



## Note d'information

### L'objectif pour 2014 : l'équilibre budgétaire

#### **Résumé**

#### 1. L'objectif pour 2014 : l'équilibre budgétaire

Le Gouvernement s'est fixé comme objectif budgétaire d'atteindre **l'équilibre budgétaire** au niveau de l'administration publique en 2014.

#### 2. Les paramètres pour définir l'objectif budgétaire

L'objectif de solde budgétaire dépend des spécificités économiques et budgétaires d'un pays. Le Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC) prévoit que les Etats membres de l'UE, lorsqu'ils déterminent leur objectif budgétaire à moyen terme, doivent prendre en compte les paramètres suivants :

- (a) Le niveau de **croissance économique** (croissance potentielle) ;
- (b) Le niveau de **dette publique** ;
- (c) La **volatilité des finances publiques** (la sensibilité des recettes et des dépenses aux aléas de la conjoncture) ;
- (d) Les **passifs implicites** liés au vieillissement démographique.

Au cours de la période 2005-2009, le Luxembourg avait un objectif budgétaire à moyen terme de -0,8% du PIB, reflétant sa croissance potentielle élevée, sa dette publique faible et la volatilité élevée de ses finances publiques.

Or, à partir de 2010 l'objectif budgétaire reflète aussi les passifs implicites liés au vieillissement démographique qui, dans le cas du Luxembourg, sont très importants. Par conséquent, l'objectif budgétaire à moyen terme est passé à +0,5% du PIB.

Par ailleurs, la diminution de la croissance économique potentielle et l'augmentation de la dette publique plaident en faveur d'un renforcement de l'objectif budgétaire du Luxembourg.

A noter que l'objectif d'un solde budgétaire équilibré au niveau de l'administration publique en 2014 est en-deçà de l'objectif budgétaire à moyen terme tel que défini dans le cadre du PSC et donc ne permet pas d'assurer la viabilité à long terme des finances publiques, compte tenu des importants passifs implicites et de la diminution de la croissance potentielle.

En effet, la prise en compte des quatre paramètres mentionnés ci-dessus implique qu'à moyen terme, le Luxembourg devra viser un solde budgétaire excédentaire.

3. Quel serait l'impact si on visait un objectif moins ambitieux :

- (a) Si l'objectif budgétaire de l'administration publique est -1% du PIB en termes nominaux, la dette publique convergera entre 2025 et 2030 vers 60% du PIB (24 milliards d'euros, en euros de 2010);
- (b) Si l'objectif budgétaire de l'administration publique est -2% du PIB en termes nominaux, la dette publique convergera entre 2025 et 2030 vers 80% du PIB (32 milliards d'euros, en euros de 2010);
- (c) Si l'objectif budgétaire de l'administration publique est -3% du PIB en termes nominaux, la dette publique convergera entre 2025 et 2030 vers 100% du PIB (40 milliards d'euros, en euros de 2010);

Ces estimations sont basées sur l'hypothèse que la sécurité sociale continuera à produire des excédants, tandis que l'administration centrale éprouvera des besoins de financement de l'ordre de 3% à 5% du PIB l'an.

4. Pourquoi une dette publique importante n'est pas souhaitable :

(a) Il en résulterait une **réduction des marges de manœuvre budgétaires** du Gouvernement, notamment en raison du paiement des intérêts. Sur une dette publique de 40% du PIB les intérêts se chiffrent à (+/-) 600 millions d'euros, à (+/-) 900 millions d'euros pour une dette publique de 60% du PIB et à (+/-) 1,5 milliards d'euros pour une dette publique de 100% du PIB.

(b) **Une lourde charge pour les générations futures** qui devront assumer le coût de la dette (intérêts), le remboursement du principal et une réduction de leurs retraites et qui par conséquent subiront une réduction de leur niveau de vie (les dettes d'aujourd'hui sont les impôts de demain).

(c) La **viabilité des finances publiques n'est pas assurée** et les conditions auxquelles le Luxembourg pourra se financer sur le marché international des capitaux deviendront moins favorables (la notation AAA ne pourra pas être préservée si on s'écarte durablement de l'objectif d'un budget équilibré et si la dette publique augmente). A l'extrême, ceci peut impliquer une perte de l'autonomie budgétaire au détriment « des marchés » (cf. Grèce).

(d) Un déficit et une dette publique élevés impliquent **qu'à terme les impôts augmenteront** et/ou que les autorités essayeront d'éroder la valeur réelle de la dette par une inflation élevée. Dans ce cas, l'économie nationale subit une perte d'attractivité et de compétitivité et la croissance diminue.

## I. Quelques notions indispensables pour définir une politique budgétaire

Le solde budgétaire est la différence entre toutes les recettes et toutes les dépenses de l'Etat (de toutes les entités appartenant à l'administration publique : Etat central, administrations locales et sécurité sociale).

Si les recettes sont supérieures aux dépenses, le solde budgétaire est positif ou excédentaire et l'Etat peut accumuler des réserves ou rembourser sa dette existante. On dit encore que l'Etat dégage une capacité de financement.

Si les dépenses sont supérieures aux recettes, le solde budgétaire est négatif ou déficitaire et l'Etat doit couvrir ce déficit soit en réduisant ses réserves ou en ayant recours à l'emprunt. On dit encore que l'Etat éprouve un besoin de financement.

Le niveau « approprié » du solde budgétaire dépend des circonstances spécifiques du pays en question.

Cette approche a été entérinée par la réforme de 2005 du Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC). En effet, le PSC prévoit que les Etats membres doivent se conformer à l'objectif à moyen terme (MTO) d'une position budgétaire « proche de l'équilibre ou excédentaire ». Le MTO n'est rien d'autre que l'objectif de solde budgétaire en période « normale ». Or, le PSC reconnaît que compte tenu de l'hétérogénéité économique et budgétaire accrue au sein de l'UE, l'objectif budgétaire doit être différencié selon les Etats membres de manière à tenir compte de la diversité des positions et développements économiques et budgétaires ainsi que des degrés divers du risque budgétaire par rapport à la viabilité des finances publiques, compte tenu également des changements démographiques prévisibles.

Dans le cadre du programme de stabilité et de croissance 2009-2014 le Gouvernement s'est fixé l'objectif de rétablir l'équilibre budgétaire au niveau de l'administration publique en 2014 (au plus tard). Cet objectif est certes plus ambitieux que le déficit maximal admissible dans le cadre du PSC (3% du PIB). Mais il est moins ambitieux que l'objectif budgétaire à moyen terme (MTO).

En effet, la valeur de référence de 3% du PIB définie par le Protocole No. 12 du Traité de Lisbonne sur la procédure concernant les déficits excessifs n'est pas un objectif, mais un seuil à ne pas dépasser (et la même chose s'applique à la valeur de référence de 60% du PIB pour la dette publique).

Dès lors, les Etats membres de l'UE fixent des objectifs de solde budgétaire pour que les trois buts suivants puissent être atteints :

- Prévoir une marge de sécurité budgétaire pour éviter que pendant la phase descendante du cycle économique (c'est-à-dire faible croissance économique ou récession) les finances publiques se détériorent « trop » (en fait, le PSC prescrit que cette marge de sécurité doit être telle que le pays en question maintient une « distance » suffisante par rapport à la valeur de référence de 3% du PIB en période de ralentissement économique) ;
- Assurer la viabilité à long terme des finances publiques ;
- Autoriser une marge de manœuvre budgétaire, en tenant compte notamment des besoins d'investissement public.

Concrètement, la poursuite de ces trois objectifs implique que la position budgétaire à moyen terme peut s'écarter de l'équilibre en fonction des quatre paramètres suivants :

- Le niveau de croissance économique (croissance potentielle) ;
- Le niveau de dette publique ;
- Les passifs implicites liés au vieillissement démographique ;
- La volatilité des finances publiques (la sensibilité des recettes et des dépenses aux aléas de la conjoncture).

Sur base de ces paramètres, le Luxembourg s'est fixé un objectif budgétaire à moyen terme (MTO) de -0,8% du PIB au cours de la période 2005-2009. A titre de comparaison, l'Allemagne et la France avaient au cours de cette période un objectif budgétaire d'un solde équilibré et la Belgique avait un objectif budgétaire de +0,5% du PIB (en raison du niveau élevé de sa dette publique). D'autres pays comme le Danemark et la Finlande se sont fixés des objectifs budgétaires nettement plus ambitieux (de l'ordre de 1,5% à 2% du PIB), en raison notamment des passifs implicites très importants.

En 2009, le Conseil des ministres des finances (Ecofin) a adopté une nouvelle méthodologie pour mieux refléter les passifs implicites et le concept de la viabilité à long terme des finances publiques au niveau de l'objectif budgétaire fixés par les Etats membres.

En raison des passifs implicites très importants, le Luxembourg doit désormais atteindre un solde budgétaire de +0,5% du PIB afin de préfinancer les engagements financiers que l'Etat a contracté envers les futurs retraités. A noter que cet objectif budgétaire ne prend pas encore en compte la diminution de la croissance potentielle.

## **II. Le cas du Luxembourg**

### *(1) Un point de départ difficile...*

L'économie luxembourgeoise a été touchée lourdement par la crise économique et financière : en 2008 la croissance économique a stagné et en 2009 le PIB réel a chuté de 3,4%.

Le Gouvernement a pris une série de mesures exceptionnelles afin de stabiliser le secteur financier (recapitalisation et garanties d'Etat) et l'économie réelle (pouvoir d'achat des ménages, emplois, activité des entreprises). Selon les estimations de la Commission européenne, le « stimulus budgétaire » se chiffre à 1,2% du PIB en 2009 et 1,4% du PIB en 2010.

L'effet conjoint de la récession et de la mise en œuvre d'une politique budgétaire contre-cyclique fut donc une forte dégradation de la situation des finances publiques :

- Le solde de financement de l'administration publique est passé de +2,9% du PIB en 2008 à près de -3,5% à -4% du PIB en 2010, soit une détérioration de plus de 6 à 7 pourcent.
- Au cours de la même période, la dette publique a augmenté de 13,7 à 19,3% du PIB.

A politique inchangée, le déficit moyen de l'administration publique au cours de la période 2010-2014 serait égal à 4,2% du PIB et le déficit cumulé se chiffre à 9 milliards d'euros.

Comme suite à l'accumulation de déficits publics, la dette publique passerait de 19,3% du PIB en 2010 à 37,4% du PIB en 2014 (12,9 milliards d'euros).

*(2) ...mais relativement favorable en comparaison internationale*

Ceci dit, et dans le cadre des réflexions sur les efforts de consolidation budgétaire, il importe de relever que le Luxembourg a une croissance économique se situant au-dessus de la moyenne des autres Etats membres de l'UE. Un pays caractérisé par une croissance économique élevée génère plus de recettes qu'un pays à croissance économique plus faible, et partant il peut fournir plus de services publics à ses citoyens et le cas échéant, il est en mesure de financer la charge de la dette qui résulte de l'accumulation de déficits publics à condition que ces déficits soient de nature conjoncturelle et non pas structurelle.

Par ailleurs, le Luxembourg a une dette publique faible en comparaison internationale. Avec un niveau de dette publique de 14,5% du PIB en 2009, la dette est nettement en-deçà de la limite de 60% du PIB fixée par le PSC. Le stock existant de dette publique n'est donc pas tellement élevé que la charge imposée aux générations futures serait démesurée.

Ces deux facteurs impliquent que le Luxembourg peut avoir un objectif de solde budgétaire relativement moins contraignant. En fait, sur cette base, on pourrait justifier que le Luxembourg se fixe un objectif budgétaire de -1% du PIB, par exemple. Tel ne peut cependant pas être l'objectif de la politique budgétaire luxembourgeoise.

*(3) L'objectif à atteindre : l'équilibre budgétaire*

Il convient de relever que suite à la crise économique et financière, la croissance économique potentielle du Luxembourg est susceptible de diminuer et le stock de dette publique est en train d'augmenter, ce qui implique logiquement qu'une révision à la hausse de l'objectif budgétaire s'impose. Par ailleurs, les deux autres paramètres, à savoir les passifs implicites et la volatilité des finances publiques, plaident en faveur d'un objectif de solde budgétaire plus contraignant.

En effet, les passifs implicites du Luxembourg sont très élevés. Selon des projections de la Commission européenne et de l'IGSS, l'impact du vieillissement démographique sur les dépenses publiques (essentiellement retraites et soins de santé) se chiffre à plus de 10% du PIB l'an. Au sein de l'UE, seuls la Grèce, Chypre et la Slovaquie connaîtront des progressions comparables. A terme, ces passifs implicites seront transformés en dette publique « explicite » et les projections à long terme montrent toutes qu'à l'horizon 2050, la dette publique du Luxembourg dépassera très largement 100% du PIB si le régime de pension actuel est maintenu en l'état. A noter qu'une diminution de la croissance économique potentielle telle qu'on l'observe à l'heure actuelle va précipiter la détérioration de la situation financière de notre système de sécurité sociale.

Les finances publiques du Luxembourg sont aussi très volatiles. Cette volatilité est liée à l'exigüité de l'économie luxembourgeoise, mais aussi à sa structure (avec une part importante des recettes fiscales qui proviennent du secteur financier et une autre part importante des recettes fiscales qui sont payées par des non-résidents). La volatilité joue dans les deux sens : en période de conjoncture favorable, les redressements des finances publiques sont souvent spectaculaires mais en période de conjoncture défavorable, la détérioration de la situation des finances publiques est rapide et profonde.

Pour une petite économie très ouverte vers l'extérieur, il est donc important de maintenir une marge de sécurité budgétaire, voire de viser un excédent budgétaire en période de conjoncture favorable, afin de créer un tampon pour amortir le choc des retournements conjoncturels qui ont lieu inévitablement et à des intervalles irréguliers.

En l'absence d'une réforme structurelle ayant un impact significatif sur les passifs implicites (notamment une réforme structurelle du système des retraites), la consolidation budgétaire devra donc se poursuivre au-delà de 2014.

Par ailleurs, même si l'équilibre budgétaire est rétabli en 2014, la dette publique est susceptible d'augmenter de 14,9% du PIB en 2009 (5,6 milliards d'euros) à 27,2% du PIB en 2014 (12,9 milliards d'euros).

A noter que le rétablissement de l'équilibre budgétaire au niveau de l'administration publique implique que l'administration centrale continuera à éprouver un déficit budgétaire de l'ordre de 2,1-2,5% du PIB (1-1,2 milliards d'euros). En l'absence de réserves (liquides) de l'Etat, ce besoin de financement de l'administration centrale devra être couvert en ayant recours à l'emprunt.

En faisant l'hypothèse d'une croissance économique nominale de 5% l'an, on peut calculer le niveau vers lequel la dette publique luxembourgeoise convergera si la situation budgétaire de l'administration publique sera en équilibre en 2014 et au-delà et si l'administration centrale continuera à éprouver des déficits de l'ordre de 2% du PIB l'an. Dans ce cas de figure, la dette publique de l'Etat va converger vers 40% du PIB avant 2020 et ensuite se stabiliser à ce niveau.

#### *(4) Les conséquences d'un objectif moins ambitieux*

Si le Luxembourg se donne un objectif budgétaire moins ambitieux, la dette correspondante sera plus élevée :

- Si l'objectif budgétaire de l'administration publique est -1% du PIB en termes nominaux, la dette publique convergera entre 2025 et 2030 vers 60% du PIB (24 milliards d'euros, en euros de 2010);
- Si l'objectif budgétaire de l'administration publique est -2% du PIB en termes nominaux, la dette publique convergera entre 2025 et 2030 vers 80% du PIB (32 milliards d'euros, en euros de 2010);
- Si l'objectif budgétaire de l'administration publique est -3% du PIB en termes nominaux, la dette publique convergera entre 2025 et 2030 vers 100% du PIB (40 milliards d'euros, en euros de 2010);

Il convient de relever que ceci est la dette explicite à laquelle il faudra ajouter la dette « implicite » qui deviendra explicite comme suite au processus de vieillissement démographique.

Or, une forte augmentation de la dette publique n'est pas souhaitable à plusieurs égards :

- Elle réduit les marges de manœuvre budgétaires du Gouvernement. En effet, en 2010 la charge d'intérêts à payer sur la dette publique se chiffre à 251 millions d'euros. En euros de 2010, la charge d'intérêts sur une dette publique de 40% du PIB se chiffre à (+/-) 600 millions d'euros, à (+/-) 900 millions d'euros pour une dette publique de 60% du PIB et à (+/-) 1,5 milliards d'euros pour une dette publique de 100% du PIB ;
- Elle impose une lourde charge aux générations futures qui devront assumer le coût du service de la dette (intérêts), le remboursement du principal et une

- réduction de leurs retraite et qui par conséquent subiront une réduction de leur niveau de vie ;
- La viabilité des finances publiques n'est pas assurée et les conditions auxquelles le Luxembourg pourra se financer sur le marché international des capitaux deviendront moins favorables.

En relation avec le dernier point – la viabilité à long terme des finances publiques – plusieurs remarques s'imposent.

En effet, le coût de la dette publique et l'accès au financement sur le marché international des capitaux sont liés étroitement à la crédibilité du « souverain » en question et à sa politique budgétaire.

Le Luxembourg a un « *track record* » impeccable en matière de finances publiques : les surplus budgétaires sont la règle plutôt que l'exception, ils sont mis en réserve au lieu de les dépenser, la dette publique est peu élevée et la politique budgétaire est perçue comme étant crédible. Sur base de ce « *track record* », les agences de notation ont conféré au Luxembourg une notation AAA, outlook stable.

La notation conférée à un Etat souverain est un paramètre très important dans la prise de décision par les investisseurs internationaux et elle a un impact significatif sur le coût auquel un Etat peut se financer sur le marché des capitaux ainsi que sur la facilité avec laquelle un Etat peut accéder ce marché (ou autrement dit, la volonté des investisseurs de mettre du financement à disposition de l'Etat en question).

Or, cette notation n'est pas immuable et elle est en fait « *backward looking* » : le Luxembourg bénéficie aujourd'hui d'une notation AAA puisque la politique budgétaire mise en œuvre au cours des dernières années fut responsable, prudente et crédible. Si les agences de notation devraient maintenant percevoir les objectifs de la politique budgétaire comme n'étant pas crédibles et entachés d'une grande incertitude, le Luxembourg ne pourra guère préserver sa notation AAA et risque un « *downgrade* ».

En effet, pour garantir la crédibilité de sa politique budgétaire, pour assurer la viabilité à long terme des finances publiques et pour préserver la confiance des investisseurs, le Luxembourg devra relever simultanément les défis de la consolidation budgétaire et de la réforme du système des retraites. En l'absence d'une action déterminée dans ces deux domaines, la dette publique du Luxembourg augmentera, ce qui implique que la perception des risques des investisseurs augmentera. Ceci aura un impact négatif sur le coût de la dette publique et dans la mesure que les investisseurs potentiels perçoivent que la situation des finances publiques n'est pas soutenable à long terme, ils pourront se désister, provoquant ainsi une crise de financement comme celle éprouvée actuellement par la Grèce, le Portugal et l'Espagne.

Outre ces considérations ayant trait à la viabilité à long terme des finances publiques, on peut évidemment se demander s'il est raisonnable de vouloir rétablir l'équilibre budgétaire dès 2014, d'autant plus que la reprise économique reste fragile et qu'un retrait prématuré du « stimulus » budgétaire pourrait la fragiliser davantage ?

Dans ce contexte, il convient tout d'abord de rappeler que les déficits d'aujourd'hui sont les impôts de demain. Dans la mesure où les ménages et entreprises comprennent ceci (équivalence ricardienne, attentes rationnelles), des limites sont imposées à l'efficacité de la politique budgétaire contre-cyclique.

Par ailleurs, dans une petite économie très ouverte – comme c'est le cas du Luxembourg – l'efficacité d'une politique budgétaire contre-cyclique (et en général

d'une stimulation de la demande) est limitée dans la mesure où il y a des « *leakage effects* », c'est-à-dire la demande supplémentaire est « exportée ».

Finalement, le Luxembourg doit préserver une certaine marge de sécurité budgétaire afin d'éviter que dans le cas d'un retournement conjoncturel, le solde de financement de l'administration publique se détériore trop. En effet, suite à la récente crise économique et financière, le solde de financement s'est détérioré de 6,5 points de pourcent en deux ans. Si, avant la crise, le Luxembourg n'avait pas mis en œuvre une politique budgétaire prudente et responsable et si, au lieu de viser un surplus budgétaire, le Luxembourg avait visé un déficit budgétaire, le problème auquel on serait désormais confronté serait d'autant plus grave (déficit de l'ordre de 7-8% du PIB). Il est d'autant plus important de préserver cette marge de sécurité budgétaire à l'avenir, dans la mesure que certaines recettes de l'Etat sont très volatiles (notamment les recettes liées à la place financière) et qu'il existe d'importantes contraintes « externes » qui ont potentiellement un impact négatif sur l'évolution future des recettes (diminution de la croissance potentielle, discussions sur la secret bancaire, TVA sur le commerce électronique, accises sur les produits pétroliers).