

Evaluation des finances publiques

à l'occasion du Programme de stabilité et de croissance pour la période 2017 à 2021

Juin 2017

TABLE DES MATIERES

I. SYNTHÈSE	4
LES PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES.....	4
LES FINANCES PUBLIQUES	5
LA DETTE PUBLIQUE	7
II. RECOMMANDATIONS	8
<i>Recommandations découlant des missions indiquées à l'article 8 de la loi du 12 juillet 2014.....</i>	<i>8</i>
<i>Autre recommandation</i>	<i>9</i>
III. ÉVALUATION DÉTAILLÉE.....	10
1. INTRODUCTION.....	10
2. LES PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES	12
2.1 <i>Considérations générales.....</i>	<i>12</i>
2.2 <i>Le contexte économique international</i>	<i>12</i>
2.3 <i>Les prévisions macroéconomiques pour le Luxembourg</i>	<i>15</i>
3. LES FINANCES PUBLIQUES.....	18
3.1. <i>Considérations générales.....</i>	<i>18</i>
3.2. <i>Règle 1 : Le solde structurel et le respect de l'OMT</i>	<i>19</i>
3.3. <i>Règle 2 : La variation des dépenses publiques par rapport au critère des dépenses.....</i>	<i>25</i>
4.3. <i>Le solde nominal des administrations publiques.....</i>	<i>26</i>
4. LA DETTE PUBLIQUE.....	34
4.1. <i>Evolution de la dette publique</i>	<i>34</i>
4.2. <i>Les besoins de financement bruts sur la période 2018-2021</i>	<i>35</i>
LISTE DES ACRONYMES	36

I. SYNTHÈSE

En application des missions qui lui sont confiées par la loi du 12 juillet 2014 relative à la coordination et à la gouvernance des finances publiques (« loi du 12 juillet 2014 ») et par le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (« TSCG »), le Conseil national des finances publiques (« CNFP ») présente ci-après son « Evaluation des Finances Publiques » du Luxembourg. L'évaluation repose sur les prévisions macroéconomiques et orientations budgétaires pluriannuelles qui sont exposées dans la **18^e actualisation du programme de stabilité et de croissance du Grand-Duché de Luxembourg pour la période 2017 à 2021 (« PSC 2017 »)** et transmis en date du 28 avril 2017 à la Commission européenne (CE).

LES PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES

Le CNFP a d'abord procédé à une analyse des prévisions macroéconomiques établies par les autorités compétentes en la matière, concernant le contexte international ainsi que la situation économique du Luxembourg. Ces prévisions font partie des hypothèses de travail utilisées dans l'élaboration de la trajectoire pluriannuelle des finances publiques du PSC 2017.

- **En ce qui concerne le contexte économique international**, le CNFP constate que l'hypothèse de croissance en zone euro à court terme (+1,6% en 2017 et +1,8% en 2018) sous-jacente au PSC2017 est en ligne avec celle avancée par les organisations internationales (CE, FMI). Pour le moyen terme, le scénario macroéconomique du PSC 2017 peut néanmoins être qualifié de prudent puisqu'un retour graduel de la croissance en zone euro à son potentiel, estimé à +1,1%, est projeté d'ici la fin de la période de projection, ce qui est inférieur aux estimations du FMI (+1,5% en 2021).

Le CNFP constate par ailleurs que le profil qui est utilisé dans le PSC 2017 pour l'évolution de l'indice boursier européen Eurostoxx50 est très irrégulier (+10% en 2017, +14,3% en 2018, +6,6% en 2019, -1,2% en 2020 et -1,7% en 2021). Cette hypothèse, qui n'est pas davantage explicitée dans le PSC 2017, est difficile à appréhender puisqu'elle implique une prévisibilité importante des indices boursiers. Il semblerait plus naturel d'utiliser une approche similaire à celle utilisée pour d'autres variables exogènes internationales (notamment le taux de change et le prix du pétrole) et de faire l'hypothèse d'un rendement annuel constant de l'indice boursier sur l'horizon de prévision. Etant donné l'importance de cette variable pour l'économie luxembourgeoise, il semble par ailleurs essentiel de pouvoir appréhender la sensibilité du scénario principal au profil admis pour l'indice boursier. D'après une estimation du CNFP, une variation du rendement de 10 points de pourcentage est associée dans les données historiques à une variation dans le même sens de la croissance réelle au Luxembourg de l'ordre de 0,6 point de pourcentage.

- **Pour ce qui est des prévisions macroéconomiques pour le Luxembourg**, le CNFP estime que l'accélération de la croissance réelle à court terme (+4,4% en 2017 ; +5,2% en 2018) s'explique en partie par la projection de croissance retenue pour la zone euro ainsi que par une forte progression projetée au niveau des indices boursiers. Comparées aux prévisions des institutions internationales, les prévisions à court terme sont optimistes, notamment pour l'année 2018. Le CNFP constate que la baisse significative du taux de croissance réel en fin de période (+1,9% en 2021) s'explique par une hypothèse technique qui est admise dans le scénario macroéconomique, à savoir que la croissance réelle oscille autour de la croissance potentielle, estimée à 3,6% sur la période 2017-2021. Comparées aux prévisions des institutions internationales, les prévisions à moyen terme sont relativement pessimistes (FMI : +3,1% et CE : +3,5% en 2021).

LES FINANCES PUBLIQUES

Le CNFP a procédé à la vérification des deux règles budgétaires suivantes :

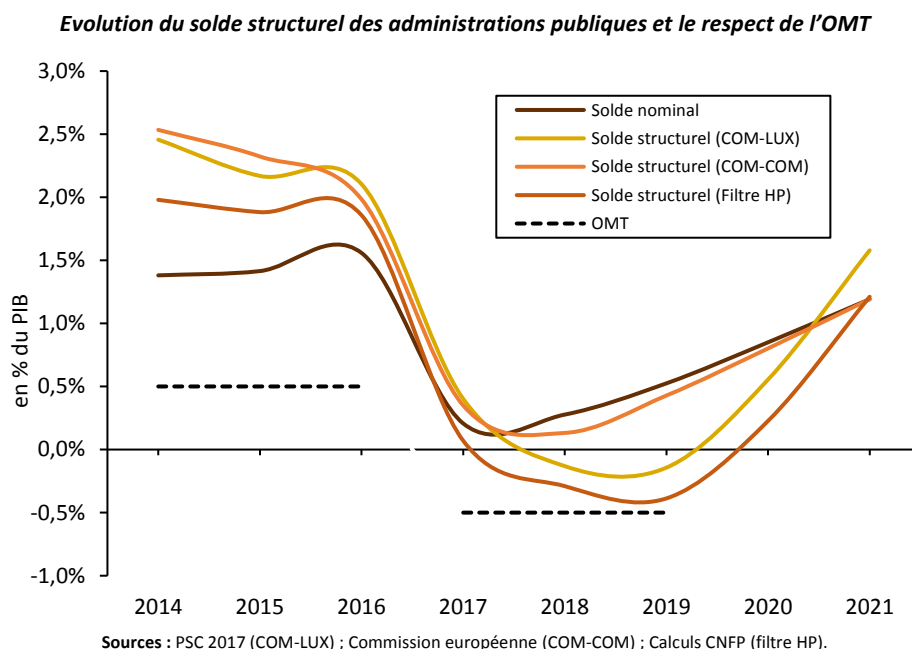
Règle 1 : Le solde structurel et le respect de l'Objectif à Moyen Terme (« OMT »)

Le solde structurel représente le solde budgétaire nominal des administrations publiques, corrigé des effets liés aux fluctuations de la conjoncture économique et des mesures ponctuelles et temporaires.

Le CNFP rappelle qu'il existe plusieurs méthodes pour déterminer le PIB potentiel et, partant, l'écart de production, notions clés entrant dans le calcul du solde structurel. Le CNFP prend note de la décision du Gouvernement de se baser sur la méthode harmonisée qui est utilisée par la Commission européenne (méthode « COM-COM ») et que le STATEC a adapté au niveau national pour les besoins du PSC 2017 (méthode dite « COM-LUX »). Au vu des particularités d'une petite économie ouverte, le CNFP maintient ses réserves quant à l'application de la méthode communautaire et continuera de suivre de près différentes méthodes de calcul du solde structurel.

Le CNFP note que les résultats obtenus à travers les différentes méthodes de calcul analysées peuvent donner lieu à des interprétations divergentes sur le positionnement du Luxembourg dans le cycle économique et, partant, des performances budgétaires en lien avec l'OMT. Ces divergences s'expliquent non seulement par la méthode de calcul retenue, mais aussi par le fait que chaque institution (STATEC, CE) utilise sa propre prévision du PIB réel pour le Luxembourg afin d'estimer l'écart de production. Par ailleurs, les estimations les plus récentes du PIB réel et du PIB potentiel ont été réalisées à des moments différents par les différentes institutions.

Pour la présente évaluation, le CNFP a recours à trois méthodes de calcul, à savoir la méthode « COM-LUX », la méthode « COM-COM » et la méthode du « filtre HP ». Le graphique suivant présente l'évolution du solde structurel des administrations publiques et son respect par rapport à l'OMT (+0,5% du PIB de 2014 à 2016, -0,5% du PIB de 2017 à 2019, l'OMT pour les années 2020 à 2022 sera fixé en 2019) :



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 données au 1^{er} octobre 2017, le mécanisme de correction permettant le rétablissement de la trajectoire budgétaire en ligne avec les prémisses de l'OMT ne devrait pas être déclenché.

En 2017, le solde structurel se dégraderait de manière substantielle. Ceci s'explique notamment par la détérioration projetée du solde nominal en 2017 (à +0,2% du PIB). En effet, le déficit de l'administration centrale atteindrait un niveau de plus de 1 milliard d'euros en 2017 à cause notamment des moins-values importantes projetées du côté des recettes (suite à l'entrée en vigueur de la réforme fiscale au 1^{er} janvier 2017 et des moins-values en matière de TVA sur le commerce électronique) et d'une accélération des dépenses (rémunération des salariés et investissements). **Les allègements fiscaux accordés à partir de 2017 et l'accélération des dépenses publiques réduisent la marge de manœuvre budgétaire disponible pour répondre à un éventuel choc économique, voire à d'autres imprévus.**

En 2018, et tel qu'expliqué dans le PSC 2017, la détérioration du solde structurel selon la méthode « COM-LUX » est avant tout liée à la « fermeture » de l'écart de production. Ce dernier devient positif en raison de la forte progression du PIB réel, estimé à 5,2% du PIB.

En 2019, le solde structurel est stable, et ce malgré l'amélioration du solde nominal, en raison de l'impact négatif d'un écart de production en hausse. Le CNFP constate que les soldes structurels issus des autres méthodes de calcul suivent une trajectoire similaire, mais à des niveaux différents et généralement plus bas pour la méthode du « filtre HP ». La différence entre la méthode « COM-COM » et la méthode « COM-LUX » s'explique notamment par les hypothèses techniques admises dans le scénario macroéconomique. En effet, pour la méthode « COM-LUX », la croissance réelle oscille autour de la croissance potentielle sur la période 2017 à 2021 et, pour la méthode « COM-COM », le PIB réel converge vers le PIB potentiel en fin de période (2021).

Entre 2017 et 2019, et selon les prévisions macroéconomiques et budgétaires pluriannuelles actuelles, **les administrations publiques respecteraient 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.** Le CNFP note cependant que c'est l'abaissement de l'OMT à -0,5% du PIB (de +0,5% en 2016) qui permet d'aboutir à ce constat favorable. Il convient de rappeler que l'abaissement de l'OMT est fondé sur une hypothèse démographique de 1,14 million d'habitants en 2060 ainsi que sur l'hypothèse d'un solde budgétaire visant à stabiliser la dette publique à 60% du PIB à long terme.

A partir de 2020, le solde structurel se rétablirait grâce à la progression projetée du solde nominal des administrations publiques et à l'écart de production qui se rétrécirait en raison du profil de croissance supposé dans le PSC 2017 (c.-à-d. une croissance réelle moyenne de +2,3% en 2020 - 2021 qui est de 1,1 point de % en dessous de la croissance potentielle). **Toutefois il convient de noter qu'en vertu du règlement (CE) n°1466/97 un nouvel OMT sera fixé en 2019 pour les années 2020 à 2022.** L'OMT minimal applicable au niveau européen sera calculé par la Commission européenne et communiqué à chaque Etat membre en amont de l'élaboration du PSC 2019 afin que les gouvernements respectifs puissent en tenir compte dans la fixation de leur OMT au niveau national. Le niveau de l'OMT sera basé sur la nouvelle hypothèse démographique d'Eurostat publiée début 2017, qui table sur une population de 0,99 million en 2060 et qui est donc moins favorable que l'hypothèse de 1,14 million d'habitants sur laquelle repose l'OMT des années 2017 à 2019. **Cette nouvelle hypothèse démographique impliquerait donc a priori la fixation d'un OMT plus ambitieux pour les années 2020 à 2022.** D'après une première estimation du CNFP, il pourrait en résulter un OMT minimal proche de -0,25% du PIB, voire de +0,75% du PIB si la limite de 30% du PIB en matière de dette publique était retenue comme objectif à long terme.

OMT minimal	Dette stabilisée à 60 % du PIB	Dette stabilisée à 30% du PIB
Hypothèse de 2017 (0,99 million d'habitants en 2060)	-0,25%	+0,75%
Hypothèse de 2015 (1,1 million d'habitants en 2060)	-0,5%	+0,25%
Hypothèse de 2012 (730 000 habitants en 2060)	+0,5%	+1,75%

Sources : CE, Calculs CNFP.

Avec +0,2% du PIB en 2017 et +0,3% du PIB en 2018, le solde nominal des administrations publiques reste largement inférieur aux soldes plus positifs enregistrés les années précédentes. A moyen terme, le solde nominal est estimé s'améliorer graduellement en direction d'un solde de +1,2% du PIB en 2021. Les prévisions budgétaires à moyen terme sont cependant à apprécier avec prudence. Le CNFP estime en effet que les risques tant à la baisse qu'à la hausse des soldes budgétaires nominaux sont importants.

Règle 2 : La variation des dépenses publiques par rapport au critère des dépenses

En date du 11 mai, la Commission européenne a attesté la conformité du Luxembourg avec son OMT. Dès lors, selon le *Vade Mecum on the Stability and Growth Pact* de la CE, l'examen du respect de la règle sur les dépenses publiques ne s'applique pas au Luxembourg. Le CNFP a néanmoins procédé à l'évaluation du critère des dépenses du TSCG à des fins analytiques.

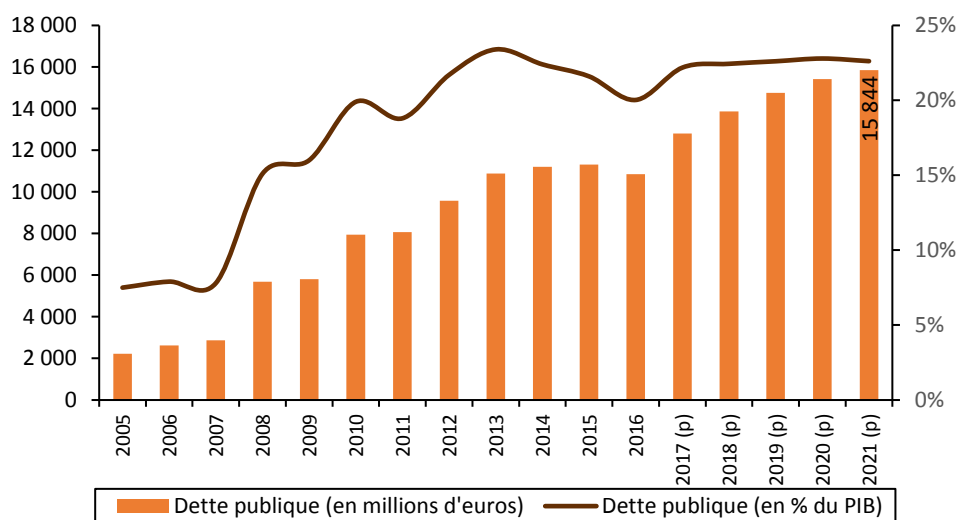
<i>Critère des dépenses publiques du TSCG</i>	2016	2017
Taux de croissance réel des dépenses (nominal ajusté par le déflateur PIB)	1,6%	5,8%
Taux de référence applicable	5,0%	7,7%
PIB en valeur (en mio d'euros)	54 195	57 744
Déviations en % du PIB (en année t)	0,5%	0,7%
Respect du critère	OUI	OUI

Sources : Commission européenne ; PSC 2017.

Le CNFP constate que la croissance annuelle réelle des dépenses publiques respecte le taux de référence applicable au titre de la règle européenne sur la variation des dépenses publiques. Néanmoins, Le CNFP note que le taux de croissance des dépenses se rapproche sensiblement du taux de référence en 2017.

LA DETTE PUBLIQUE

Dettes publiques consolidées des administrations publiques



Sources : STATEC ; PSC 2017.

Sur la base des prévisions du PSC 2017, les administrations publiques respecteraient le plafond de 30% du PIB pour la dette sur toute la période sous revue et ceci malgré un accroissement net conséquent de la dette publique de 5 milliards d'euros sur la période 2017 à 2021. En effet, le déficit de l'administration centrale risque d'atteindre des niveaux absolus élevés (supérieurs à 1 milliard d'euros en 2017 et 2018). Cet accroissement net de la dette publique intervient sur un fond conjoncturel qui demeure positif, avec une croissance réelle du PIB de l'ordre de +3,7% par an.

II. RECOMMANDATIONS

Recommandations découlant des missions indiquées à l'article 8 de la loi du 12 juillet 2014

Concernant les prévisions macroéconomiques

- A court terme, les prévisions macroéconomiques pour le Luxembourg tablent sur une accélération de la croissance réelle en 2017 (+4,4%) et en 2018 (+5,2%) suivie d'un ralentissement marqué en fin de période (+1,9% en 2021). Cette baisse significative en fin de période s'explique par l'hypothèse que la croissance réelle oscille autour de la croissance potentielle, qui est estimée à 3,6% en moyenne sur la période 2017-2021. Les prévisions du PSC 2017 sont ainsi nettement plus optimistes à court terme et nettement plus pessimistes à moyen terme que celles des institutions internationales (FMI, CE). Dans ce contexte, **le CNFP recommande de donner à l'avenir une explication détaillée de l'approche retenue pour estimer la croissance potentielle ainsi qu'une justification des hypothèses retenues pour l'évolution de la croissance réelle par rapport à la croissance potentielle.** Le CNFP aimerait en particulier appréhender les raisons de la révision à la hausse significative de la croissance potentielle en comparaison, par exemple, avec le PSC2015 qui déclarait que : « *La croissance potentielle de l'économie luxembourgeoise est estimée à 2,5% alors qu'au début des années 2000 elle était encore estimée à 3,5-4%.* ».
- Le CNFP constate que les prévisions retenues pour l'évolution de l'indice Eurostoxx50 sont très irrégulières (+10% en 2017, +14,3% en 2018, +6,6% en 2019, -1,2% en 2020 et -1,7% en 2021). Ce choix de profil n'est pas expliqué et d'un point de vue méthodologique, l'approche poursuivie ne semble pas cohérente avec les hypothèses retenues pour d'autres variables exogènes internationales (notamment le taux de change et le prix du pétrole qui sont maintenus stables sur toute la période). Etant donné l'importance de l'évolution des indices boursiers pour l'économie luxembourgeoise, **le CNFP recommande de donner à l'avenir des justifications plus détaillées des hypothèses retenues pour l'évolution de ces indices et d'inclure une analyse de sensibilité, comme c'est déjà le cas pour les hypothèses retenues pour les taux d'intérêt.**

Concernant les finances publiques

- Le CNFP constate que la marge de manœuvre du gouvernement en cas de choc adverse a considérablement diminué suite à la mise en œuvre de la réforme fiscale. C'est vrai en particulier pour les années 2018 et 2019, où le solde structurel serait négatif (-0,1%) selon les projections du PSC 2017. Le CNFP rappelle que ces prévisions sont entourées d'une incertitude élevée. Par ailleurs, le CNFP note qu'un nouvel OMT devra être fixé pour les années 2020 à 2021. Les dernières projections démographiques tablent sur une croissance moins soutenue de la population que les projections précédentes. Ce nouveau scénario démographique impliquerait dès lors la fixation d'un OMT plus ambitieux que le niveau actuel (-0,5%) pour les années 2020 à 2022. Dans ce contexte, **le CNFP continue à recommander de poursuivre des objectifs budgétaires suffisamment ambitieux pour ne pas s'approcher**

du seuil de -0,5% sur le solde structurel et ainsi garder une marge de manœuvre suffisante en cas de choc adverse.

- Le CNFP note que le Gouvernement n'a pas actualisé l'impact des mesures fiscales. Par ailleurs, cet impact continue à être présenté selon une approche en base « caisse » alors que le PSC est censé être basé sur le principe des « droits constatés » (normes SEC). **Le CNFP demande à ce que l'impact des mesures fiscales soit actualisé dans le cadre du projet de budget 2018 et du projet de LPFP 2017-2021 en octobre 2017 et qu'il soit également présenté selon le principe des droits constatés (normes SEC).**

Autre recommandation

- Le CNFP constate que le Gouvernement s'est limité à noter que la règle du TSCG sur les dépenses publiques ne s'applique pas aux Etats membres pour lesquels le solde structurel se situe au-dessus de l'OMT. **Le CNFP recommande qu'une analyse de la conformité à la règle du TSCG soit incluse à l'avenir par les autorités budgétaires dans le PSC à des fins analytiques.**

III. ÉVALUATION DÉTAILLÉE

1. INTRODUCTION

En application des missions qui lui sont confiées par la loi du 12 juillet 2014 relative à la coordination et à la gouvernance des finances publiques (« loi du 12 juillet 2014 ») et par le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (« TSCG »), le Conseil national des finances publiques (« CNFP ») présente ci-après son « Evaluation des Finances Publiques » du Luxembourg. L'évaluation repose sur les orientations macroéconomiques et budgétaires pluriannuelles qui sont exposées dans la 18^e actualisation du programme de stabilité et de croissance du Grand-Duché de Luxembourg pour la période 2017 à 2021 (« PSC 2017 »¹). Le PSC 2017 a été présenté à la Chambre des députés le 26 avril 2017 et a été transmis à la Commission européenne dans le cadre du Semestre européen le 28 avril 2017. La présente évaluation tient également compte des précisions fournies dans l'« Annexe nationale »² au PSC 2017.

Le CNFP tient compte des chiffres budgétaires de la « notification EDP »³ que le Luxembourg a transmis à la Commission européenne en date du 1^{er} avril et il prend aussi en considération les statistiques macroéconomiques issues de la comptabilité nationale publiées par le STATEC fin mars⁴. Finalement, l'évaluation prend en compte les analyses les plus récentes de la Commission européenne (« CE »)⁵ et du Fonds monétaire international (« FMI »)⁶.

Le CNFP procède dans la partie III.2 à une évaluation des prévisions macroéconomiques, en évoquant le contexte international ainsi que la situation économique du Luxembourg. Ces prévisions sont utilisées dans l'élaboration de la trajectoire pluriannuelle des finances publiques du PSC 2017.

Par la suite, le CNFP procède dans la partie III.3 à une évaluation globale des finances publiques qui porte notamment sur la vérification de deux règles budgétaires. Il prend ainsi pour référence (règle 1) le solde structurel des administrations publiques et analyse sa conformité par rapport à l'objectif à moyen terme (« OMT ») et (règle 2) les dépenses publiques et leur variation par rapport au critère des dépenses découlant du TSCG. Le CNFP procède par ailleurs à une analyse détaillée du solde nominal des administrations publiques.

A cela s'ajoute, dans la partie III.4, une appréciation de l'évolution de la dette publique qui découle des prévisions budgétaires.

A souligner que la présente évaluation ne contient pas de partie dédié spécifiquement à la soutenabilité à long terme des finances publiques. L'étude afférente réalisée fin 2016 par l'Inspection générale de la sécurité sociale

¹ PSC 2017 : http://www.mf.public.lu/publications/programme/18e_progr_stabilite_croissance.pdf .

² Annexe nationale : http://www.mf.public.lu/publications/programme/18e_progr_stabilite_croissance_annexe.pdf .

³ Notification à fournir à la Commission européenne et à Eurostat le 1^{er} avril et le 1^{er} 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.

⁴ Dans la mesure où elles n'ont pas été intégrées dans le PSC 2017.

⁵ « Spring 2017 Economic Forecast », mai 2017: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-forecasts_en .

⁶ « World Economic Outlook », avril 2017: <http://www.imf.org/en/publications/weo> .

(« IGSS ») montre que la réforme de l'assurance pension de 2012 se traduit par une diminution des dépenses (en % du PIB) comprise entre 2,5 et 3,8 points de % en 2060. Selon le bilan technique de l'IGSS⁷, la réserve de compensation s'élevait à 4,4 fois le montant des prestations annuelles pour l'année 2015. Et selon le scénario de base⁸, la réserve restera supérieure au niveau minimal fixé à 1,5 fois le montant des prestations annuelles jusqu'en 2035. Le CNFP note cependant que le scénario de base repose sur des taux de croissance du PIB élevés tout au long de la période d'observation (supérieurs à +3% jusqu'en 2035 et diminuant à environ +2% à la fin de la période). Les hypothèses du scénario de base supposent ainsi une forte augmentation de la population (1,14 million d'habitants à l'horizon 2060) qui est obtenue grâce à une immigration soutenue (environ 7500 immigrants nets en moyenne par année). Des scénarios alternatifs correspondant à différentes hypothèses démographiques et à des configurations différentes du coefficient modérateur du réajustement des pensions (en cas de déficit du régime) ont été simulés par l'IGSS. Aucun des scénarios établis par l'IGSS ne montre une réserve au-delà de l'année 2047 et, dans le pire des scénarios, la réserve serait épuisée dès 2031. L'IGSS a donc simulé et développé différents scénarios pour assainir les finances de la sécurité sociale jusqu'en 2060, notamment en considérant une augmentation du taux global de cotisation, une adaptation de la formule de pension et un retardement du départ à la retraite de 3 années. Le Gouvernement a créé un « Groupe de Travail Pension » ayant pour mission de discuter la soutenabilité financière du régime d'assurance pension et de se prononcer sur la nécessité de mettre en place d'éventuelles adaptations. **La Commission européenne** (dans ses rapports fournissant des orientations adaptées à chaque pays de l'UE⁹) **estime que le Luxembourg court un risque de soutenabilité à long terme des finances publiques dû au vieillissement de la population et des coûts y relatifs.** Dans ce contexte le CNFP entend présenter avant la fin de l'année une évaluation plus approfondie de la soutenabilité à long terme des finances publiques.

⁷ « Bilan technique du régime général d'assurance pension », IGSS, novembre 2016 : http://www.mss.public.lu/publications/bilan_actuariel/bilan_technique_pensions_2016.pdf.

⁸ Le scénario de base repose sur les hypothèses définies au sein du groupe de travail « Ageing working group » de la Commission européenne ; http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2014/pdf/ee8_en.pdf.

⁹ « Country Report Luxembourg 2017, European Semester, Février 2017 : <https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-european-semester-country-report-luxembourg-en.pdf>.

2. LES PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES

2.1 Considérations générales

Il convient de rappeler que le CNFP n'établit pas ses propres prévisions macroéconomiques, mais qu'il procède simplement à une analyse des prévisions établies par les autorités compétentes en la matière telles qu'elles ont été présentées dans le cadre du PSC 2017. Le CNFP compare en outre ces prévisions à celles établies par les principales organisations internationales compétentes. Les prévisions macroéconomiques sous-jacentes au PSC 2017 ont été produites par le STATEC. Le CNFP constate qu'elles tiennent compte des dernières informations disponibles des comptes nationaux de fin mars, dont notamment la révision des comptes nationaux annuels de 1995 à 2016. Pour les années 2017 à 2021, le scénario macroéconomique a été construit à partir des taux de croissance retenus par le STATEC début mars 2017. Le CNFP note que le STATEC a cependant présenté des chiffres actualisés dans le cadre de sa Note de Conjoncture (« NDC ») de mai 2017, soit un mois après la publication du PSC 2017. Comme indiqué dans les dernières évaluations du CNFP, une révision du calendrier de publication des projections macroéconomiques du STATEC pourrait remédier à cet état des choses.

Le PSC 2017 ne présente pas d'estimations précises de l'impact des allègements fiscaux.

2.2 Le contexte économique international

Les principales hypothèses concernant le contexte international qui ont servi de base à l'élaboration des prévisions macroéconomiques du Luxembourg dans le cadre du PSC 2017 se présentent comme suit :

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
PIB zone euro (% vol.)	1,7	1,6	1,8	1,6	1,3	1,1
Indice boursier européen (% variation annuelle)	-12,8	10	14,3	6,6	-1,2	-1,7
Prix pétroliers (USD/baril)	43,6	54,6	54,6	54,6	54,6	54,6
Taux de change (EUR/USD)	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Taux d'intérêt à court-terme	-0,3	-0,3	-0,3	0,2	1,0	1,5
Taux d'intérêt à long-terme	0,8	1,0	1,0	1,3	1,9	2,5

Sources : PSC 2017 ; Ministère des Finances.

L'hypothèse de croissance en zone euro est de +1,6% en 2017 suivie d'une légère hausse à +1,8% en 2018. Elle est en ligne avec celle avancée par les organisations internationales (cf. encadré 1). Pour le moyen terme, le scénario macroéconomique peut être qualifié de prudent puisqu'un retour graduel de la croissance à son potentiel, estimé à 1,1 %, est projeté d'ici la fin de la période de projection. En comparaison au FMI qui table sur une croissance réelle en zone euro de 1,5% en 2021, l'hypothèse de croissance retenue est plus pessimiste.

Le niveau du taux de change (1,1 EUR/USD) est supposé se maintenir sur toute la période sous considération et les prix pétroliers sont quant à eux supposés se stabiliser à environ 54,6 USD/baril. Dans ce contexte, il convient de rappeler que les autorités budgétaires avaient encore retenu des prix pétroliers de 36,2 USD/baril pour les années 2018-2020 dans le cadre du processus budgétaire 2017. En ce qui concerne les taux d'intérêt, les prévisions tablent sur une sortie progressive de l'actuelle politique monétaire accommodante par la BCE à partir de 2019.

Encadré 1 : Les prévisions les plus récentes des institutions internationales

Dans son « **World Economic Outlook** »¹⁰ de début d'avril, le FMI évoque « une meilleure perspective pour l'économie mondiale (2016 : 3,1%, 2017 : 3,5% et 2018 : 4,0%) que les prévisions d'octobre 2016 grâce à l'essor des marchés financiers et à la reprise cyclique longtemps attendue dans l'industrie manufacturière et le commerce ». Cependant, des obstacles structurels continuent de freiner la reprise, et le solde des aléas qui influencent la croissance reste orienté à la baisse, surtout à moyen terme. Etant donné la persistance des problèmes structurels, la pression monte dans les pays avancés pour que soient menées des politiques de repli sur soi. Cette pression menace l'intégration économique mondiale et l'ordre économique mondial reposant sur la coopération et le commerce mondial. Selon le FMI, les politiques économiques ont un rôle important à jouer pour éviter les risques de dégradation et pour assurer la reprise (soutenir la demande, accroître la productivité et l'investissement, placer la dette sur une trajectoire viable, etc...). Avec des prévisions de croissance de 3,7% en 2017, de 3,5% en 2018 et de 3% à moyen terme, le Luxembourg (à côté de l'Irlande, la République slovaque et Malte) fait figure d'exception dans les projections du FMI, la prévision de croissance moyenne pour la zone euro n'étant que de 1,7% en 2017 et de 1,6% en 2018. A moyen terme, soit à l'horizon 2021, le FMI table sur une croissance réelle pour la zone euro de 1,5%.

Selon le « **Spring Economic Forecast** »¹¹ du 11 mai de la Commission européenne, « l'Europe est entrée dans sa cinquième année consécutive de croissance, soutenue par des politiques monétaires favorables à la relance, par une solide confiance des entreprises et des consommateurs et par la progression du commerce mondial. Mais la reprise économique de la zone euro et sa traduction en termes d'emplois et d'investissements restent inégales : les meilleures performances sont enregistrées dans les économies qui ont mis en œuvre des réformes structurelles plus ambitieuses. Pour rétablir l'équilibre, des réformes doivent être engagées avec détermination partout en Europe, qu'il s'agisse d'ouvrir les marchés des produits et services ou de moderniser le marché du travail et les systèmes de protection sociale. À l'heure de grandes mutations démographiques et technologiques, les économies de l'Union doivent évoluer elles aussi, élargir le champ des possibilités et améliorer le niveau de vie de la population. »

Tableau récapitulatif

	Croissance réelle (en %)					Inflation (en %)			Chômage (en %)			
	2016	2017	2018	2019	... 2021	2016	2017	2018	2016	2017	2018	
FMI (avril)												
Zone Euro	1,7	1,7	1,6	1,6	1,5	0,2	1,7	1,5	10,0	9,4	9,1	
USA	1,6	2,3	2,5	2,1	1,7	1,3	2,7	2,4	4,9	4,7	4,6	
Monde	3,1	3,5	3,6	3,7	3,7	2,8	3,5	3,4				
Luxembourg	4,0	3,7	3,5	3,3	3,1	0,1	1,4	1,3	6,4	5,9	5,7	
CE (mai)												
Zone Euro	2,0	1,7	1,8			0,2	1,6	1,3	9,4	9,4	8,9	
USA	1,6	2,2	2,3			1,3	1,9	2,2	4,9	4,6	4,5	
Monde	3,2	3,7	3,9									
Luxembourg	4,2	4,3	4,4	3,7	3,5	0,0	2,4	1,8	6,3	6,1	6,0	
PSC 2017 (avril)												
Zone Euro	1,7	1,6	1,8	1,6	1,1							
Luxembourg	4,2	4,4	5,2	4,4	1,9	0,3	1,8	1,6	6,4	6,0	5,7	

Sources : CE ; FMI ; PSC 2017.

L'indice boursier européen **Eurostoxx50** a connu une baisse moyenne de -12,8% sur l'année 2016¹². Le CNFP constate que les prévisions à moyen terme de l'indice boursier ne sont pas davantage explicitées dans le PSC 2017. Ce dernier se limite à dire que « les perspectives économiques sont fondées sur une augmentation moyenne de l'indice boursier d'un peu plus de 10% par an sur les années 2017-2019, avant de connaître une légère baisse en fin de période ». Cependant, suite à la demande du CNFP, les chiffres ont été communiqués par le Ministère des Finances au CNFP et ils se lisent comme suit : +10% en 2017, +14,3% en 2018, +6,6% en 2019, -1,2% en 2020 et -1,7% en 2021. Le CNFP a du mal à comprendre ses projections annuelles au profil très irrégulier

¹⁰ <http://www.elibrary.imf.org/view/IMF081/23926-9781475564655/23926-9781475564655/23926-9781475564655.xml>.

¹¹ « Spring 2017 Economic Forecast », mai 2017: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-forecasts_en.

¹² Calculé par rapport à la valeur moyenne de l'indice sur une année.

de l'indice boursier qui est, par essence, une variable plutôt imprévisible. Le Gouvernement pourrait notamment procéder de la même manière que pour le taux de change et les prix pétroliers, à savoir adopter une hypothèse inchangée pour l'indice boursier sur l'ensemble de la période.

En tant que petite économie ouverte, le Luxembourg dépend de façon importante de l'évolution conjoncturelle à l'échelle internationale. L'analyse de sensibilité présentée par les autorités budgétaires dans le cadre du PSC 2017 (admettant des hypothèses alternatives pour ce qui est de la croissance et des taux d'intérêt en zone euro) permet de mieux appréhender les nombreuses interrelations ainsi que la sensibilité du scénario principal par rapport aux hypothèses admises. **Etant donné l'importance de l'évolution de l'indice boursier européen pour l'économie luxembourgeoise^{13,14}, le CNFP estime qu'il serait important d'ajouter une analyse de sensibilité par rapport à l'indice boursier européen.** Dans ce contexte, le CNFP a simulé l'impact d'un choc de l'indice boursier sur les prévisions macroéconomiques et budgétaires pour le Luxembourg (cf. encadré 2).

Encadré 2 : Analyse de sensibilité se basant sur un choc sur l'indice boursier

Le CNFP a simulé un choc sur l'indice boursier qui consiste à faire l'hypothèse d'une croissance annuelle de l'indice boursier Eurostoxx50 équivalente à son taux historique, qui est de +8,1% entre 1985 et 2016. Par conséquent, le CNFP applique un choc négatif sur les années 2017 et 2018 et un choc positif sur les années 2019-2021 par rapport aux hypothèses admises au PSC2017. Les résultats de l'analyse figurent au tableau suivant :

	2017		2018		2019		2020		2021	
	Choc	Central	Choc	Central	Choc	Central	Choc	Central	Choc	Central
Variables économiques										
Eurostoxx50 (en %)	8,1	10	8,1	14,3	8,1	6,6	8,1	-1,2	8,1	-1,7
PIB réel (en %)	4,3	4,4	4,8	5,2	4,5	4,4	3,3	2,8	2,5	1,9
Solde nominal des administrations publiques										
en mio d'euros	104	120	102	171	283	343	601	575	961	835
en % du PIB	0,18	0,21	0,17	0,28	0,44	0,52	0,90	0,85	1,36	1,19
Dettes publiques brutes										
en mio d'euros	12 827	12 811	13 943	13 873	14 821	14 761	15 402	15 428	15 718	15 844
en % du PIB	22,2	22,2	22,7	22,4	22,8	22,6	22,7	22,8	22,3	22,6
Solde structurel des administrations publiques										
en % du PIB (« Filtre HP »)	0,24	0,22	-0,25	-0,35	-0,34	-0,45	0,21	0,19	1,10	1,19

Le choc sur l'indice boursier impliquerait une variation au niveau du taux de croissance du PIB réel sur toute la période. En effet, d'après une estimation du CNFP, une variation de 10 points de % du rendement sur l'indice boursier est associée dans les données historiques à une variation dans le même sens de la croissance réelle du Luxembourg de l'ordre de 0,6 point de %. Le scénario ci-dessus conduit à un solde nominal moins favorable en 2017-19, suivi d'un solde nominal plus favorable en fin de période. Le solde structurel serait légèrement plus favorable jusqu'en 2020.

¹³ Dans sa NDC de juin 2016 (NDC 1-16, page 17), le STATEC a qualifié l'évolution de l'indice boursier européen comme « élément charnière des hypothèses de prévision » et dans une étude parue en 2014, le STATEC avait constaté des liens étroits entre le PIB du Luxembourg et l'évolution boursière. De plus dans sa NDC de novembre 2015 (NDC 2-15, page 80), le STATEC a simulé qu'« une moindre croissance de l'indice boursier Eurostoxx50 de 10% entraînerait un impact négatif sur le PIB en volume du Luxembourg de 0,4 à 0,5 point de % sur une année.

¹⁴ Rachida Hennani de la Fondation IDEA a contribué au débat sur l'existence ou non d'un lien entre la performance économique et les marchés boursiers avec son document de travail du février 2017 (N°4) intitulé « Performance économique et marchés boursiers : le cas du Luxembourg ». Estimant un modèle VAR, le modèle relève qu'une baisse de 10% de l'indice européen conduirait à une diminution de 0,3 point de pourcentage du PIB.

2.3 Les prévisions macroéconomiques pour le Luxembourg

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Moyenne 2017-2021
PIB nominal (millions d'euros)	52 340	54 195	57 744	61 830	65 297	67 697	70 064	-
<i>Idem, évolution en %</i>	4,7	3,5	6,6	7,1	5,6	3,7	3,5	5,3
PIB réel (millions d'euros)	46 899	48 859	51 009	53 667	56 037	57 588	58 661	-
<i>Idem, évolution en %</i>	4,0	4,2	4,4	5,2	4,4	2,8	1,9	3,7
PIB potentiel (millions d'euros)	47 717	49 472	51 236	53 174	55 199	57 204	59 182	-
<i>Idem, évolution en %</i>	3,2	3,7	3,6	3,8	3,8	3,6	3,5	3,6
Ecart de production (en % du PIB potentiel)	-1,7	-1,2	-0,4	0,9	1,5	0,7	-0,9	-
Emploi total intérieur (<i>évolution en %</i>)	2,6	3,0	3,2	3,4	3,1	2,5	1,5	2,8
Taux de chômage (% de la pop active, déf. ADEM)	6,8	6,4	6,0	5,7	5,8	6,3	6,9	6,1
Taux d'inflation (IPCN)	0,5	0,3	1,8	1,6	2,0	2,0	1,9	1,9

Sources : STATEC ; PSC 2017.

En 2016, le **taux de croissance réel** se situerait à **+4,2%**. A court terme, les prévisions tablent sur une accélération de la croissance en 2017 (**+4,4%**) et en 2018 (**+5,2%**) avant un fléchissement de plus de la moitié en fin de période, à **+1,9% en 2021**. Selon le PSC 2017, « l'accélération de la croissance s'explique par le profil de croissance retenu pour la zone euro, par une forte progression projetée au niveau des indices boursiers et par l'impact bénéfique de la réforme fiscale ». Selon les simulations de la NDC 1-16 du STATEC, l'écart en % du PIB réel par rapport à un scénario sans réforme fiscale est de +0,2 point de % en moyenne sur la période. **La baisse significative en fin de période s'explique par une hypothèse technique qui est admise dans le scénario macroéconomique, à savoir que la croissance réelle oscille autour de la croissance potentielle sur la période 2017-2021**, estimée à 3,6% sur la période 2017-2021 (cf. tableau). En effet, pour aboutir à une croissance réelle de 3,7% en moyenne sur toute la période, la croissance réelle serait de 2,8% en 2020 et de 1,9% en 2021.

Comparées aux prévisions des institutions internationales (cf. encadré 1), les prévisions à court terme sont optimistes, notamment pour l'année 2018. En effet, le FMI table sur un taux de croissance réel de +3,7% en 2017, de +3,5% en 2018 et de +3,3% en 2019 et la CE table sur un taux de croissance réel de +4,3% en 2017 et de +4,4% en 2018. Selon le CNFP, il ne serait dès lors pas étonnant que les prévisions de croissance réelle pour ces années soient revues à la baisse dans le cadre du projet de budget 2018. A moyen terme, les prévisions du PSC 2017 sont cependant relativement pessimistes : le FMI table sur une hypothèse de croissance de 3,1% et la CE table sur une hypothèse de croissance de 3,5% en 2021. Le CNFP note que la CE admet aussi une hypothèse technique dans son scénario macroéconomique, mais qui se distingue de celle utilisée par le Gouvernement dans le PSC 2017. En effet, la CE admet que le PIB réel converge vers le PIB potentiel en 2021, c'est-à-dire que l'écart de production aboutit à zéro en fin de période, alors que le PSC prévoit que la croissance réelle oscille autour de la croissance potentielle sur la période 2017-2021.

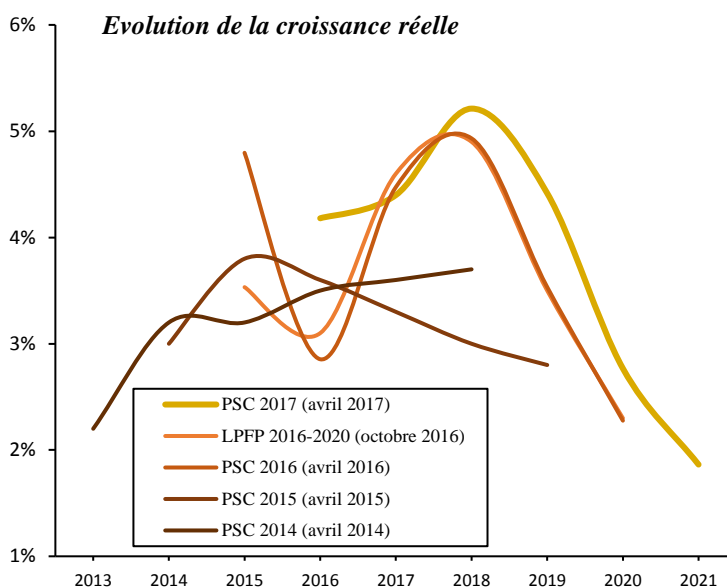
La croissance susmentionnée serait accompagnée d'un développement favorable sur le **marché du travail**. Les données indiquent un taux de chômage en recul et un taux de création d'emplois en progression par rapport à 2015. D'après les prévisions du PSC, ce développement favorable se poursuivrait jusqu'à 2018. En fin de période, et en phase avec la décélération de la croissance, le taux de chômage est supposé augmenter de nouveau à 6,9% et le taux de création d'emplois est supposé diminuer à 1,5%. Il convient de noter que la moyenne historique du taux de création d'emplois entre 2000 et 2015 se situe à 2,9%.

En ce qui concerne **l'inflation**, la tendance baissière s'est poursuivie en 2016 avec un taux d'inflation moyen de 0,3%. L'inflation remonterait à 1,8% en 2017 et à 1,6% en 2018 (effets liés à l'évolution des prix pétroliers et à la politique accommodante de la Banque centrale européenne). Elle est supposée se rétablir graduellement en direction de 2%.

Comparaison avec les prévisions établies précédemment

En 2016, le **taux de croissance réel** de 4,2% du PIB dépasse l'hypothèse retenue pour l'élaboration du budget pour l'année en question (+3,4%), ainsi que celle retenue pour l'élaboration du PSC 2016 (+2,9%, avril 2016), du PSC 2015 (+3,6%) et du PSC 2014 (+3,5%).

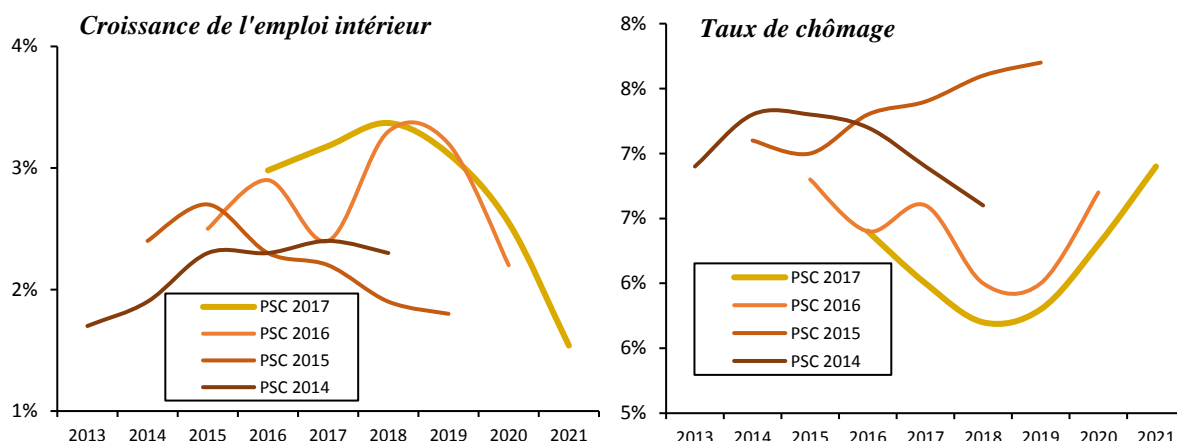
En 2017, le **taux de croissance réel** de 4,4% a été légèrement revu à la baisse par rapport au PSC 2016 (+4,5%) et au budget 2017 (+4,6%). Le PSC 2017 ne



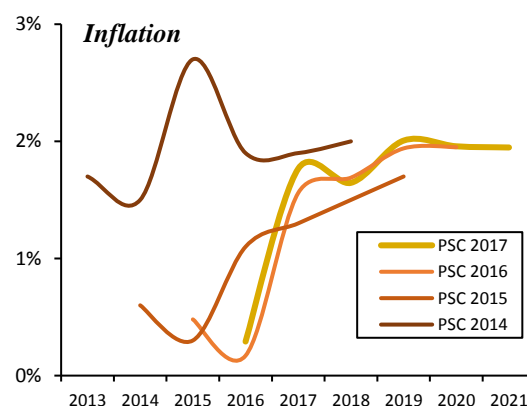
présente pourtant pas d'explications permettant d'appréhender les origines de cette révision à la baisse. Le CNFP constate que les facteurs exogènes (croissance du PIB en zone euro, indice boursier européen, etc...) se sont améliorés par rapport aux estimations précédentes et n'expliquent donc pas la dégradation du taux de croissance réel au Luxembourg.

A moyen terme (2018-2020), avec une moyenne projetée de 4,1%, la croissance réelle est significativement plus élevée que la moyenne projetée sur la même période dans le PSC 2016 au printemps dernier (3,6%). L'hypothèse d'une baisse tendancielle à moyen terme est toutefois confirmée. L'évolution par rapport au PSC 2016 s'explique notamment par l'hypothèse technique qui est admise dans le scénario macroéconomique, à savoir que la croissance réelle oscille autour de la croissance potentielle, qui est estimée à 3,6% en moyenne sur la période 2017-2020 dans le PSC 2017 contre 3,3% dans le PSC 2016.

Comparé aux PSC des années précédentes, le **marché du travail** est supposé évoluer de façon plus favorable en termes de taux de croissance de l'emploi et de taux de chômage.



L'inflation suit une trajectoire similaire à celle estimée dans le PSC 2015 et le PSC 2016. Le CNFP constate que l'inflation a été surestimée dans le PSC 2014. En effet, ce dernier prévoyait que l'indice de prix à la consommation nationale (« IPCN ») s'accélère en 2015 pour arriver à un taux de 2,7% (par rapport à 0,5% constaté) avec la prise en compte de l'impact de la hausse des taux de TVA le 1^{er} janvier 2015. Toutefois, la chute des prix pétroliers en 2015 a contrebalancé l'augmentation prévue de l'IPCN.



Tout comme pour la croissance, l'évolution du marché du travail et l'inflation sont des facteurs d'une importance primordiale pour l'élaboration des prévisions budgétaires. Le CNFP estime que leur développement généralement plus favorable que prévu est à l'origine de la très bonne tenue des finances publiques en 2016 et pourrait ainsi expliquer les révisions substantielles à la hausse des chiffres budgétaires sur toute la période sous revue.

3. LES FINANCES PUBLIQUES

3.1. Considérations générales

L'évaluation des finances publiques est basée sur les chiffres présentés par le Gouvernement dans le PSC 2017. Le CNFP n'établit donc pas ses propres prévisions et n'applique pas d'adaptations à la trajectoire pluriannuelle des finances publiques telle que présentée par le Gouvernement.

Le CNFP note que le Gouvernement n'a pas actualisé l'impact des mesures fiscales. Selon le PSC 2017, une « actualisation de l'impact des diverses mesures de la réforme fiscale est prématurée à ce stade ». Le solde public continue ainsi à tenir compte de l'impact « *prima facie* », annoncé dans le cadre de la précédente actualisation du PSC, soit 373 millions d'euros en 2017 et environ 520 millions d'euros en moyenne les années suivantes. L'estimation du Gouvernement continue à être présentée selon une approche en base « caisse »¹⁵, alors que dans le cadre du PSC elle devrait être basée sur le principe des « droits constatés » qui préside à l'établissement de la comptabilité nationale selon les normes SEC¹⁶ (*Vade Mecum on the Stability and Growth Pact*). Selon les estimations de la Banque centrale du Luxembourg sur le projet de Budget 2017 (automne 2016)¹⁷, l'impact cumulé des mesures fiscales en « droits constatés » se chiffrerait à 1,5% du PIB en 2017 et à 1,7% du PIB en 2018, ce qui est largement supérieur aux estimations du Gouvernement (0,7% du PIB en 2017 et 0,8% du PIB en 2018). Le CNFP demande à ce que l'impact des mesures fiscales soit actualisé dans le cadre du projet de budget 2018 et du projet de LPFP 2017-2021 en octobre 2017 et ceci conformément aux dispositions du SEC et tel que prévu par l'article 3, paragraphe 3, de la loi du 12 juillet 2014.

Par ailleurs, le CNFP répète 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.

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

- **Règle 1 :** le solde structurel des administrations publiques et en analysant le respect de l'OMT qui est fixé à +0,5% du PIB pour 2016 et à -0,5% du PIB pour les années 2017 à 2019. (cf. partie 3.2.)
- **Règle 2 :** les dépenses publiques dans leur totalité et en analysant leur variation par rapport au critère des dépenses découlant du TSCG. (cf. partie 3.3.)

En effet, le TSCG prévoit de manière explicite, à son article 3, que l'évaluation des finances publiques est à réaliser en prenant comme référence à la fois le solde structurel et l'évolution des dépenses publiques.

¹⁵ Projet de Budget 2017, Dossier parlementaire n°7050 ; Rapport de la Commission des Finances et du Budget ; page 15 : http://www.chd.lu/wps/PA_RoleDesAffaires/FTSByteServletImpl?path=/export/exped/sexpdata/Mag/0001/003/2039.pdf.

¹⁶ Règlement 549/2013 du 21 mai 2013 relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne ; Directive 2011/85/EU sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des Etats membres.

¹⁷ Avis de la BCL sur le Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat – Exercice 2017 : http://www.bcl.lu/fr/cadre_juridique/documents_nationaux/avis_bcl/budget/Avis-2017.pdf.

En outre, le CNFP procède à une analyse détaillée du solde nominal des administrations publiques (administration centrale, administrations locales et sécurité sociale). Le solde nominal est la différence entre les recettes et les dépenses des administrations publiques (cf. partie 3.4.).

3.2. Règle 1 : Le solde structurel et le respect de l'OMT

Le solde structurel représente le solde budgétaire nominal des administrations publiques (cf. partie 3.4.), corrigé des effets liés aux fluctuations de la conjoncture économique et corrigé des mesures ponctuelles et temporaires¹⁸. La formule de calcul peut être écrite de la façon suivante :

Solde structurel = Solde nominal – 0,44 × Ecart de production ± mesures ponctuelles

$$\begin{aligned} \text{où Solde nominal} &= \text{Recettes publiques} - \text{Dépenses publiques} ; \\ \text{Ecart de production} &= \frac{\text{PIB réel} - \text{PIB potentiel}}{\text{PIB potentiel}}. \end{aligned}$$

Les « fluctuations budgétaires dues à la conjoncture » sont dès lors calculées de la façon suivante : 0,44 * Ecart de production. Le facteur « 0,44 »¹⁹ représente la réactivité du solde budgétaire par rapport aux variations cycliques. Les variations cycliques sont représentées par l'« écart de production » qui mesure l'écart entre le PIB réel et le PIB potentiel. Le PIB potentiel peut être défini comme le niveau de PIB que connaîtrait une économie si les facteurs de production « travail » et « capital » étaient utilisés de façon optimale sans faire apparaître de tensions inflationnistes. Comme le PIB potentiel n'est pas observable, il faut l'estimer en utilisant une méthode macro-économétrique.

Le CNFP rappelle qu'il existe plusieurs méthodes pour déterminer le PIB potentiel et, partant, l'écart de production.

Le CNFP prend note de la décision du Gouvernement de se baser sur la méthode harmonisée qui est appliquée par la Commission européenne (méthode dite COM-COM) et que le STATEC a adaptée pour les besoins du PSC 2017 (méthode COM-LUX)²⁰. Le Gouvernement justifie le recours aux données du STATEC « au vu de la complexité des calculs qui sont à réaliser et étant donné que les chiffres de la CE ne sont pas disponibles au moment de l'actualisation du PSC ».

¹⁸ Le PSC 2017 ne prévoit pas de mesures ponctuelles et temporaires.

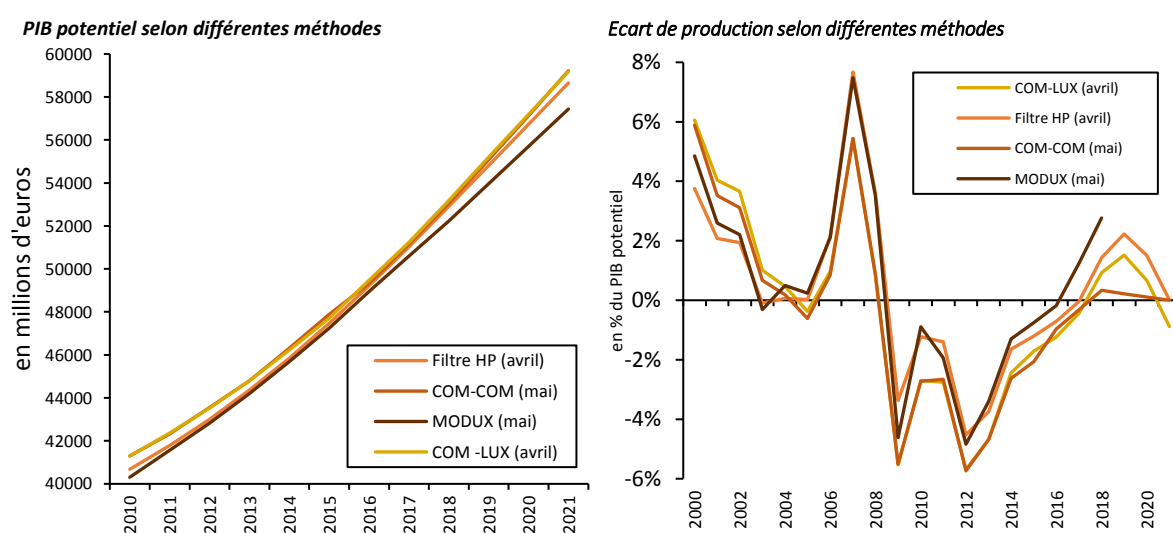
¹⁹ La valeur de 0,44 est la résultante de travaux de recherche réalisés conjointement par l'OECD et la CE sur la base d'une analyse historique de la réactivité des recettes et des dépenses publiques des pays de l'OECD aux fluctuations conjoncturelles.

²⁰ Selon la prise de position du 11 octobre 2016 du Ministre des Finances sur les recommandations du CNFP, cette méthode a été retenue par le Gouvernement afin de réduire le risque de déviation entre les évaluations réalisées sur le plan national (méthode COM-LUX) et les évaluations qui sont réalisées sur le plan européen (méthode COM-COM).

Au vu des particularités d'une petite économie ouverte, le CNFP maintient ses réserves quant à l'application de la méthode communautaire et continuera de suivre de près différentes méthodes de calcul du solde structurel, dont notamment la méthode « COM-LUX » et « Modux » du STATEC, la méthode « COM-COM » de la CE et la méthode du filtre HP (à laquelle les autorités budgétaires ont encore eu recours dans le cadre du budget 2015)²¹.

Les graphiques suivants montrent les résultats obtenus à travers les différentes méthodes de calcul citées ci-avant. Le CNFP note que les résultats donnent lieu à des interprétations divergentes sur le positionnement du Luxembourg dans le cycle économique. En effet, ils présentent la marge d'incertitude entourant le PIB potentiel et, partant, l'écart de production. A titre d'exemple, en 2018, la différence entre les écarts de productions se chiffre à 2,4 points de %.

PIB potentiel et écart de production selon différentes méthodes



Sources : PSC 2017 ; STATEC ; Commission européenne ; Calculs CNFP.

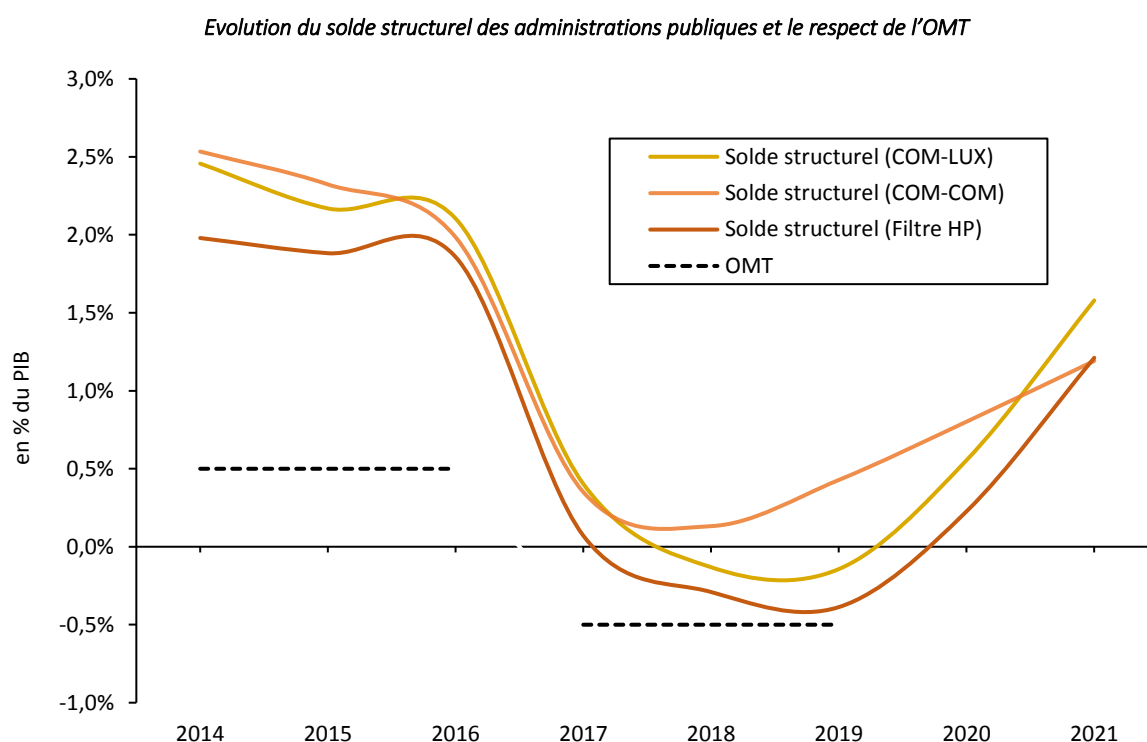
Ces divergences s'expliquent non seulement par la méthode de calcul retenue, mais aussi du fait que chaque institution (STATEC, Commission européenne) utilise sa propre prévision de PIB réel pour le Luxembourg afin d'estimer l'écart de production. Par ailleurs, les estimations les plus récentes du PIB réel et du PIB potentiel ont été réalisées à des moments différents par les institutions (fin avril pour la méthode « COM-LUX » et « filtre HP », début mai pour la méthode « COM-COM » et fin mai pour la méthode « MODUX »).

²¹ La méthode « Modux » correspond à l'ancienne méthode communautaire, basée sur des filtres Hodrick-Prescott (HP). Le PIB potentiel est obtenu par le biais d'une équation intégrée dans le modèle macro-économétrique « Modux » du STATEC ce qui permet de déterminer le PIB potentiel de manière cohérente avec toutes les autres variables macroéconomiques déterminées à travers le modèle (croissance, emploi, chômage, finances publiques etc.). La méthode « COM-LUX » du STATEC se base sur la méthode communautaire actuelle (méthode COM-COM) en apportant une meilleure représentation des spécificités de l'économie luxembourgeoise. La méthode du filtre HP est une méthode statistique utilisée par le CNFP, qui consiste à extraire la composante conjoncturelle de la série temporelle des niveaux de PIB réels établis par le STATEC afin de ne retenir que la composante tendancielle du PIB.

Etant donné la marge d'incertitude entourant l'écart de production et les réserves quant à l'application de la méthode communautaire, le CNFP ne se focalise à ce jour pas sur une seule méthode. Il recommande la poursuite de l'analyse des différentes méthodes de calcul du solde structurel afin de déterminer l'approche la plus appropriée pour l'économie luxembourgeoise et, le cas échéant, de proposer des adaptations de la méthode communautaire.

Pour la présente évaluation du solde structurel des administrations publiques et du respect de l'OMT, le CNFP a recours à trois méthodes de calcul : à savoir la méthode « COM-LUX » du PSC 2017, la méthode « COM-COM » et la méthode du « filtre HP ». Ces trois méthodes de calcul présentent des séries temporelles du PIB potentiel et de l'écart de production jusqu'à l'année 2021 et elles ont été élaborées à peu près au même moment (fin avril ou début mai). La méthode « Modux » n'est pas considérée dans cette évaluation. En effet elle ne serait pas directement comparable aux autres méthodes puisqu'elle n'a été actualisée par le STATEC que dans le cadre de la NDC 1-17 fin mai, sur base d'un PIB réel et d'un solde nominal révisé. Par ailleurs, le STATEC ne présente des séries temporelles que jusqu'en 2018.

Le graphique suivant présente l'évolution du solde structurel des administrations publiques et son évolution par rapport à l'OMT (+0,5% du PIB jusque 2016, -0,5% du PIB de 2017 à 2019, l'OMT pour les années 2020 à 2022 n'étant fixé qu'en 2019).



Sources : PSC 2017 (COM-LUX) ; Commission européenne (COM-COM) ; Calculs CNFP (filtre HP).

Le tableau suivant présente les calculs intermédiaires permettant le passage du solde nominal au solde structurel. Il analyse par ailleurs le respect par rapport à l'OMT ainsi que le déclenchement ou non du mécanisme de correction :

Année et type d'évaluation		PIB réel (PR)	PIB potentiel (PP)		Ecart de production (OG) ²² (PR-PP)/PP	Solde nominal (SN) cf. chap. 4.4.3.	Solde structurel SN-0,44*OG	Respect de l'OMT +0,5% (2016) -0,5% (2017 à 2019)	Déclenchement du mécanisme de correction
		en millions d'euros			en % du PIB		oui / non		
2016	ex-post	48 859	COM-LUX	49 472	-1,2	1,6	2,1	oui	non
			Filtre HP	49 208	-0,7		1,9	oui	non
			COM-COM	49 337	-1,0		2,0	oui	non
2017	intra-annuelle	51 009	COM-LUX	51 236	-0,4	0,2	0,4	oui	non
			Filtre HP	51 029	0,0		0,2	oui	non
			COM-COM	51 145	-0,3		0,4	oui	non
2018	ex-ante	53 667	COM-LUX	53 174	0,9	0,3	-0,1	oui	non
			Filtre HP	52 908	1,4		-0,4	oui	non
		53 231	COM-COM	53 056	0,3		0,1	oui	non
2019		56 037	COM-LUX	55 199	1,5	0,5	-0,1	oui	non
			Filtre HP	54 817	2,2		-0,45	oui	non
		55 197	COM-COM	55 076	0,2		0,4	oui	non
2020		57 588	COM-LUX	57 204	0,7	0,9	0,6	OMT fixé en 2019	
			Filtre HP	56 735	1,5		0,2		
			57 208	COM-COM	57 145		0,1		
2021	58 661	COM-LUX	59 182	-0,9	1,2	1,6			
		Filtre HP	58 653	0,0		1,2			
	59 221	COM-COM	59 221	0,0		1,2			

Sources : PSC 2017 (COM-LUX) ; Commission européenne (COM-COM) ; Calculs CNFP (filtre HP).

²² Un écart de production positif signifie que la production réelle est supérieure à la production de pleine capacité (PIB réel > PIB potentiel). Un écart de production négatif existe lorsque la production réelle est inférieure à ce qui pourrait être produit si l'économie fonctionnait à plein régime (période de basse conjoncture).

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 préliminaire²³, qui sera actualisé par le CNFP à l'occasion de la prochaine mise à jour des chiffres au 1^{er} octobre 2017, le mécanisme de correction ne devrait pas être déclenché.

En 2017, le solde structurel se dégrade de manière substantielle. Ceci s'explique notamment par la dégradation projetée du solde nominal en 2017 (+0,2% du PIB, cf. partie 3.4). **En 2018**, et tel qu'expliqué dans le PSC 2017, « la détérioration du solde structurel (de la méthode « COM-LUX ») est avant tout liée à la « fermeture » de l'écart de production. Ce dernier devient positif en raison de la forte progression du PIB réel, estimée à 5,2%. **En 2019**, le solde structurel est stable, et ce malgré l'amélioration du solde nominal, en raison de l'impact négatif d'un écart de production en hausse. » Le CNFP constate que les soldes structurels des autres méthodes suivent une trajectoire similaire, mais à des niveaux différents et généralement plus bas pour la méthode du « filtre HP ». La différence entre la méthode « COM-COM » et la méthode « COM-LUX » s'explique notamment par les hypothèses techniques admises dans le scénario macroéconomique. En effet, pour la méthode « COM-LUX », la croissance réelle oscille autour de la croissance potentielle sur la période 2017 à 2021 alors que pour la méthode « COM-COM » le PIB réel converge vers le PIB potentiel en fin de période (2021), c.-à-d. l'écart de production aboutit à zéro en fin de période.

Entre 2017 et 2019, selon les prévisions macroéconomiques et budgétaires pluriannuelles actuelles, les administrations publiques respecteraient 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. Le CNFP note cependant que c'est l'abaissement de l'OMT à -0,5% du PIB²⁴ (de +0,5% en 2016) qui permet d'aboutir à ce constat favorable. Il convient de rappeler que l'abaissement de l'OMT est fondé sur une hypothèse démographique de 1,14 million d'habitants d'ici 2060 ainsi que sur l'hypothèse d'un solde budgétaire visant à stabiliser la dette publique à 60% du PIB à long terme.

A partir de 2020, le solde structurel se rétablirait grâce à la progression projetée du solde nominal des administrations publiques et à l'écart de production qui se rétrécirait en raison du profil de croissance supposé dans le PSC 2017 (c.-à-d. une croissance réelle moyenne projetée de +2,3% en 2020 - 2021 qui est de 1,1 point de % en dessous de la croissance potentielle).

²³ Le mécanisme de correction ne peut être déclenché que si les comptes annuels (en octobre) du secteur des administrations publiques présentent un écart important par rapport à l'OMT, c'est-à-dire si les résultats pour l'année précédente (ici 2016) 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.

²⁴ Le CNFP avait plaidé dans ses dernières évaluations pour un OMT plus ambitieux pour 2017 (de même que pour le moyen terme) afin d'assurer une marge de manœuvre budgétaire permettant de faire face aux défis plus vastes et complexes sur le long terme.

Il convient cependant de noter qu'en vertu du règlement (CE) n°1466/97²⁵ un nouvel OMT sera fixé pour les années 2020 à 2022. L'OMT minimal applicable au niveau européen sera calculé par la Commission européenne et communiqué à chaque Etat membre en amont de l'élaboration du PSC 2019, afin que les gouvernements respectifs puissent en tenir compte dans la fixation de leur OMT au niveau national. **Le niveau de l'OMT calculé par la CE sera basé sur la nouvelle hypothèse démographique d'Eurostat publiée début 2017, qui table sur une population de 0,99 million en 2060²⁶ ainsi que sur l'hypothèse d'un solde budgétaire visant à stabiliser la dette à 60% du PIB.** Le CNFP constate que la nouvelle hypothèse démographique est moins favorable que l'hypothèse démographique de 1,14 million d'habitants sur laquelle repose l'OMT des années 2017 à 2019 (-0,5% du PIB). Par conséquent, les dépenses liées au vieillissement à l'horizon 2060 présentées dans la prochaine projection établie par la CE dans le contexte du « Ageing Report 2018 » seront revues à la hausse. Et partant, l'OMT devrait en toute logique aussi être revu à la hausse. En effet, l'ajustement nécessaire pour préfinancer l'augmentation des dépenses budgétaires liées au vieillissement de la population (pensions, soins de longue durée, santé, éducation et chômage) est pris en compte dans le calcul de l'OMT minimal. D'après une première estimation du CNFP, il pourrait résulter un OMT minimal proche de -0,25% du PIB. En adaptant également la formule de calcul de l'OMT pour maintenir la dette publique en-dessous de 30% du PIB à long terme, il pourrait résulter un OMT minimal proche de +0,75% du PIB.

OMT minimal	Dette stabilisée à 60 % du PIB	Dette stabilisée à 30% du PIB
Hypothèse de 2017 (0,99 million d'habitants en 2060)	-0,25%	+0,75%
Hypothèse de 2015 (1,1 million d'habitants en 2060)	-0,5%	+0,25%
Hypothèse de 2012 (730 000 habitants en 2060)	+0,5%	+1,75%

Sources : CE ; Calculs CNFP.

L'hypothèse démographique plus prudente ainsi que le respect à long terme de la limite de 30% du PIB en matière de dette publique plaideraient donc pour **la fixation d'un OMT plus ambitieux pour les années 2020 à 2022** afin d'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.

²⁵ Règlement (CE) n°1466/97 du Conseil du 7 juillet 1997 relatif au renforcement de la surveillance des positions budgétaires ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques

²⁶ Début 2017 ; http://ec.europa.eu/eurostat/data/database?node_code=proj.

3.3. Règle 2 : La variation des dépenses publiques par rapport au critère des dépenses

Concernant la règle du TSCG sur les dépenses publiques, le CNFP constate que le Gouvernement s'est limité à déclarer que cette règle ne s'applique pas aux Etats membres pour lesquels le solde structurel se situe au-dessus de l'OMT. En effet, le Gouvernement se réfère au *Vade Mecum on the Stability and Growth Pact* de la Commission européenne²⁷ qui prévoit que les pays qui ont dépassé leur OMT ne seront pas évalués par rapport à la règle sur les dépenses découlant du TSCG. Etant donné que les chiffres de la CE sur la conformité du Luxembourg avec son OMT n'étaient pas disponibles au moment de l'actualisation du PSC 2017 et que le résultat de la CE (méthode « COM-COM ») peut légèrement diverger de celui du Gouvernement (méthode « COM-LUX »), le CNFP recommande qu'un tel exercice soit élaboré à l'avenir par les autorités budgétaires.

En date du 11 mai (donc après la publication du PSC2017), la Commission européenne a attesté la conformité du Luxembourg avec son OMT. Dès lors, la règle sur les dépenses publiques ne s'appliquerait pas au Luxembourg. Le CNFP a néanmoins procédé à l'évaluation du critère des dépenses du TSCG à des fins analytiques :

Critère des dépenses du TSCG				
	Calcul	2015	2016	2017
Dépenses de l'administration publique ajustées ²⁸ (en mio d'euros)	(1)	21 208	21 841	23 192
Recettes discrétionnaires ²⁹ (en mio d'euros)	(2)		97	-359
Dépenses de l'AP ajustées nettes de recettes discrétionnaires (en mio d'euros)	(3) = (1) - (2)		21 744	23 551
Taux de croissance des dépenses ajustées y comprises les recettes discrétionnaires de l'année	(4) = $\frac{(3) - (1)_{t-1}}{(1)_{t-1}}$		2,5%	7,8%
Déflateur PIB	(5)		0,9%	1,9%
Taux de croissance des dépenses (réel) (nominal ajusté par le déflateur PIB)	(6) = $\frac{1 + (4)}{1 + (5)} - 1$		1,6%	5,8%
Taux de référence applicable	(7)		5,0%	7,7%
PIB nominal (en mio d'euros)	(8)		54 195	57 744
Déviations en % du PIB nominal (en année t)	(9) = $\frac{(1)_{t-1}}{(8)} \times ((7) - (6))$		0,5%	0,7%
Respect du critère			oui	oui

Sources : Commission européenne ; PSC 2017.

Le CNFP constate que la croissance annuelle réelle des dépenses publiques respecte le taux de référence applicable au titre de la règle européenne sur la variation des dépenses publiques, mais que le taux de croissance des dépenses se rapproche sensiblement du taux de référence en 2017.

Le CNFP note d'ailleurs que la nouvelle version du *Vade Mecum* (mars 2017) a apporté un changement en ce qui concerne la définition du taux de référence applicable pour les pays qui ont dépassé leur OMT. En effet, le taux de référence applicable ne se compose plus uniquement du taux moyen (sur 10 années) du PIB potentiel (2,2%

²⁷ Vade Mecum on the Stability and Growth Pact - 2017 Edition: https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/vade-mecum-stability-and-growth-pact-2017-edition_en .

²⁸ Les dépenses de l'administration publique ajustées sont le total des dépenses publiques moins les dépenses d'intérêts, les fonds communautaires, la variation des dépenses du chômage et la différence entre la formation brute de capital non lissée et lissée en moyenne sur quatre années.

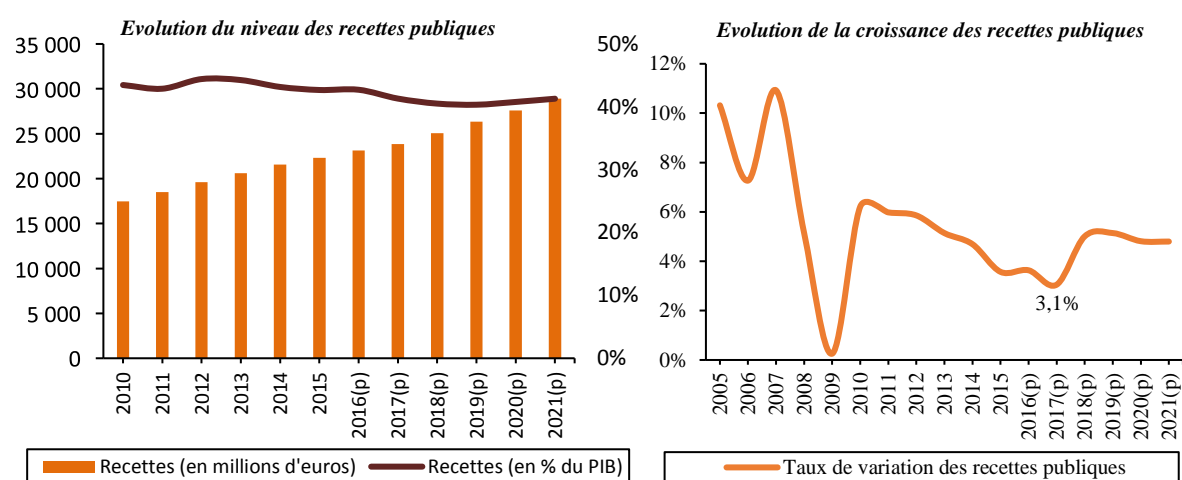
²⁹ Les recettes discrétionnaires se composent notamment de la réforme de la TVA de 2015 et des mesures fiscales.

en 2016 et 3% en 2017) comme c'était encore le cas dans le PSC 2016, mais aussi d'une marge de convergence³⁰ pour revenir à leur OMT (2,8% en 2016 et 4,7% en 2017), soit des taux de référence applicable de 5,0% en 2016 et de 7,7% en 2017.

4.3. Le solde nominal des administrations publiques

Tel qu'avancé précédemment, l'évolution du solde structurel s'explique principalement par l'évolution du solde nominal tant pour la dégradation en 2017 que pour le rétablissement en fin de période. Le CNFP analyse donc le solde nominal des administrations publiques, à savoir la différence entre les recettes et les dépenses publiques.

3.4.1. Les recettes publiques



RECETTES PUBLIQUES	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Variation historique 1995-2015	Variation annuelle 2017	Variation annuelle 2018	Variation annuelle moyenne 2019-2021
	en millions d'euros									
Production marchande	540	575	572	575	597	605	+4,7	+6,4	-0,4	+1,9
Production pour usage final propre	241	238	265	285	305	325	+14,6	-1,1	+11,2	+7,0
Paiements au titre de l'autre production non marchande	716	682	698	718	742	764	+4,7	-4,7	+2,4	+3,1
Impôts sur la production et les importations	6 244	6 367	6 703	6 960	7 158	7 412	+6,5	+2,0	+5,3	+3,4
Revenus de la propriété	710	744	784	803	825	843	+2,9	+4,8	+5,5	+2,4
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	8 021	8 270	8 624	9 182	9 762	10 353	+6,0	+3,1	+4,3	+6,3
Cotisations sociales	6 455	6 830	7 188	7 604	7 986	8 388	+6,5	+5,8	+5,2	+5,3
Autres transferts courants	103	44	81	68	74	77	+8,8	-57,1	+84,5	-1,7
Transferts en capital à recevoir	118	104	132	139	153	158	+5,6	-11,8	+26,6	+6,2
Total des recettes publiques	23 147	23 853	25 047	26 335	27 602	28 926	+6,1	+3,1	+5,0	+4,9

Sources : STATEC ; PSC 2017.

Malgré le contexte économique favorable, les recettes publiques ne progresseraient que de +3,1% en 2017 (taux le plus faible depuis la crise financière), sous l'effet notamment de l'impact des mesures fiscales et des moins-values en matière de TVA sur le commerce électronique. La réforme fiscale a surtout une influence sur la catégorie « impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc. », avec une évolution de +3,1% en 2017. Par ailleurs la part

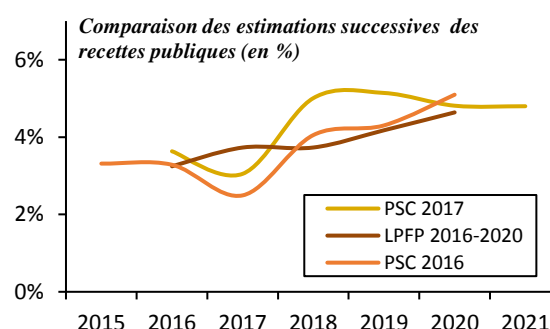
³⁰ La Commission indique dans le Vade Mecum on the Stability and Growth Pact, « The convergence margin does not represent in any way an encouragement to the Member State to return to its MTO (en français "OMT") but rather provides an indication of the maximum growth rate of net expenditure compatible with the Member State fulfilling the MTO ».

que peut retenir le Luxembourg dans les recettes en provenance de la TVA liée au commerce électronique se réduit à partir de 2017 à 15% (de 30% en 2015 et 2016), le déchet étant estimé à 292 millions d'euros³¹. La catégorie « impôts sur la production et les importations » ne progresserait dès lors que de +2,0% en 2017.

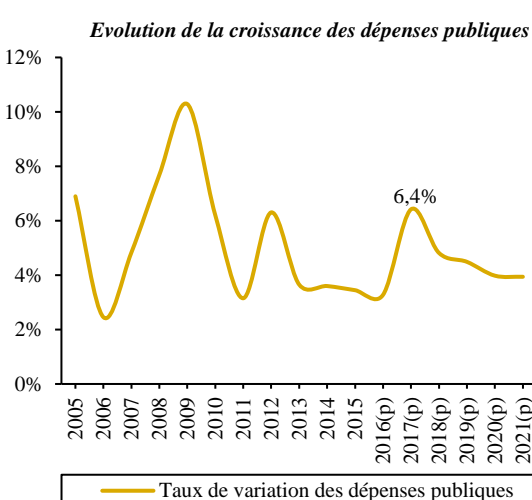
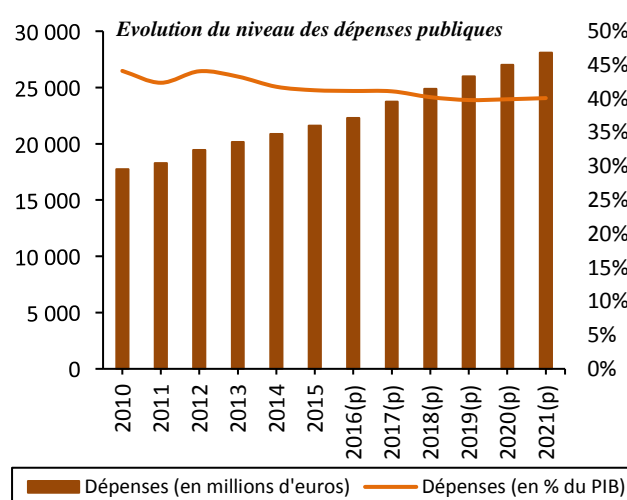
En 2018, l'amélioration des recettes publiques, avec un taux de croissance de 5%, s'explique entre autres par la catégorie « impôts sur la production et les importations ». Selon le PSC 2017, cette catégorie de recettes devrait progresser de +5,3% de 2017 à 2018, contre +4,8% sur la période 2001 à 2015.

Sur la période **2019-2021**, le PSC prévoit un rétablissement graduel des recettes publiques, avec un **taux de croissance moyen de +4,9%**, et ceci malgré le fait que le Luxembourg ne peut plus retenir des recettes en provenance de la TVA liée au commerce électronique à partir de l'année 2019 (déchet estimé à 300 millions d'euros³²) et que le scénario macroéconomique se tasse en fin de période. A cette lumière, l'évolution de 3,8% des impôts sur la production et les importations supposée en 2019 paraît élevée. Notons en particulier que la catégorie « impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc. » retrouverait un taux de croissance moyen qui semble élevé en atteignant de +6,3%. **Par rapport au PIB, les recettes publiques connaîtraient d'ailleurs une baisse significative à moyen terme**, de 42,7% du PIB en 2016 à 41,3% du PIB en fin de période.

Comparées à la précédente actualisation du PSC (avril 2016), les prévisions des recettes publiques ont été révisées à la hausse en tenant notamment compte de l'effet de base (amélioration des recettes en 2016). Comme mentionné ci-avant, l'impact des mesures fiscales n'a pas été actualisé par rapport au PSC 2016.



3.4.2. Les dépenses publiques



³¹ Selon les chiffres communiqués par le Ministère des Finances.

³² La part que peut retenir le Luxembourg dans les recettes en provenance de la TVA liée au commerce électronique se réduit à partir de 2019 à 0 (de 15% en 2017 et 2018 et de 30% en 2015 et 2016).

DEPENSES PUBLIQUES	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Variation historique 1995-2015	Variation annuelle 2017	Variation annuelle 2018	Variation annuelle moyenne 2019-2021
	en millions d'euros						taux de variation (en %)			
Consommation intermédiaire	1 924	2 024	2 132	2 190	2 238	2 306	+6,4	+5,2	+5,3	+2,6
Formation de capital (Investissement direct)	2 051	2 325	2 430	2 513	2 535	2 570	+6,1	+13,3	+4,5	+1,9
Rémunération des salariés	4 650	4 957	5 212	5 438	5 696	5 946	+5,6	+6,6	+5,1	+4,5
Autres impôts sur la production	1	1	1	1	1	1	-	-	-	-
Subventions à payer	719	824	789	811	776	761	+6,8	+14,5	-4,2	-1,2
Revenus de la propriété	184	169	187	187	201	174	+3,2	-7,7	+10,5	-2,4
Impôts courants sur le revenu	2	0	0	0	0	0	-	-	-	-
Prestations sociales en espèces	8 123	8 541	8 867	9 294	9 730	10 233	+6,4	+5,2	+3,8	+4,9
Prestations sociales en nature	2 440	2 596	2 676	2 814	2 945	3 092	+7,3	+6,4	+3,1	+4,9
Autres transferts courants	1 765	1 821	1 946	2 015	2 114	2 114	+7,6	+3,2	+6,9	+2,8
Transferts en capital à payer (Investissement indirect)	437	476	638	776	791	795	+4,0	+8,7	+34,1	+7,6
Acquisitions moins cessions d'actifs non financiers non produits	6	0	-2	-48	-1	-1	-	-	-	-
Total des dépenses publiques	22 302	23 733	24 876	25 992	27 027	28 091	+6,3	+6,4	+4,8	+4,1

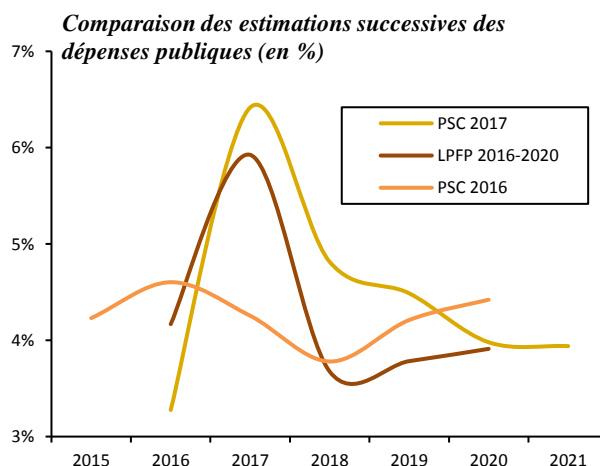
Sources : PSC 2017 ; STATEC.

En 2017, les dépenses publiques reprennent de l'élan pour atteindre une croissance de +6,4% en termes nominaux (taux le plus élevé depuis la crise financière). Comparé à 2016, il s'agit d'une nouvelle accélération de la croissance des dépenses, et ce malgré l'effet supposé des mesures de consolidation du *Zukunftspak*. En particulier, l'on peut constater une croissance soutenue des dépenses de rémunérations des salariés (+6,6%) ainsi que de l'investissement (direct et indirect), avec une augmentation des dépenses afférentes de +12,5% en 2017.

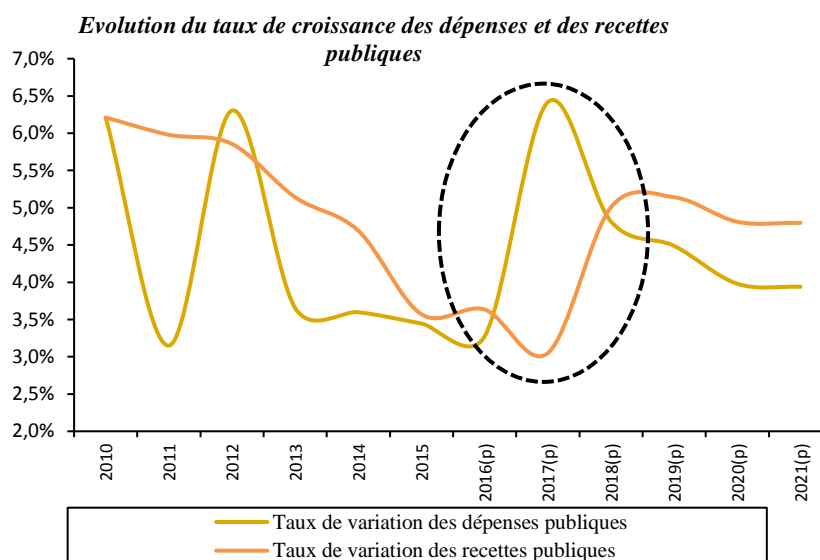
En 2018, les dépenses publiques sont supposées augmenter de +4,8%. Le recul par rapport au taux de 2017 peut s'expliquer par l'augmentation moins dynamique postulée au niveau des dépenses des prestations sociales. Les dépenses d'investissement (direct et indirect) continueraient d'augmenter à un taux élevé, estimé à +9,6%. Le PSC 2017 ne fournit cependant pas plus de détails permettant d'appréhender les évolutions afférentes.

Sur la période 2019-2021, les dépenses publiques sont estimées augmenter de manière moins dynamique que par le passé, avec un taux de croissance moyen de +4,1% sur la période 2019-2021 (contre une moyenne historique de +6,3% sur la période 1995 à 2015). Les prévisions pour les dépenses publiques inscrites dans le PSC 2017 sont « l'expression de la volonté d'une maîtrise durable des dépenses publiques », ce qui entraînerait notamment une réduction de leur ratio par rapport au PIB (de 41,2% en 2016 à 40,1% du PIB d'ici 2021). Selon l'Annexe au PSC 2017 (p.18), des investissements dans de nouveaux projets viendront probablement s'ajouter en cours de période. Les prévisions à moyen terme sont donc à apprécier avec prudence : l'investissement direct avec un taux de croissance moyen de +1,9% semble dès lors sous-estimé.

Comparées aux prévisions de l'année précédente, les prévisions des dépenses publiques ont été révisées à la hausse. Ceci s'explique notamment par l'actualisation partielle des prévisions de l'investissement direct. En effet, en 2017, le taux de croissance de l'investissement direct se chiffre désormais à 13,3%, contre 7,3% retenu dans la LPFP 2016-2020 (octobre 2016) et -0,7% dans le PSC 2016 (avril 2016).



Le graphique ci-dessous montre que la croissance estimée des recettes publiques est plus faible que la croissance estimée des dépenses publiques en 2017 (« effet ciseaux »). Le retour à une situation inversée, tel que prévue par le Gouvernement à partir de 2018, présuppose qu'aucune mesure supplémentaire tendant à augmenter les dépenses ne serait introduite sur la période sous revue (au-delà de ce qui a déjà été intégré dans les chiffres) ou que toute nouvelle mesure serait compensée par des économies correspondantes. Compte tenu que des investissements dans de nouveaux projets viendront probablement s'ajouter en cours de période selon l'Annexe au PSC 2017, le Gouvernement devrait prévoir des économies correspondantes pour garantir le retour à une situation inversée.



Sources : PSC 2017 ; STATEC.

3.4.3. Le solde nominal des administrations publiques

Prenant en compte les recettes et les dépenses publiques et leur évolution, le solde nominal des administrations publiques se présente de la manière suivante :

en millions d'euros	Calcul	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Recettes publiques	(1)	22 335	23 147	23 853	25 047	26 335	27 602	28 926
Dépenses publiques	(2)	21 595	22 302	23 733	24 876	25 992	27 027	28 091
Solde nominal	(3) = (1) – (2)	741	845	120	171	343	575	835
PIB nominal	(4)	52 340	54 195	57 744	61 830	65 297	67 697	70 064
Solde nominal (en % du PIB)	(5) = (3)/(4)	+1,4%	+1,6%	+0,2%	+0,3%	+0,5%	+0,9%	+1,2%

Sources : STATEC ; PSC 2017.

Selon les chiffres du PSC 2017, le solde nominal des administrations publiques se situe à +0,2% du PIB en 2017 et à +0,3% du PIB en 2018, étant de la sorte largement inférieur aux soldes enregistrés les années précédentes. La dégradation du solde nominal s'explique notamment par les moins-values considérables projetées du côté des recettes (allègements fiscaux, TVA électronique, etc.) et par une hausse vigoureuse des dépenses.

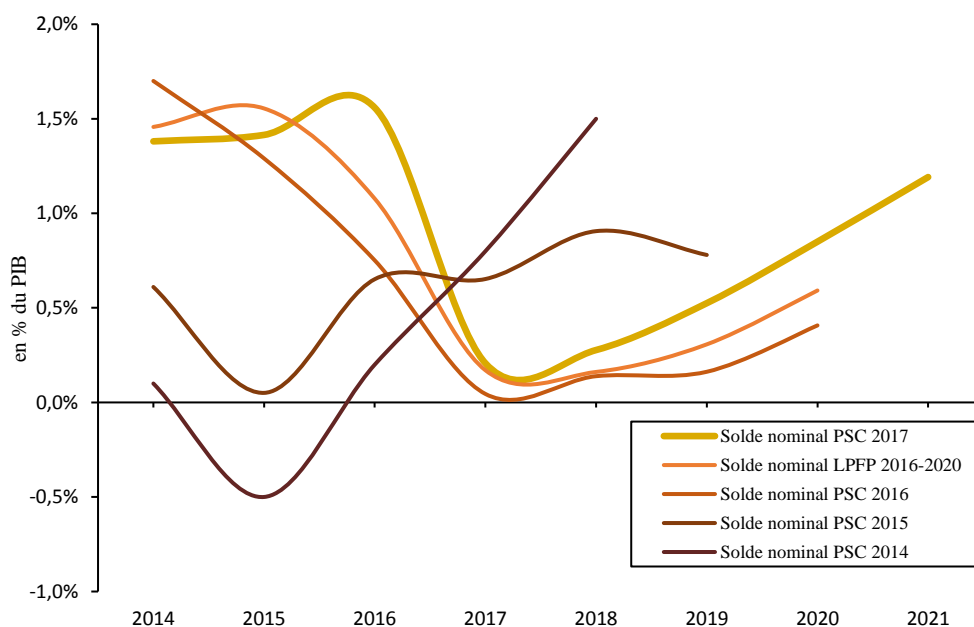
A moyen terme, le solde nominal est estimé s'améliorer graduellement en direction d'un solde de +1,2% du PIB en 2021. Cette amélioration s'explique surtout par l'amélioration prévue du solde budgétaire de l'administration centrale (cf. partie 3.4.4.)

Il convient de noter que les prévisions budgétaires à moyen terme sont à apprécier avec prudence. Le CNFP estime que les risques à la baisse et à la hausse des soldes nominaux budgétaires sont importants. En particulier, les perspectives à moyen terme dépendent :

- de l'impact effectif des mesures fiscales ;
- de la mise en œuvre du *Zukunftspak* ;
- de la baisse projetée du taux de croissance des dépenses publiques à partir de 2018 et notamment de la faible croissance des investissements directs entre 2019 et 2021 (+1,9% en moyenne) qui ne prend pas en compte les nouveaux projets qui sont supposés s'ajouter en fin de période selon l'Annexe nationale au PSC 2017 ;
- de la hausse continue projetée du taux de croissance des recettes en fin de période (+4,9% en moyenne entre 2019 et 2021) ;
- des soldes des administrations publiques sous-estimés utilisés comme point de départ ;
- des hypothèses macroéconomiques (taux de croissance en zone euro et au Luxembourg, performance des indices boursiers) ;
- des risques géopolitiques ;
- des effets du Brexit et de la refonte de la fiscalité internationale des entreprises (BEPS, ACCIS, ATAD) ;
- de l'évolution de la réglementation financière.

Le graphique ci-après compare les estimations successives des soldes nominaux des administrations publiques. Le CNFP constate des révisions importantes vers le haut des résultats budgétaires des années 2015 et 2016. A cause des soldes sous-estimés qui ont été le point de départ pour l'élaboration du budget 2017 (octobre 2016), le CNFP ne serait pas surpris si le compte général de l'année 2017³³ était clôturé avec un surplus plus élevé qu'initialement prévu. Il semble que la révision du solde nominal de l'année 2016 (+0,8 point de % du PSC 2016 au PSC 2017) n'ait été que partiellement intégrée dans la révision de l'année 2017 (+0,2 point de %). Quant au moyen terme (2018-2021), le solde de l'administration publique s'améliore de manière continue par rapport à l'actualisation précédente du PSC. Selon le PSC 2017, « cette amélioration s'explique par l'amélioration du point de départ et des conditions macroéconomiques, surtout au niveau de l'emploi. » Le CNFP rappelle que le PSC 2014 et le PSC 2015 ne tenaient pas encore compte des répercussions du projet de réforme fiscale et de l'abolition concomitante de l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire (« IEBT »). Ceci explique la dégradation du solde budgétaire à partir de l'année 2017 par rapport aux estimations avancées encore aux printemps 2014 et 2015.

Comparaison des estimations successives des soldes nominaux des administrations publiques (en % du PIB)

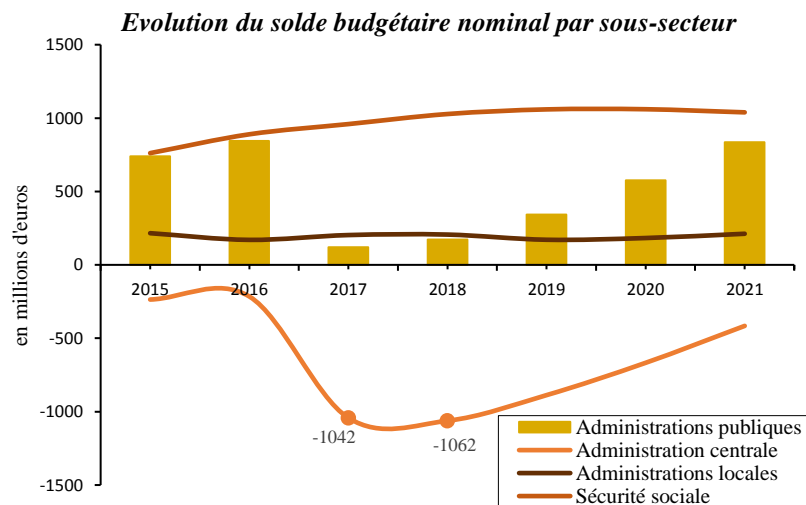


Sources : PSC 2017 ; LPFP 2016-2020 ; PSC 2016 ; PSC 2015 ; PSC 2014 ; STATEC.

³³ Le compte général de l'année 2017 sera publié le 30 juin 2018.

3.4.4. Le solde nominal des sous-secteurs des administrations publiques

Le solde nominal positif pour l'ensemble des administrations publiques continue à masquer une situation différenciée au niveau des trois sous-secteurs (administration centrale, administrations locales, Sécurité sociale).



Solde nominal (en % du PIB)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Administrations publiques	1,4	1,6	0,2	0,3	0,5	0,9	1,2
Administration centrale	-0,5	-0,4	-1,8	-1,7	-1,4	-1,0	-0,6
Administrations locales	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Sécurité sociale	1,5	1,6	1,7	1,7	1,6	1,6	1,5

Sources: STATEC ; PSC 2017.

Administration centrale

L'équilibre budgétaire au niveau de l'administration centrale continue à ne pas être atteint et le solde afférent se dégrade d'ailleurs sensiblement à partir de 2017. En effet, le déficit de l'administration centrale risque d'atteindre des niveaux absolus élevés (supérieurs à 1 milliard d'euros en 2017 et 2018). Après une situation proche de l'équilibre, le CNFP estime que le déficit de l'administration centrale se creusera à partir de 2017 en raison notamment des répercussions des mesures fiscales (coût estimé à 373 millions d'euros en 2017 et à 502 millions d'euros en 2018 si les prévisions gouvernementales se matérialisent) et de la hausse plus vigoureuse des dépenses. En effet, la hausse des dépenses d'investissements est estimée à 290 millions d'euros en 2017 et à 175 millions d'euros en 2018 tandis que la hausse des dépenses de rémunération des salariés est estimée à 241 millions d'euros en 2017 et à 188 millions d'euros en 2018.

Le CNFP constate que les estimations des mesures fiscales continuent à être présentées selon une approche en base « caisse » et que l'impact des mesures fiscales pourrait s'avérer plus important dans l'optique SEC des « droits constatés »³⁴. Le CNFP rappelle aussi que les allègements fiscaux ont été introduits au cours d'une période durant laquelle les recettes continuent à subir les effets de tendances sous-jacentes dont notamment la réduction graduelle des recettes provenant de la TVA sur le commerce électronique (déchet supplémentaire estimé à 292

³⁴ Avis de la BCL sur le projet de Budget 2017 : http://www.bcl.lu/fr/cadre_juridique/documents_nationaux/avis_bcl/budget/Avis-2017.pdf

millions d'euros en 2017 et à 20 millions d'euros en 2018³⁵) ainsi que l'abolition de l'IÉBT (déchet net estimé à 85 millions d'euros en 2017 et à 10 millions d'euros en 2018).

A moyen terme, le solde nominal de l'administration centrale est censé se redresser graduellement en direction d'un solde de -0,6% du PIB en 2021. Cette amélioration s'explique surtout par l'hypothèse que l'impact financier négatif des allègements fiscaux serait graduellement absorbé par une croissance économique soutenue en 2017 et 2018 ainsi que par l'hypothèse que les recettes renoueraient avec la croissance du passé. En effet, le PSC 2017 prévoit un rétablissement graduel de la trajectoire des recettes de l'administration centrale avec un taux de croissance moyen de 4,9% sur la période 2019-2021. En même temps, cela présuppose que les dépenses d'investissements plafonneraient dès 2019 (contre 14,6% en 2017 et 7,7% en 2018 ; cf. tableau). Le CNFP note cependant que d'après l'annexe accompagnant le PSC 2017, de nouveaux projets viendront probablement s'ajouter en cours de période et que le taux de croissance annuel moyen de +1,8% serait donc sous-estimé.

Investissements de l'administration centrale	2016	2017	2018	2019	2020	2021
en millions d'euros	1986	2276	2451	2582	2558	2587
taux de variation en termes nominaux (en %)	+4,6	+14,6	+7,7	+5,3	-0,9	+1,1
en termes de % du PIB	3,7	3,9	4,0	4,0	3,8	3,7

Source: PSC 2017.

Administrations locales

Les administrations locales semblent maintenir leur position financière en agrégé au-dessus de l'équilibre budgétaire. Par rapport à l'actualisation précédente du PSC, la trajectoire connaît une révision moyenne à la hausse de quelque 50 millions d'euros par année. **Le CNFP note que le Gouvernement prévoit d'améliorer en principe à partir de l'année prochaine les prévisions sur la situation financière du secteur communal par la prise en compte des plans pluriannuels de financement.** En effet, les prévisions pluriannuelles ont été jusqu'à présent établies sur base d'une projection globale des données ventilées par codes SEC.

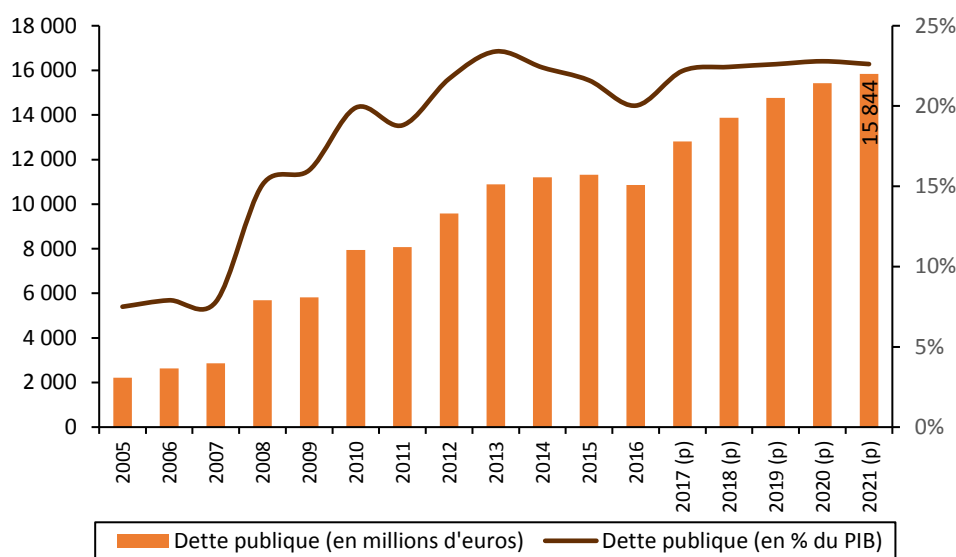
Sécurité sociale

L'excédent de la sécurité sociale connaîtrait une légère augmentation en 2017 et se stabiliserait par la suite à un surplus proche de 1 milliard d'euros par an à moyen terme. La situation excédentaire actuelle s'explique par deux phénomènes (les cotisations dépassent les prestations de manière significative ainsi que l'augmentation des « revenus de la propriété », soit pour l'essentiel les rendements générés par le Fonds de compensation) dont la soutenabilité à long terme est loin d'être assurée (cf. partie 1). Il faut noter que d'après la loi modifiée du 6 mai 2004, les excédents de la Sécurité sociale sont affectés à une réserve appelée « Fonds de compensation » afin d'assurer le financement des prestations sociales (notamment les pensions) à l'avenir. Les excédents ne peuvent donc pas être utilisés pour compenser le déficit budgétaire de l'administration centrale.

³⁵ Selon les chiffres communiqués par le Ministère des finances, en base « caisse ».

4. LA DETTE PUBLIQUE

Dettes publiques consolidées des administrations publiques



Sources : STATEC ; PSC 2017.

4.1. Evolution de la dette publique

En **2016**, la dette brute des administrations publiques dans leur ensemble s'est élevée à 10 853 millions d'euros, soit **20,0% du PIB**. En comparaison à l'année 2015, il s'agit d'une baisse de 461 millions et le *ratio* d'endettement a dès lors diminué de 1,6 point de % du PIB. Ce dernier est d'ailleurs inférieur aux estimations avancées dans le budget 2016 (23,9% du PIB) et dans le budget 2017 (23,2% du PIB). Il faut toutefois noter que l'emprunt de 1,5 milliard EUR qui avait été autorisé dans ces budgets n'a pas été émis en 2016.

Pour **2017**, le PSC 2017 table sur une augmentation conséquente de la dette publique, à 12 811 millions d'euros, correspondant à **22,2% du PIB**. Après avoir connu une stagnation en termes absolus et une baisse en termes de ratio par rapport au PIB sur les années 2014 à 2016, la dette publique est ainsi supposée repasser à la hausse dès l'année 2017. Cette hausse s'explique notamment par l'augmentation significative des déficits de l'administration centrale qui devront être financés par l'émission de nouveaux emprunts. Un emprunt de 2 milliards a été placé en début de cette année³⁶. Il faut toutefois noter que la nouvelle prévision pour la dette publique est moins élevée que le niveau indiqué au budget 2017 (13 474 millions d'euros).

En termes absolus, la dette brute est estimée poursuivre une trajectoire ascendante à **moyen terme**. En effet, l'accroissement net absolu de la dette se chiffre à quelque 3 milliards d'euros sur la période **2018-2021** ce qui représente une croissance de 24%. Au total, la dette publique est supposée s'élever à 15 844 millions d'euros en 2021. La faible augmentation du ratio d'endettement - de 22,4% en 2018 à 22,6% en 2021 - s'explique par le fait que le PIB nominal est supposé progresser de 21% sur la même période.

³⁶ http://www.mf.public.lu/actualites/2017/01/emprunt_2mrd_260117/index.html.

Sur la base des prévisions du PSC 2017, les administrations publiques respecteraient le plafond de 30% du PIB pour la dette sur toute la période sous revue et ceci malgré un accroissement net notable de la dette publique de 5 milliards d'euros sur la période 2017 à 2021. D'ailleurs, il convient de noter que cet accroissement net de la dette publique intervient sur un fond conjoncturel qui demeure positif, avec une croissance réelle du PIB de l'ordre de +3,7% en moyenne par an.

4.2. Les besoins de financement bruts sur la période 2018-2021

Les besoins de financement bruts qui en découlent sur la période 2018-2021 se chiffreront, selon le PSC 2017 à **5 932 millions d'euros**. Il faut toutefois noter qu'ils couvrent uniquement le déficit de l'administration centrale et le refinancement des dettes venant à échéance³⁷. Dès lors, les garanties accordées par l'Etat dans le cadre des contrats PPP (loi de garantie) et celles accordées dans le cadre des dettes émises par le FESF (Fonds européen de stabilité financière) sont omises dans les prévisions des besoins de financement réalisées dans le cadre du PSC2017.

Le CNFP tient également à rappeler que les prévisions du PSC 2017 ne tiennent pas compte d'un éventuel renforcement de la base capitalistique de la Banque centrale du Luxembourg qui nécessiterait potentiellement la mobilisation de fonds supplémentaires par la voie de la dette. Dans la réponse à la question parlementaire n° 2822 du 31 mars 2017, le Ministre des Finances estime cependant qu'à « l'égard de la solidité financière du Grand-Duché de Luxembourg, qui trouve son expression dans la notation AAA, il n'y a pas de nécessité de finaliser les analyses et discussions correspondantes à brève échéance ».

Grâce à la notation AAA du Luxembourg et en raison des taux d'intérêts historiquement faibles sur l'horizon de projection, l'accroissement net de la dette publique ne s'accompagnerait pas encore d'une augmentation significative de la charge d'intérêt. Selon le PSC 2017, la charge d'intérêt (au niveau de l'administration centrale) se stabiliserait autour de 0,3% du PIB ou environ 200 millions d'euros par an.

La trajectoire esquissée dans le PSC 2017 semble d'ailleurs se baser sur l'hypothèse d'un niveau inchangé pour ce qui est des participations étatiques (estimées à environ 10% du PIB, hors fonds de compensation). Si, au cours de la période sous revue, l'Etat décidait d'acquérir ou de céder des parts, le recours à l'endettement se verrait modifié.

³⁷ PSC 2017 ; page 18 « 700 millions d'euros en 2018, 200 millions d'euros en 2019 et 2 000 millions d'euros en 2020. »

LISTE DES ACRONYMES

BCL	<i>Banque centrale du Luxembourg</i>
CNFP	<i>Conseil national des finances publiques</i>
CE	<i>Commission européenne</i>
EDP	<i>Procédure de déficit excessif (« excessive deficit procedure ») au titre du volet correctif du Pacte de stabilité et de croissance</i>
EUR	<i>Euro</i>
HP	<i>Filtre Hodrick-Prescott, méthode de lissage statistique</i>
IEBT	<i>Impôt d'équilibrage budgétaire temporaire</i>
IGSS	<i>Inspection générale de la sécurité sociale</i>
LPFP	<i>Loi de programmation financière pluriannuelle</i>
NDC	<i>Note de Conjoncture</i>
OMT	<i>Objectif budgétaire à moyen terme</i>
PIB	<i>Produit intérieur brut</i>
PSC	<i>Programme de stabilité et de croissance</i>
SEC	<i>Système européen des comptes nationaux et régionaux</i>
STATEC	<i>Institut national de la statistique et des études économiques du Grand-Duché du Luxembourg</i>
TSCG	<i>Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance</i>
TVA	<i>Taxe sur la valeur ajoutée</i>
UE	<i>Union européenne</i>
USD	<i>Dollar américain</i>