privé cotées en Bourse (valeur de marché)	1 240 326 261,54
Sociétés de droit privé non cotées en Bourse (valeur nominale)	706 587 825,68
Etablissements publics (valeur nominale)	2 528 353 181,16
Institutions financières internationales (valeur nominale appelée et versée en espèces)	710 799 420,44
Total	5 186 066 688,83
<i>En % du PIB*</i>	<i>6,64%</i>

*Il s'agit du PIB tel que publié par le STATEC pour l'année 2022 : 78 130.1 millions d'euros.

Source : Bilan financier de l'Etat (décembre 2022).

2.2. Le fonds souverain intergénérationnel du Luxembourg (« FSIL ») :

La mission principale du FSIL consiste à réaliser une épargne dont les revenus pourront être utilisés, sous certaines conditions et dans certaines limites, pour contribuer au bien-être des générations futures. Il s'agit d'un établissement public (le taux de participation de l'Etat est de 100%), placé sous l'autorité du ministre ayant les finances dans ses attributions. A noter que le fonds est alimenté par une dotation budgétaire annuelle d'au moins 50 millions d'euros qui se compose de recettes provenant en partie de la TVA sur le commerce électronique et des accises sur le carburant. Le capital souscrit au FSIL s'élève actuellement à quelques 575 millions euros⁶, soit 0,7% du PIB⁷.

Pour plus de détail, veuillez considérer la loi du 19 décembre 2014 relative à la mise en œuvre du paquet d'avenir portant création du Fonds souverain intergénérationnel du Luxembourg.

2.3. Le fonds de compensation (« FDC ») :

Tel que dispose la loi du 6 mai 2004, les excédents du régime général d'assurance pension sont affectés à une réserve appelée « *Fonds de compensation* » afin d'assurer le financement des prestations sociales futures (et en particulier les pensions).

La réserve globale du régime général d'assurance pension est alimentée par l'excédent des recettes sur les dépenses de la Caisse nationale d'assurance pension (« CNAP ») et par les revenus issus de la gestion des actifs du FDC. Au 31 décembre 2022, cette réserve globale s'est chiffrée à 24,54 milliards d'euros (représentant 4,29 fois les dépenses annuelles des prestations de la CNAP), dont 1,05 milliard d'euros de fonds de roulement de la CNAP et 23,49 milliards d'euros de réserve de compensation affectée au FDC.

Comme le montre le graphique ci-après, la réserve a diminué de 2 542 millions d'euros, soit de 9,39%, par rapport au niveau de la réserve au 31.12.2021 (27 079 millions d'euros). Exprimé en pourcentage du PIB, le montant de la réserve de compensation s'élève à 31,40% au 31 décembre 2022.

Alors que les recettes en cotisations dépassent les dépenses en prestations de 969 millions d'euros, l'excédent courant de la CNAP s'élève uniquement à 603 millions EUR pour 2022. Après dotation au fonds de roulement minimal (57 millions d'euros)⁸, la CNAP a ainsi pu transférer 546 millions d'euros au FDC en 2022⁹. Alors que la réserve s'est alimentée encore de l'excédent des recettes sur les dépenses de la CNAP, la baisse de la réserve s'explique par une baisse des revenus au niveau du FDC (2 599 millions d'euros)¹⁰. Dans d'autres mots, la performance de la SICAV du FDC a été négative.

⁶ Comité économique financier national, « Note de travail – Projections macroéconomiques et prévisions des finances publiques à politique inchangée pour la période 2023-2027 », 16 octobre 2023 ».

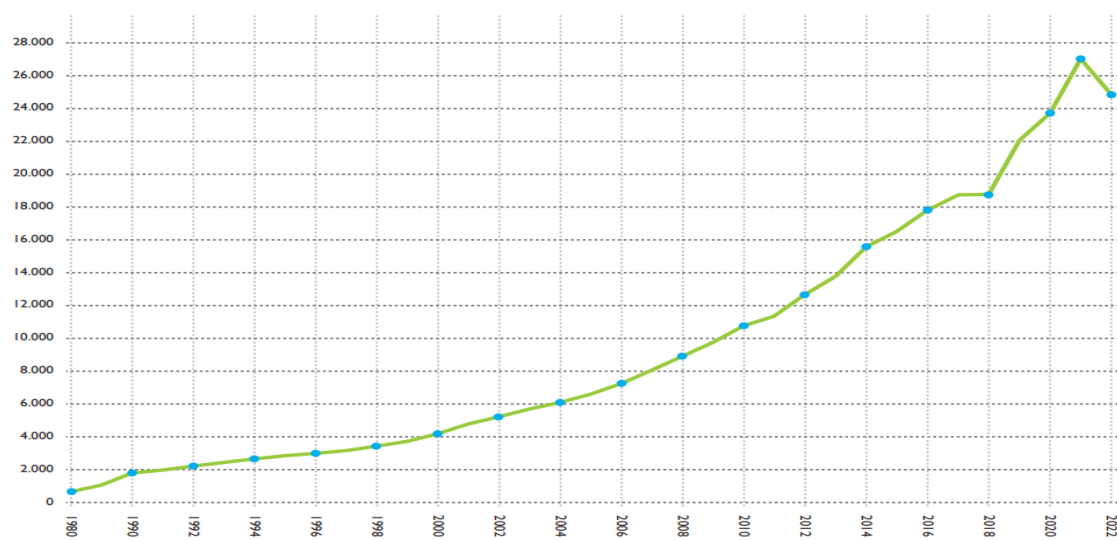
⁷ Il s'agit du PIB tel que publié par le STATEC pour l'année 2022 : 78 130,1 millions d'euros.

⁸ La loi prévoit un niveau correspondant à 20% des prestations de l'année précédente.

⁹ https://www.cnap.lu/fileadmin/file/cnap/publications/Publications_CNAP/Regime_General/2022_RG_COMPTE_EXPLOITATION-BILAN.pdf#pageMode=bookmarks

¹⁰ CNAP, Rapport annuel 2022, <https://www.cnap.lu/publications/>.

Montant absolu de la réserve de compensation au 31 décembre (en millions d'euros)



Source : Fonds de compensation - Rapport annuel 2022.

3. Analyses subséquentes de la trajectoire de la dette publique

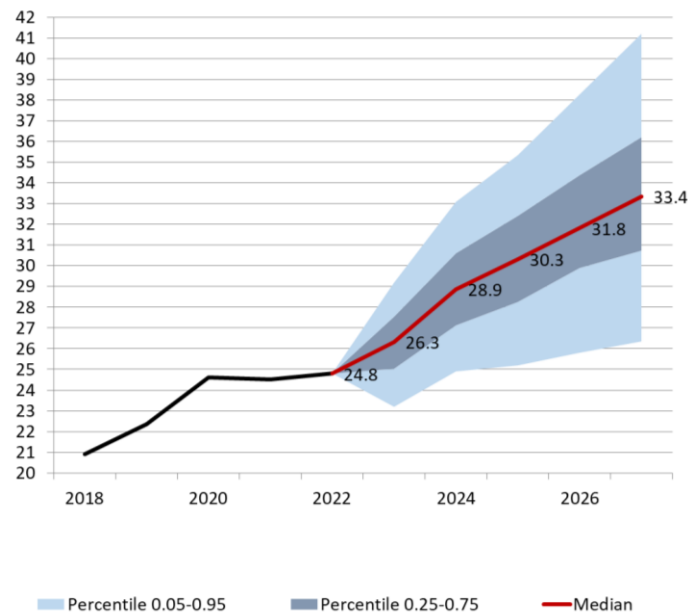
Vu le contexte macroéconomique actuellement hautement incertain, et étant donné la forte interdépendance entre l'état des finances publiques et la situation conjoncturelle, le CNFP procède dans la suite à une analyse de la trajectoire de la dette publique en cas d'incertitude à court et à moyen terme. Il convient de souligner ici le caractère purement théorique d'une telle analyse, qui ne devra que donner un ordre de grandeur. Ensuite, l'évolution de la dette publique à long terme est analysée de plus près, ce en tenant compte des changements démographiques.

3.1. Trajectoire de la dette publique en cas d'incertitude

Le graphique suivant présente un éventail simple de la trajectoire de la dette publique qui a été calculé en utilisant :

- 1) l'équation dynamique de la dette $d_t = \frac{1+r_t}{1+g_t} d_{t-1} - pb_t$ où r = taux d'intérêt, g = taux de croissance du PIB réel et pb = solde nominal primaire de l'administration centrale¹¹ ;
- 2) plusieurs séries (500) d'hypothèses aléatoires sur les taux d'intérêt, les taux de croissance du PIB réel et le solde primaire de l'administration centrale (en utilisant l'écart-type des données historiques) ;
- 3) la corrélation entre les différentes variables susmentionnées (en utilisant la matrice de variance-covariance) et
- 4) la corrélation sérielle d'une même variable.

Graphique 3.1 – Eventail de la trajectoire de la dette publique



Source : Calculs du CNFP.

¹¹ En effet, 1) le surplus substantiel dégagé par la sécurité sociale ne compense pas directement le déficit de l'administration centrale, mais sert à alimenter le Fonds de compensation, dont l'objectif est de constituer une réserve en vue du financement futur des pensions et 2) le surplus dégagé par les administrations locales ne compense pas non plus le déficit de l'administration centrale, car il constitue une réserve des administrations locales pour les années prochaines.

L'interprétation du graphique est la suivante. En 2027, avec une probabilité de 90%, la dette publique se trouvera dans un intervalle de 26% du PIB et 41% du PIB avec une médiane de 33,4% du PIB. Avec une probabilité de 50%, la dette publique se trouvera dans un intervalle de 31% du PIB et 36% du PIB en 2027.

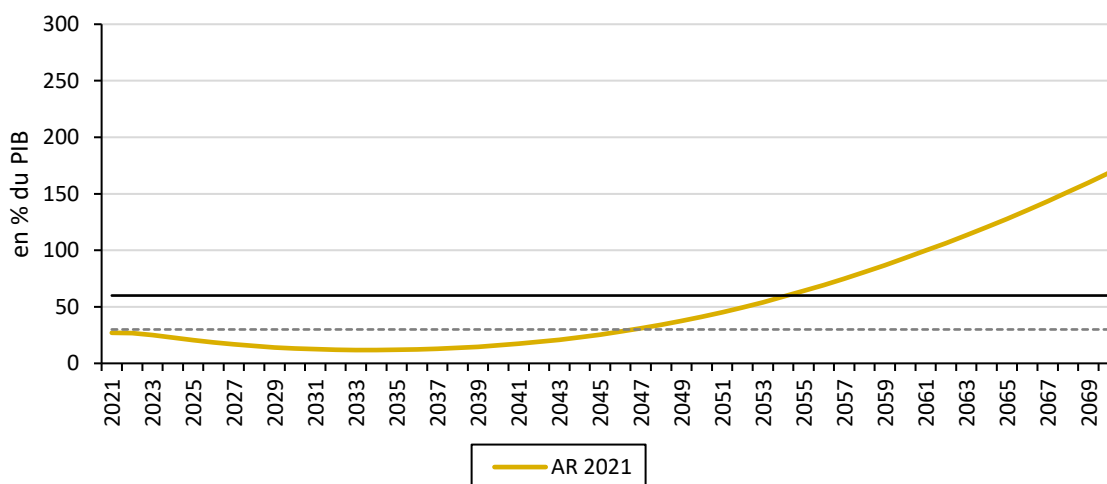
Avec une probabilité de 25%, la dette publique dépassera la barre des 30% du PIB en 2024. A rappeler que le CEFN prévoit le dépassement du seuil de 30% en 2026 (voir graphique 1.1).

3.2. Evolution du ratio d'endettement public à long terme

Concernant la soutenabilité à long terme des finances publiques du Luxembourg, des défis se présentent notamment, et comme ceci a été relevé dans les évaluations y relatives du CNFP¹² (une prochaine évaluation est prévue pour la deuxième moitié de l'année 2024), en raison des dépenses futures liées au vieillissement de la population.

Selon les projections du Ageing Report 2021 (AR 2021) de la CE (le AR 2024 étant prévu pour mai 2024), ces dépenses passeraient de 16,1% du PIB en 2021 à 24,6% du PIB en 2070, soit une augmentation d'environ un tiers (8,6 points de pourcentage). Le graphique 3.2 montre que, à politique inchangée, le ratio d'endettement public projeté dépasserait le seuil de la dette publique de 30% du PIB à partir de 2047¹³. Le seuil de dette publique de 60% du PIB (critère que les pays membres de l'UE doivent respecter) serait quant à lui atteint et dépassé à partir de 2055. Par la suite, le ratio d'endettement public augmenterait fortement pour s'élever à 168% du PIB en 2070.

Graphique 3.2 - Evolution du ratio d'endettement public à long terme



Sources : AR 2021, calculs CNFP.

Il faut toutefois noter que ces projections, établies à législation constante, font l'impasse sur le fait que les divers régimes (pensions, soins de santé, soins de longue durée) comportent l'application de stabilisateurs automatiques intervenant à des moments précis, comme notamment le dépôt d'un projet de loi spéciale permettant le relèvement des taux de cotisation dès que les réserves tombent en-dessous de certains seuils, atténuant ainsi l'augmentation des coûts budgétaires afférents. En outre, les actifs détenus par les

¹² Evaluation de la soutenabilité à long terme des finances publiques - Octobre 2017 et Evaluation des Finances Publiques - Juin 2018 (mise à jour) et Evaluation de la soutenabilité à long terme des finances publiques - Octobre 2021.

¹³ Il est à noter à nouveau que cette analyse se base sur les prévisions, à politique inchangée, publiées en mai 2021. Le CEFN, dans sa note au formateur d'octobre 2023, prévoit le dépassement du seuil de 30% en 2026.

administrations publiques (dont notamment le fonds de compensation) ne sont pas considérés dans les projections du AR 2021. D'autre part, plusieurs hypothèses (dont notamment celle concernant l'immigration et l'emploi frontalier) faites dans les projections du AR 2021 sont entourées d'une grande marge d'incertitude. Il s'agit donc d'interpréter les résultats de l'analyse de la soutenabilité à long terme des finances publiques avec une prudence particulière et de les considérer comme des tendances ou des ordres de grandeur.

Afin d'interpréter ces résultats, il faut noter que la limite maximale d'endettement peut varier d'un pays à l'autre et d'un groupe de pays à l'autre, en fonction du canal par lequel la dette devient un fardeau économique. Tant qu'il n'existe pas de formule générale pour la calculer, il existe, selon le FMI, différentes approches pour estimer la limite maximale de la dette. Soit, lorsque la limite maximale de la dette est inconnue, on peut toujours calculer la dette sûre (cf. Annexe 3).

Le CNFP est d'avis que les indicateurs de soutenabilité à long terme (« S2 ») et la valeur nette intemporelle (« INW ») pourraient être utilisées pour déterminer le niveau d'endettement sûr, comme nous l'avons fait lors de nos analyses de la soutenabilité à long terme des finances publiques du Luxembourg.

L'indicateur « S2 » correspond à l'ajustement minimal du solde structurel primaire (en % du PIB), se situant à +1,3% du PIB en 2022 d'après les prévisions de la Commission européenne en printemps 2021 (année de référence du AR 2021 dont une actualisation des prévisions aura lieu en 2024), nécessaire chaque année (à partir de l'année 2022 et jusqu'à l'infini) et de manière pérenne pour stabiliser le ratio d'endettement public à long terme en tenant compte des coûts liés au vieillissement. D'après le AR 2021, il faudrait une amélioration pérenne du solde structurel primaire de +7,0 points de % du PIB. Comme le niveau du solde structurel primaire dans l'année de référence (2021) s'élève à +1,3% du PIB, le solde structurel primaire total requis pour stabiliser le ratio d'endettement public à long terme se situerait à +8,3% du PIB.

Selon les critères de la CE (seuil critique de 6 points de % du PIB), le Luxembourg est dès lors exposé à un risque élevé pour la soutenabilité à long terme des finances publiques (tandis que le risque est faible à court et à moyen terme) et c'est le coût lié au vieillissement qui, à politique constante, aura l'impact le plus significatif.

L'indicateur INW reflète la valeur actualisée des actifs/passifs nets des administrations publiques à politique constante. En d'autres mots, l'indicateur INW mesure la richesse financière nette d'un État, en faisant l'hypothèse d'une politique à objectif constant. Ainsi, l'indicateur INW des administrations publiques est négatif si les politiques actuelles ne génèrent pas suffisamment de recettes pour faire face aux augmentations projetées des dépenses publiques, p. ex. parce que le vieillissement de la population entraîne de fortes augmentations des dépenses publiques futures. Dans ces circonstances, les administrations publiques présentent des passifs nets et la contrainte budgétaire intertemporelle n'est pas satisfaite. Selon les calculs du CNFP (2017), la valeur nette intertemporelle du Luxembourg se chiffre à -880% du PIB. L'indicateur INW est donc fortement négatif pour le Luxembourg, soulignant la nécessité de ramener les passifs futurs en conformité avec la capacité de générer des recettes.

4. Conclusion

Il ressort de la présente analyse que la dette publique se trouve sur une voie ascendante, ce notamment depuis l'éclatement de la crise sanitaire autour de la COVID-19 en 2020, tout en restant bien inférieure à la limite de 60% du PIB telle que fixée par les traités européens. Selon les dernières prévisions, la dette publique est supposée se doubler sur une période de huit ans, passant d'environ 14 milliards d'euros en 2019 (22,4% du PIB) à environ 32 milliards d'euros en 2027 (32,4% du PIB). Mais le niveau de la dette publique est toutefois à remettre en perspective et doit notamment être comparé aux actifs détenus par les administrations publiques. Ces derniers s'élevaient fin 2022 à environ 29 milliards d'euros et se composent notamment des Participations de l'Etat (5,2 milliards d'euros), du Fonds intergénérationnel (575 millions d'euros) et du Fonds de compensation (23,5 milliards d'euros).

Ainsi, pour l'instant, les actifs détenus par les administrations publiques dépassent le montant de la dette publique. Il convient toutefois de remettre ce constat en perspective. Les participations, d'une part, sont des actifs financiers théoriques en grande partie pas très liquides. Le fonds de compensation, d'autre part, constitue une réserve financière de l'Etat mais avec une finalité bien précise, à savoir le financement du système de pension au moment où celui-ci n'arrive plus à s'autofinancer (c.-à-d. au moment où les versements sont inférieurs aux dépenses). A cela s'ajoutent des défis à moyen et à long terme qui entraînent des coûts additionnels pour les finances publiques, tels que les dépenses futures liées au vieillissement de la population mais également des coûts additionnels dans les domaines du logement, de la transition énergétique, de la mobilité et de la défense. En outre, le fait que les taux d'intérêts actuels sont supérieurs aux taux d'intérêts passés se fait également sentir au niveau de la charge d'intérêt, ce malgré la situation comparativement avantageuse du Luxembourg vu sa notation « triple A ».

Annexe 1 – Bilan financier de l'Etat

L'article 13 de la loi du 8 juin 1999 sur le budget, la comptabilité et la trésorerie de l'Etat¹⁴ dispose que « *la comptabilité de l'Etat se compose d'une comptabilité budgétaire et d'une comptabilité générale* ». Plus précisément, **la comptabilité**

- ... **budgétaire** « *retrace l'intégralité des opérations de recettes et de dépenses de l'Etat se rapportant à l'exercice budgétaire (...) [et] comprend la comptabilisation des engagements de l'Etat* » (Art. 14).¹⁵
- ... **générale** « *retrace, selon la méthode dite de la partie double, l'intégralité des recettes et des dépenses de l'Etat ainsi que ses avoirs et ses engagements afin d'établir une situation patrimoniale sous la forme d'un bilan financier arrêté au 31 décembre* » (Art. 15).

La comptabilité générale établit la relation entre les avoirs (actifs financiers) disponibles et les réserves (passifs financiers) arrêtées dans le dernier compte général tout en tenant compte des opérations de l'exercice en cours. Elle permet donc à la Trésorerie d'établir à tout moment une situation financière de l'Etat sous forme d'un bilan financier, qui met en regard les actifs financiers disponibles à ce moment et les passifs financiers tels qu'ils résultent de la comptabilité budgétaire. Le bilan tient également compte d'actifs et de passifs non renseignés dans le compte général.¹⁶

Le tableau suivant présente le bilan financier de l'Etat au **31 décembre 2022** (en €) :

Actifs financiers	9 508 013 573,56	Passifs financiers	9 508 013 573,56
Actif circulant	4 125 902 556,67	Passif circulant	4 125 902 556,67
<i>liquide</i>	3 397 288 113,65	<i>Fonds propres de l'Etat (Réserves primaires)</i>	-13 064 403 949,19
<i>non liquide</i>	728 614 443,02	<i>Fonds de tiers (Fonds déposés et empruntés)</i>	17 190 306 505,86
Actif immobilisé acquis par dépense budgétaire	5 382 111 016,89	Passif immobilisé <i>Fonds propres de l'Etat (Réserves secondaires)</i>	5 382 111 016,89

Source : Trésorerie de l'Etat.

Ainsi, au 31 décembre 2022, la valeur des actifs et des passifs de l'Etat s'établissait à 9,508 milliards d'euros.

L'**actif circulant** est scindé en deux sous-catégories, à savoir (pour 82%) l'actif circulant liquide, disponible à tout moment pour le paiement de dépenses budgétaires et autres et (pour 18%) l'actif circulant non liquide, indisponible à court et moyen terme. L'actif circulant liquide se divise en « compte courant BCEE » à partir duquel se fait la gestion de trésorerie de l'Etat et (pour 99,8%) en « dépôts à terme auprès des banques ». Concernant l'actif circulant non liquide, il s'agit 1) (pour 46%) du « compte spécial circulation monétaire auprès de la BCL » où sont comptabilisées les opérations de mise en circulation et de retrait de la circulation des pièces en euros émises par le Trésor luxembourgeois et 2) (pour 49%) des « placements à des conditions hors marché ».

¹⁴ https://legilux.public.lu/eli/etat/leg/recueil/comptabilite_etat/20230101.

¹⁵ L'exercice budgétaire est défini aux articles 7 à 9 de la loi du 8 juin 1999 sur le budget, la comptabilité et la trésorerie de l'Etat.

¹⁶ Les explications du bilan financier peuvent être consultées dans le chapitre « Trésorerie de l'Etat – 5. Section Gestion financière » du rapport d'activité du Ministère des Finances – Annexes – Exercice 2020 : <https://gouvernement.lu/dam-assets/fr/publications/rapport-activite/minist-finances/2020/MIN-FIN-ANNEXES-2020.pdf>.

L'**actif immobilisé** reprend tous les actifs financiers qui à travers les différents exercices budgétaires, y compris l'exercice courant, ont été acquis et payés au moyen d'une ordonnance à charge d'un article de dépense du budget afférent. Pour 96%, il s'agit de « participations de l'Etat ». Au passif, ces actifs financiers sont donc logiquement identifiés comme fonds propres de l'Etat. Il s'agit toutefois de réserves « secondaires » de l'Etat, par opposition aux réserves primaires figurant au passif circulant, parce que ces réserves ne sont pas destinées à être consommées à court ou moyen terme.

Le **passif circulant** est divisé en « Fonds propres de l'Etat - Réserves primaires » et « Fonds de tiers » (17,2 milliards d'euros), dont 5% des « Dépôts de tiers auprès de l'Etat - fonds et biens dont les lois ou règlements attribuent la conservation à l'Etat » (810 millions d'euros) et 95% des « Titres de dette émis par l'Etat » (16,4 milliards d'euros). En revanche, les « Fonds propres de l'Etat – Réserves primaires » (-13,4 milliards d'euros) sont divisées 1) en « dépenses à charge du budget et au profit des différents fonds spéciaux de l'Etat » (+2,8 milliards d'euros), 2) en « solde opérationnel / réserve budgétaire actuelle » (369 millions d'euros)¹⁷, 3) en dépenses à charge du budget et au profit des services de l'Etat à gestion séparée » (c.-à-d. l'encaisse totale détenue sur le compte pour le paiement des dépenses et qui s'élève à 176 millions d'euros) et 4) en « Fonds nécessaires au remboursement des titres de dette émis par l'Etat » (-16,4 milliards d'euros).

Dans la mesure où l'Etat a acquis des actifs financiers au moyen de crédits budgétaires, donc de fonds propres, la contrepartie au bilan de ces actifs financiers peut être considérée comme réserves secondaires de l'Etat, comptabilisé dans le **passif immobilisé**.

¹⁷ Accumulation depuis 1944 des soldes finaux des exercices budgétaires clôturés ;

Annexe 2 – Participations de l'Etat dans les sociétés de droit privé

Les tableaux ci-après montrent les différentes participations de l'Etat dans les sociétés de droit privé cotées et non cotées en bourse telles que publiées sur le site web de la Trésorerie de l'Etat (onglet « Participations ») début décembre 2023. Par conséquent, le total des participations indiqués dans le tableau 2.1 du chapitre 2 du présent document, qui montre la situation en date du 31 décembre 2022, peut différer des chiffres indiqués ci-après.

Tableau A2.1 – Participations de l'Etat dans des sociétés de droit privé non cotées en bourse

Nom	Ministère de tutelle	Valeur nominale de la participation (EUR)	Taux de participation
BGL BNP Paribas S.A.	Ministère des Finances	242 474 695,58	34%
LuxConnect S.A.	Ministère d'Etat	119 500 000,00	100%
Société Nationale des Habitations à Bon Marché (SNHBM) S.A.	Ministère du Logement	47 496 413,25	51,07%
BEI - Climate Finance Platform	Ministère des Finances	45 000 000,00	/
Société de l'Aéroport de Luxembourg S.A.	Ministère de la Mobilité et des Travaux publics	42 577 000,00	100%
Cargolux Airlines International S.A.	Ministère de la Mobilité et des Travaux publics	40 445 306,37*	8,32%
Encevo S.A.	Ministère de l'Énergie et de l'Aménagement du territoire	25 469 300,00	28%
Investing for Development SICAV ¹⁸	Ministère des Finances	24 459 237,54*	/
LuxGovSat S.A.	Ministère des Affaires étrangères et européennes	20 000 000,00	50%
WDP Luxembourg S.A.	Ministère de l'Économie	17 487 000,00	45%
Banque Internationale à Luxembourg S.A.	Ministère des Finances	14 607 600,00	10%
Société de développement AGORA Sàrl et Cie	Ministère de l'Énergie et de l'Aménagement du territoire	14 110 000,00	49,96%
Orbital Ventures S.C.A., SICAV-RAIF	Ministère de l'Économie	16 832 851,14	28,61%
Société Immobilière du Parc des Expositions de Luxembourg S.A.	Ministère de l'Économie	11 368 051,96	66,41%
Autres ¹⁹ (valeur nominale de la participation < 10 millions d'euros)	/	46 967 161,36	/
Total :		732 007 888,52	

* La participation est (partiellement) faite en USD et a été convertie au taux de change du 6.12.2023 (1 USD = 0,93 EUR).

Source : Trésorerie de l'Etat.

¹⁸ Le montant indiqué est le montant total qui se compose des Actions classe A (3 283 681,50€), classe Abis (1 943 256,75€) et classe B (5 713 811€) du Luxembourg microfinance and development fund (LMDF) ainsi que des Actions classe J (4 895 283\$) et classe I (9 697 213\$) du Forestry and climate change fund (FCCF). Les actions détenues en USD ont été converties en EUR à un taux de change de 1USD = 0.93 EUR (taux du 6 décembre 2023).

¹⁹ Il s'agit de 6zero1 S.A. (101 000€), Agence de Gestion de Dépôts – Warehouses Service Agency W.S.A. Sàrl (1 000 000€), Agence de l'Énergie S.A. (499 500€), Agence luxembourgeoise pour la sécurité aérienne (ALSA) S.A. (500 000€), Creos Luxembourg S.A. (4 540 500€), Cruchterhombusch S.A. (245 421€), Digital Tech Fund (44 250€), Financing Innovation Tool SIS (300 000€), LUXAIR Société Luxembourgeoise de Navigation Aérienne S.A. (5 369 750€), Lux-Development S.A. (245 625), LuxTrust Development S.A. (2 407 020€), Luxembourg Congrès S.A. (210 000€), Luxembourg Earth Impact Fund (1 333 333€), Luxtram S.A. (8 638 667€), Master Laeseco S.A. (832 000€), Nordstad Entwicklungsgesellschaft Sàrl (2 000 000€), Paul Wurth Real Estate S.A. (157 500€), Société Internationale de la Moselle (1 022 584€), Société Nationale de Certification et d'Homologation S.A. (421 750€), Société Nationale de Circulation Automobile Sàrl (4 500 000€), Société de développement AGORA Sàrl (50 000€), Société de la Bourse de Luxembourg S.A. (3 005 850€), Société du Port de Merttert S.A. (125 000€), Sudcal S.A. (3 997 411,36€) et Technoport S.A. (5 420 000€). Pour toute information complémentaire, veuillez considérer le site web de la Trésorerie de l'Etat (onglet « Participations »).

Tableau A2.2 – Participations de l'Etat dans des sociétés de droit privé cotées en bourse

Nom	Ministère de tutelle	Valeur nominale de la participation (EUR)	Taux de participation	Valeur de marché de la participation (EUR)*
BNP Paribas S.A.	Ministère des Finances	25 749 024,00	1,04%	700 115 962,56
ArcelorMittal S.A.	Ministère de l'Économie	4 286 186,19	1,52%	271 198 689,84
SES S.A.	Ministère d'État	7 609 097,50 (Actions A (FDRs))	1,09%	33 540 901,78
		80 633 643,75 (Actions B)	11,58%	141 915 213,00
Société Electrique de l'Our (SEO) S.A.	Ministère de l'Énergie & Aménagements territoriaux	12 425 000,00 (Actions B)	0,31%	130 815,00
		95 051,25 (Actions A)	40,12%	15 879 000,00
APERAM S.A.	Ministère de l'Économie	2 358 000,00	0,58%	11 767 500,00
Total :		133 156 002,69	Total :	1 174 548 082,18

*Valeur de marché des actions à la date du 6 novembre 2023.

Source : Trésorerie de l'Etat.

Tableau A2.3 – Extrait des principaux établissements publics

Nom	Ministère de tutelle	Valeur nominale de la participation (EUR)	Taux de participation
POST Luxembourg	Ministère de l'économie	631 848 607,41	100%
Société Nationale de Crédits et d'Investissement (SNCI)	Ministère des Finances	375 000 000,00	100%
Société nationale des chemins de fer luxembourgeois (CFL)	Ministère de la Mobilité et des Travaux publics	326 227 977,60	94%
Banque Centrale du Luxembourg (BCL)	Ministère des Finances	175 000 000,00	100%
Fonds de Logement	Ministère du Logement	174 655 973,09	100%
Banque et Caisse d'Épargne de l'Etat	Ministère des Finances	173 525 467,34	100%
Office du Ducreire	Ministère des Finances	79 777 396,57	100%
Centre hospitalier du Luxembourg (CHL)	Ministère de la Santé	66 535 266,47	76,61%
Luxembourg Institute of Science and Technologie (LIST)	Ministère de l'Enseignement supérieur et de la Recherche	37 518 673,70	100%
Institut Luxembourgeoise de Régulation	Ministère d'Etat	24 278 491,26	100%
Corps Grand-Ducal d'Incendie et de Secours (CGDIS)	Ministère de l'Intérieur	12 500 000,00	100%

Source : Trésorerie de l'Etat.

Annexe 3 – FMI – concepts de la limite maximale de la dette et de la dette sûre

Selon le FMI²⁰, il existe différentes approches pour estimer la limite maximale de la dette :

- 1) Estimer le niveau d'endettement à partir duquel la probabilité d'une crise de l'endettement augmente sensiblement ;
- 2) Estimer le niveau d'endettement au-delà duquel la croissance ralentit ;
- 3) Calculer le niveau d'endettement qui nécessite un solde primaire trop élevé pour empêcher la dette de continuer à augmenter²¹ ;
- 4) Estimer le niveau d'endettement au-delà duquel le coût de financement augmente.

Lorsque la limite maximale de la dette est inconnue, **on peut toujours calculer la dette sûre** en considérant l'excédent primaire le plus élevé qu'un pays serait en mesure de supporter (pays avancés : environ 4% du PIB). Le niveau d'endettement sûr est tel que les excédents primaires nécessaires à l'avenir pour réduire ou stabiliser la dette restent inférieurs à ce seuil.

²⁰ <https://www.imf.org/en/Capacity-Development/Training/ICDTC/Courses/DDUx> : « Public Debt Dynamics under Uncertainty ».

²¹ Bien que sa simplicité soit attrayante, cette méthode n'est pas particulièrement robuste car elle conduirait probablement à des limites trop élevées. De nombreux pays connaîtront des crises de la dette avant même d'atteindre la limite identifiée par cette méthode.