

Coronavirus : quel impact économique au Luxembourg ?

Document de Travail n° 15
Mai 2020

BOUCHET Muriel

Table des matières

I.	Introduction	2
II.	Incidence sur l'activité économique ? Quelques exercices (inter)nationaux de quantification.....	4
III.	Quel impact sur l'activité au Luxembourg ?	7
	<i>La simulation « porteuse » ou de base.....</i>	<i>8</i>
	<i>Scénarios « alternatifs » : ajout d'un (dé)confinement graduel</i>	<i>12</i>
IV.	Quel coût budgétaire ?	14
V.	Conclusion.....	24

I. Introduction

La crise « Corona » est un choc sanitaire avant tout, mais aussi un événement socio-économique doublement important. Il se caractérise à la fois par son caractère général - puisqu'il affecte l'ensemble des foyers et entreprises de notre planète bleue - et par son intensité, avec à la clef un considérable ressac de l'activité économique attendu pour 2020.

Le Grand-Duché n'est certes pas épargné, même si les aspects sanitaires de la crise y ont été traités de manière ordonnée. Même en ce mois de mai synonyme de « déconfinement », le retour en usine ou au bureau demeure progressif et partiel, sans parler d'un « Patt » à la luxembourgeoise ou d'un bon gueuleton dans notre restaurant favori.

Procéder à une évaluation de l'impact de ce choc sur le plan luxembourgeois est une véritable gageure. C'est pourtant à cet exercice que se livre le présent document, en menant à bien divers exercices de simulation visant notamment à mieux cerner les retombées économiques et budgétaires du (dé)confinement. Ils fournissent d'utiles points de repère, pouvant cependant être balayés d'un jour à l'autre par des événements sociaux, économiques mais aussi et surtout épidémiologiques¹.

Ces simulations visent avant tout à aider le lecteur à mieux appréhender l'incidence de la crise du Coronavirus sur l'activité économique et les finances publiques grand-ducales. L'orientation du document de travail est purement quantitative et ce dernier est « confiné » aux seules années 2020 et 2021. Il ne s'agit donc pas d'inférer les conséquences de moyen terme de la crise sur l'ensemble des dimensions socio-économiques - autant d'exercices certes indispensables, sur lesquels IDEA ne manquera d'ailleurs pas de se prononcer au cours des mois (voire des années...) à venir.

Synthèse des résultats des simulations

Trois simulations ont été effectuées afin de mieux baliser le « champ des possibles » au Luxembourg. Dans un environnement très volatil et empreint d'un degré inhabituellement élevé d'incertitudes, il s'agit d'exercices avant tout illustratifs, élaborés à un moment donné du temps et sur la base des informations qui étaient alors disponibles. Ils ne peuvent de ce fait en encore manière être assimilés à des prévisions au sens propre du terme.

Un premier scénario, dit « *de base* » mais qui constitue davantage la « première pierre », le socle de départ de nos deux autres simulations qu'un scénario pleinement abouti, repose « de manière stylisée » sur l'hypothèse d'un confinement strict jusqu'à la fin avril 2020. Il serait suivi par une reprise immédiate de l'activité économique, même s'il est supposé - comme dans le cadre des deux autres scénarios - que le tiers du décrochage de l'activité au premier et au deuxième trimestre de 2020 est « définitivement » perdu à cause d'un décrochage durable de la consommation, des investissements ou de l'emploi. Ce scénario « de base » est très proche de celui qui a été publié par IDEA le 14 avril 2020². Il laisse augurer une diminution du PIB en

¹ La « cut-off date » du présent document de travail est d'ailleurs le 18 mai 2020 (et même le 30 avril 2020 en ce qui concerne les mesures gouvernementales, afin d'être en phase avec le Programme de Stabilité et de Croissance du Luxembourg).

² Voir le décryptage n° 8 d'IDEA, <https://www.fondation-idea.lu/wp-content/uploads/sites/2/2020/04/Decryptage-N°8.pdf>.

volume de 4% en 2020, cependant suivi par un rebond en 2021 - année qui serait caractérisée par une croissance de 4,6%. Ce dernier chiffre ne doit cependant pas impressionner outre mesure, car sur l'ensemble des deux années 2020 et 2021, le PIB n'enregistrerait qu'une très légère progression alors qu'il aurait par hypothèse augmenté de 5,6% en l'absence de virus (deux fois +2,8%). Il en résulterait dès lors à la fin de 2021 un PIB de 5% inférieur au niveau qu'il aurait atteint en l'absence de crise. Cet écart pourrait se creuser encore davantage par la suite, car il n'est pas exclu que la crise affecte négativement le potentiel de croissance à moyen terme de l'économie luxembourgeoise.

Dans ce contexte peu porteur et en raison des mesures d'urgence adoptées par le Gouvernement, les Administrations publiques afficheraient sous ce scénario un déficit de 5 et 2% du PIB en 2020 et en 2021, respectivement.

Les deux autres scénarios semblent mieux dépendre la situation actuelle, car ils incorporent le scénario d'une période de « déconfinement », c'est-à-dire un laps de temps durant lequel le niveau d'activité ne reviendrait par hypothèse à son niveau « normal » que de manière graduelle et même linéaire, en raison des mesures sanitaires. Le premier scénario (« Alternative 1 ») revient à supposer que cette période de transition courrait de la fin avril à la fin juin. Le second (« Alternative 2 ») repose sur des hypothèses largement similaires, avec cependant cette fois une transition ne parvenant à son terme qu'à la fin août 2020.

Sous le scénario « Alternative 1 » (« déconfinement » de fin avril à fin juin), le PIB réel se réduirait de 8,3% en 2020 et augmenterait de 5,8% en 2021, avec bien entendu des finances publiques s'enfonçant davantage dans le rouge. La simulation « Alternative 2 » (« déconfinement » de fin avril à fin août), donnerait quant à elle lieu à une décrue du PIB en volume de quelque 12% en 2020, suivie d'un rebond de 6,4% l'année suivante. Le déficit public atteindrait quelque 11% du PIB en 2020 et il dépasserait toujours 5% du PIB en 2021.

La dette publique excéderait légèrement la norme gouvernementale des 30% en 2021 sous le scénario « Alternative 1 », ce seuil étant franchi de façon plus manifeste et dès 2020 sous l'alternative 2.

Tableau : Synthèse des simulations (en % pour la croissance et en % du PIB pour les soldes budgétaires et l'endettement)

	Croissance du PIB réel		Solde Admin. publiques		Ratio d'endettement	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Scénario de base	-4,0	4,6	-5,1	-2,0	24,7	25,6
Alternative 1	-8,3	5,8	-8,1	-3,6	28,6	30,6
Alternative 2	-12,1	6,4	-10,9	-5,1	31,9	34,5

Les hypothèses et les résultats en découlant sont examinés dans les lignes qui suivent, après un détour par la situation internationale.

II. Incidence sur l'activité économique ? Quelques exercices (inter)nationaux de quantification

Un préalable à l'examen de la situation au Luxembourg est le survol des prévisions macroéconomiques des principales institutions internationales. Il ne s'agit certainement pas d'un examen systématique, mais plus prosaïquement d'un rapide passage en revue permettant déjà de fixer quelques ordres de grandeur. Toutes ces projections sont fatalement préliminaires et sont souvent effectuées avec des outils relativement hétérodoxes, les méthodologies usuelles étant souvent inopérantes (du moins à court terme) dans l'univers « après COVID-19 ».

Le tableau suivant offre une vue synoptique des exercices de prévision du FMI³ et de la Commission européenne⁴ pour le monde, les principales économies non européennes, la zone euro (et le Royaume-Uni) et enfin le Luxembourg et ses voisins. Nous ne reproduisons que les faits saillants, même si dans le présent contexte les hypothèses sous-jacentes, que nous ne pouvons reproduire en détail ici, importent énormément. Nous incitons dès lors les lecteurs intéressés à se reporter directement aux documents concernés.

Tableau 1 : Croissance du PIB réel en 2020 et en 2021 selon le FMI et la Commission européenne (en %)

	FMI		Commission européenne	
Date	14/04/2020		06/05/2020	
	2020	2021	2020	2021
Monde	-3,0%	5,8%	-3,5%	5,2%
Etats-Unis	-5,9%	4,7%	-6,5%	4,9%
Chine	1,2%	9,2%	1,0%	7,8%
Japon	-5,2%	3,0%	-5,0%	2,7%
Royaume-Uni	-6,5%	4,0%	-8,3%	6,0%
Zone euro	-7,5%	4,7%	-7,7%	6,3%
Allemagne	-7,0%	5,2%	-6,5%	5,9%
Belgique	-6,9%	4,6%	-7,2%	6,7%
France	-7,2%	4,5%	-8,2%	7,4%
Luxembourg	-4,9%	4,8%	-5,4%	5,7%

Sources : FMI et Commission européenne.

Les éléments saillants de ces exercices de projection sont les suivants :

- Les deux institutions internationales prévoient un repli généralisé du PIB en volume dans tous les pays considérés, sauf la Chine où surviendrait cependant aussi un très important décrochage, de l'ordre de 6 points de pourcentage, par rapport à la croissance qui aurait

³ IMF, World Economic Outlook, 14 April 2020, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020>.

⁴ Commission européenne, *European Economic Forecast Spring 2020*, Institutional Paper 125, mai 2020, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip125_en.pdf.

pu être atteinte hors crise. La zone euro serait particulièrement frappée, avec une décroissance de l'ordre de 7,5% en 2020.

- Cette récession (quasi) généralisée serait cependant suivie par un net rebond en 2021, année durant laquelle l'activité pourrait reprendre normalement « 12 mois sur 12 ». Cependant, le FMI souligne une « *considerable uncertainty about the strength of the rebound* ». La Commission évoque pour sa part le risque de profondes divergences économiques, financières et sociales au sein de la zone euro, qui pourraient de manière ultime menacer « *the stability of the Economic and Monetary Union* ».
- Les deux institutions mettent par ailleurs en exergue l'importance de la confiance des agents économiques, décisive pour la consommation et les investissements. Ainsi, la Commission européenne souligne : « *Demand is set to remain subdued for longer as workers concerned about their employment prospects will tend to save a higher share of their income, and firms faced with uncertainty about future sales will delay or cancel investment. Even if most of the impact is expected to be temporary, the pandemic will likely leave some persistent scars* ».
- Au total, sur l'ensemble des deux années, le PIB réel devrait en dépit du rebond supposé en 2021 décliner aux Etats-Unis, au Japon, au Royaume-Uni et dans la Zone euro considérée globalement. Alors qu'en l'absence de crise, il aurait quelque peu augmenté dans ces différents ensembles géographiques.
- Le Luxembourg s'en sortirait marginalement mieux que les autres économies avancées reprises dans le tableau, avec une décroissance « limitée » à 4,9% en 2020 selon le FMI et à 5,4% selon la Commission européenne. Serait-ce là le résultat du poids plus élevé du secteur financier, moins affecté par la présente crise ?
- La Commission européenne est la seule institution internationale qui a à ce jour publié des prévisions sur le solde des Administrations publiques au Grand-Duché. Selon elle, le solde de ces dernières s'établirait à -4,8% du PIB en 2020, mais elles renoueraient avec un léger excédent dès l'année suivante (+0,1% du PIB).

D'autres simulations, non reprises dans le tableau, ont également été effectuées ces dernières semaines. Elles renferment également des résultats particulièrement intéressants en guise de constats, mais aussi de méthodologies.

Ainsi, la Deutsche Bank a publié dès le 30 mars 2020 une étude approfondie, se rapportant à l'ensemble de l'économie mondiale⁵. Pour l'Allemagne et dans son scénario de référence, la Deutsche Bank parvient à une séquence de croissance de -5,3% (2020) et de +5,4% (2021) - une stagnation sur cet horizon de deux années, donc. La banque soulignait cependant l'existence d'importants risques à la baisse : « *The spreading virus and uneven containment raise the risk of a more protracted pandemic, with the virus persisting well into the second half of 2020 before being managed or controlled. A protracted pandemic would bring non-linear costs: larger output losses, prolonged border closures, permanently disrupted supply chains, the political impact of high unemployment, etc.* ». Elle soulignait également les risques pour la cohésion européenne de divergences croissantes entre pays du nord et du sud. La Deutsche Bank a publié une actualisation de son scénario de base vers la mi-mai 2020⁶, qui se caractérise

⁵ Deutsche Bank, *Impact of covid-19 on the global economy: beyond the abyss*, Special Report, 30 mars 2020, https://assets.realclean.com/files/2020/03/1598_beyondabyss.pdf.

⁶ Deutsche Bank Research, *The house view - Covid-19: Health check on the global economy*, 12 mai 2020, <https://research.db.com/Research/Register>.

par des attentes (nettement) révisées à la baisse, avec pour l'Allemagne une décroissance de 9% en 2020 suivie d'un rebond limité à 4% en 2021 (respectivement -12% et +5% pour le PIB réel dans la zone euro et même -17% et +3% dans un scénario alternatif). La banque souligne notamment que « *Severe and asymmetric shock requires extraordinary response to ensure euro area sustainability* ».

Pour la France, Rexecode⁷ a utilisé une méthode originale d'estimation de la séquence de croissance, basée à la fois sur une perspective d'offre (analyse de l'offre de travail par branche d'activité) et sur le versant de la demande (investissements, importations, consommation avec notamment une simulation du taux d'épargne des ménages). Ce jeu d'hypothèses laisse présager un recul du PIB de 8,5% en 2020 suivi d'un rebond de 6,5% l'année suivante. La perte de PIB serait de 5% (par rapport à la tendance « hors crise ») à l'issue de 2021. L'étude comporte également un examen de l'incidence de la crise sur les finances publiques, consistant à imputer non seulement les stabilisateurs automatiques et le coût des mesures permanentes, mais également le « déchet budgétaire » prévisible associé aux mesures gouvernementales n'affectant en principe que les « cash flows » des entreprises (les reports d'impôt, notamment). Il en résulterait un déficit des Administrations publiques de 10,7% en 2020 et une dette publique de près de 118% du PIB.

Toujours dans le cas français, l'OFCE⁸ estime l'incidence de la crise sur le PIB à 120 milliards d'euros en 2020 (soit 5% de décrochage) sur la base d'une estimation des taux de perte d'activité par branches, sans même tenir compte d'une (possible) « spirale récessive ». Cet impact global serait cependant amorti par les pouvoirs publics à raison de 65 milliards d'euros. La situation économique serait *in fine* nettement meilleure, avec un décrochage du PIB se limitant à 2% au lieu de 5%, si l'importante « épargne forcée » accumulée par les ménages au cours du confinement (portant sur quelque 55 milliards d'euros) était totalement libérée dans le sillage immédiat de ce dernier. Ce qui souligne l'importance décisive, pour la sortie de crise, de la propension à épargner des ménages.

Pour la Belgique, La Banque Nationale de Belgique et le Bureau du Plan⁹ estimaient pour leur part le 8 avril qu'en raison d'un confinement de 7 semaines, le PIB belge diminuerait de 8% en 2020, avant de rebondir de quelque 8,6% en 2021. Les Administrations publiques accuseraient en 2020 un déficit de 7,5% du PIB, avec à la clef une dette publique consolidée de 115% du PIB à la fin de l'année. Le tout sans préjudice d'une dislocation durable et plus marquée des chaînes de valeur ou d'une détérioration plus marquée de l'environnement international.

Diverses sources récentes permettent d'affiner les projections de croissance pour le Luxembourg. Ainsi, selon le STATEC¹⁰, dans un scénario se traduisant par des effets collatéraux réduits grâce aux mesures gouvernementales et en raison de la durée relativement limitée du confinement, le PIB réel diminuerait de 6% en 2020, avant de rebondir de 7% en 2021. Ce scénario, qui a servi de base à l'élaboration de la 21^{ème} actualisation du Programme de Stabilité

⁷ Denis Ferrand et Emmanuel Jessua, *Un essai de perspectives macroéconomiques pour la France à l'épreuve du confinement*, Rexecode, Analyse et diagnostic, n° 84, 27 avril 2020.

⁸ OFCE, *Évaluation au 20 avril 2020 de l'impact économique de la pandémie de COVID-19 et des mesures de confinement en France - Comptes d'agents et de branches*, Policy brief 66, 20 avril 2020, <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2020/OFCEpbrief66.pdf>.

⁹ Voir https://www.plan.be/uploaded/documents/202004081300210_cp200408fr_cl.pdf.

¹⁰ Voir STATEC, *Crise Covid-19 : quel impact sur l'activité ?*, Conjoncture Flash avril 2019, <https://statistiques.public.lu/catalogue-publications/conjoncture-flash/2020/PDF-Flash-04-2020.pdf>

et de Croissance du Luxembourg¹¹, repose sur l'estimation par branche (à partir du recours au chômage partiel, notamment) de taux de perte d'activité¹². Dans un scénario plus extrême, supposant notamment une deuxième vague d'infection, le PIB réel diminuerait de quelque 12% en 2020. Ces simulations seront affinées et présentées plus en détail par le STATEC le 11 juin 2020.

A noter également pour le Luxembourg un document publié par le LISER sur l'impact socio-économique du COVID-19¹³. Ce document passe en revue les nombreuses retombées potentielles, en soulignant notamment l'importance du comportement des ménages. Ainsi, une aversion accrue de ces derniers pour le risque aggraverait l'impact de la crise, alors qu'à l'inverse (et comme le souligne également l'OFCE) une libération de l'épargne forcée accumulée au cœur de la crise jouerait le rôle d'un puissant amortisseur. La publication produit quelques estimations préliminaires basées sur les taux de perte d'activité par branches (de l'ordre de 30% au total), tout en soulignant cependant l'existence de risques de nature systémique (faillites, crises bancaires éventuelles, crises de la dette souveraine, aversion pour le risque croissante, etc.), ce qui exige la mise en œuvre d'une politique préventive globale et cohérente.

Enfin, les 60 personnes ayant répondu au récent « Consensus économique flash » d'IDEA évaluent en moyenne la « croissance » du PIB à -4,6% en 2020 et à -0,2% en 2021¹⁴.

Les divers « points de repère » collectés *supra* permettent de mieux appréhender les jeux d'hypothèses sur lesquels reposent nos simulations, qui sont décrites en détail ci-dessous.

III. Quel impact sur l'activité au Luxembourg ?

Un exercice de chiffrage de l'impact de la « crise Corona » relève de l'exploit dans la « purée de pois » économique ambiante, mais nous pouvons déjà poser quelques jalons, en proposant plusieurs scénarios illustratifs. L'impact économique de la crise dépend en premier lieu de la durée de la suspension (et de la limitation) des activités et du confinement, et au-delà du déroulement des périodes de déconfinement. Trois scénarios sont dès lors proposés ci-dessous. Le premier, dit « de base » mais ne pouvant être considéré comme prépondérant, reposait sur l'hypothèse centrale d'un confinement jusqu'à la fin avril, suivi d'une reprise immédiate de l'activité. Un tel scénario, bien que déjà dépassé à l'heure actuelle, est utile en tant que « mur porteur », véritable pierre angulaire des deux autres simulations qui introduisent quant à elles

¹¹ Voir https://igf.gouvernement.lu/content/dam/gouv_igf/fr/dossiers/programme-de-stabilite/fr/21e-actualisation-programme-de-stabilite-et-de-croissance.pdf.

¹² Le taux de perte d'activité global lors d'une semaine de confinement serait de l'ordre de 26% selon le STATEC.

¹³ *Economic effects of Covid-19 in Luxembourg*, first RECOVid working note with preliminary estimates, Michel Beine, Simone Bertoli, Shuai Chen, Conchita D'Ambrosio, Frédéric Docquier, Arnaud Dupuy, Tom Haas, Christos Koulovatianos, Joël Machado, Eugenio Peluso, Chiara Peroni, Pierre Picard, Patrice Pieretti, Hillel Rapoport, Konstantinos Tatsiramos, Michel Tenikue, Alexandros Theloudis, Francesco Sarracino, Philippe Van Kerm, Bertrand Verheyden, Working note - 6 avril 2020, https://www.liser.lu/documents/RECOVID/RECOVid_working-note_full-1.pdf. Conformément à la nécessité revendiquée d'une politique préventive pleinement globale, bien d'autres aspects que l'impact économique sont abordés dans ce document, notamment le risque de « digital divide », les précédents épidémiologiques comme la grippe espagnole de 1918, les travailleurs en situation de risque, les inégalités (de revenus, de logement, etc.), les aspects politiques, les stratégies de déconfinement (perspective géographique ou par âge) ou encore l'incidence de la crise sur la santé mentale.

¹⁴ Voir <https://www.fondation-idea.lu/2020/04/14/resultats-du-consensus-economique-flash-covid19/> pour une synthèse des résultats du consensus économique flash COVID-19 d'IDEA.

une période de déconfinement graduel plus en phase avec la réalité (voir le tableau 2 pour un aperçu, toujours susceptible d'évoluer, de cette dernière).

Les périodes de (dé)confinement peuvent varier d'un secteur à l'autre comme l'illustre le tableau ci-dessous, mais afin d'éviter une complexité excessive, elles sont « stylisées » pour l'ensemble de l'économie dans les lignes qui suivent. Rappelons d'ailleurs que les trois scénarios sont avant tout des simulations illustratives, nullement des prévisions au sens strict du terme.

Tableau 2 : Quelques grandes étapes dans le (dé)confinement au Luxembourg

Semaine du 16 mars	Fermeture partielle des frontières allemande, belge et française
18 mars	Début du confinement "strict" (restriction des déplacements, fermeture des établissements recevant du public non-essentiels, ...)
20 mars	Fermeture des chantiers de construction
20 avril	Réouverture des chantiers, magasins de bricolage et travaux d'extérieur
04 mai	Rentrée pour les élèves de première et de terminale
11 mai	Réouverture des commerces, reprise de toutes les classes de lycée
25 mai	Prévision de réouverture de l'enseignement précoce et fondamental
Début juin ?	Possible réouverture des restaurants, cafés et cinémas
Jusqu'au 31 juillet (au plus tôt)	Interdiction des grands rassemblements

La simulation « porteuse » ou de base

L'impact sur la croissance économique dépend non seulement de la période de confinement et de sa durée (jusqu'à la fin avril pour cette simulation de base), mais aussi de la **perte d'activité** dans les différentes branches de l'économie. En se basant notamment sur une étude récente du STATEC¹⁵ et plus ponctuellement sur des études étrangères (l'Insee en particulier¹⁶) et en prenant en compte le poids dans la valeur ajoutée des différents secteurs au Luxembourg, nous aboutissons « en toute première estimation » à une perte d'activité (tous secteurs confondus) de 29% en moyenne lors du confinement¹⁷ et de 35% pour la seule composante « marchande » de l'économie¹⁸. Les différents taux sectoriels apparaissent au graphique 1.

Les taux retenus sont très proches de ceux du STATEC (et également de l'Insee, pour la plupart des branches). Ce qui frappe avant tout est d'ailleurs la grande congruence d'ensemble de ces diverses estimations, basées sur des enquêtes, sur des remontées du terrain ou encore sur des éléments d'information plus « anecdotiques ». La seule différence de taille (et encore) concerne le secteur financier, où l'Insee considère que l'activité économique se maintiendrait intégralement même en période de confinement strict, au contraire des autres sources citées, qui renferment des estimations de perte d'activité allant pour ce secteur de 10 à 20%. Selon l'OFCE, le secteur financier français subirait une perte d'activité de 20% en période de

¹⁵ Voir la footnote 10.

¹⁶ Insee, *Point de conjoncture du 9 avril 2020*, <https://insee.fr/fr/statistiques/4478214?sommaire=4473296>.

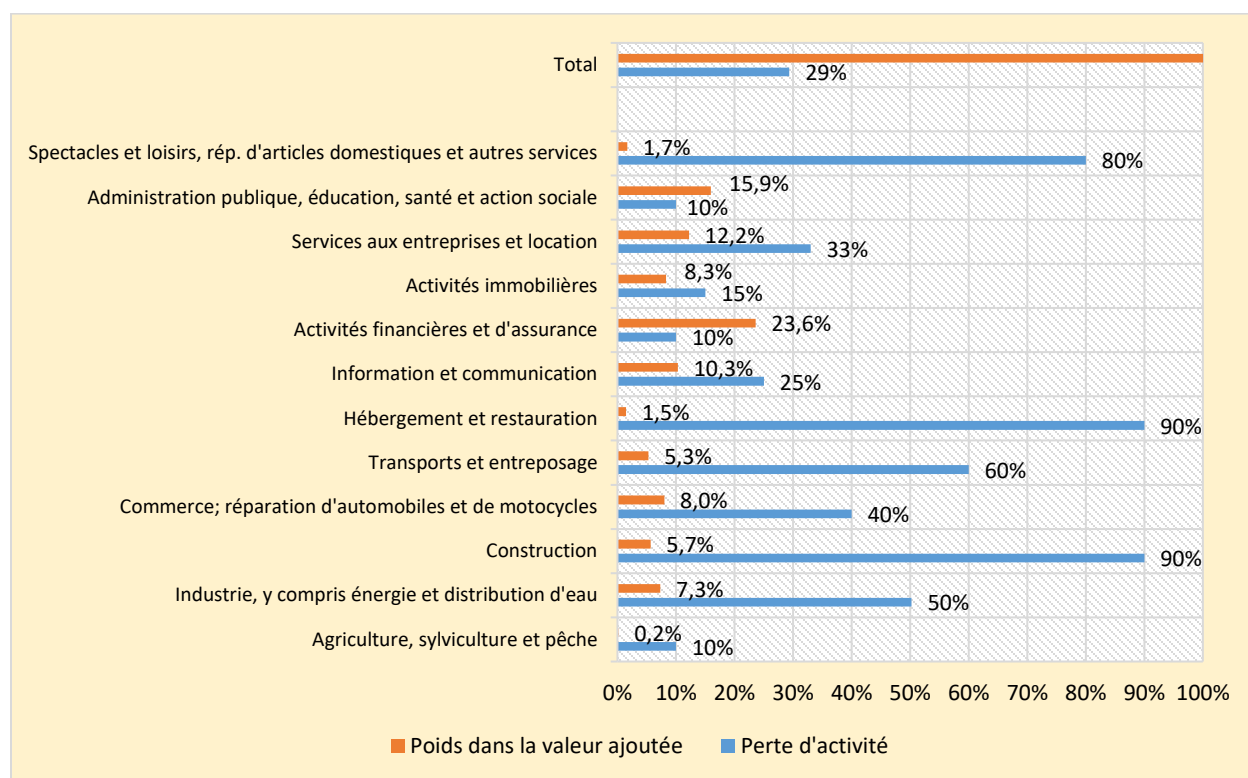
¹⁷ Ou du moins de la suspension de l'activité, qui pourrait s'avérer un peu plus longue que le confinement proprement dit en raison de difficultés temporaires liées au redémarrage, par exemple la nécessité de respecter le principe de distanciation sociale.

¹⁸ A savoir l'ensemble de l'économie moins l'administration publique (code NACE O), l'enseignement (P) et la santé et action sociale (Q) - ainsi que l'immobilier.

confinement strict, tandis que la BCE table sur une perte de 10% dans la même branche pour l'ensemble de la zone euro¹⁹.

Nous avons retenu dans ce document de travail une perte d'activité de 10% en période de confinement dans le secteur financier, à l'instar du STATEC et de la BCE. Une telle hypothèse, qui signale une appréciable résilience de ce secteur, peut sembler peu intuitive à l'aune du recul marqué des cours boursiers observé depuis l'éclatement de la crise. Elle pourrait cependant s'expliquer par des revenus de commission additionnels au cœur de la crise (l'activité sur les parts d'OPC étant stimulée par la volatilité des cours), par l'impact à court terme de la baisse des taux sur la marge d'intérêt et par de possibles relocalisations au Luxembourg d'activités étrangères. Ces facteurs pourraient certes être moins bien orientés à moyen terme, mais une telle conjecture dépasse l'horizon imparté au présent document de travail.

Graphique 1 : Taux de perte d'activité dans les différentes branches de l'économie en période de confinement strict (en % de la valeur ajoutée)



Sources : BCE, STATEC, Insee, OFCE et arbitrages IDEA.

Mais - et c'est là notre point central - l'impact de la crise dépend aussi intimement du caractère temporaire ou permanent du décrochage économique lié au confinement. Trou d'air ou décrochage permanent, telle est la question. Un choc économique, même de court terme, pourrait devenir en partie irréversible (« perte sèche ») si la consommation privée ou les investissements étaient durablement affectés par une perte de confiance, si de nombreuses personnes s'enlisaient dans le sous-emploi (voire dans le « non-emploi ») ou si des faillites en

¹⁹ Voir le blog https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2020/html/ecb.ebbox202003_01-767f86ae95.en.html.

cascade survenaient, impliquant une perte de substance économique non seulement au cours du confinement, mais également à moyen terme.

Un autre facteur pourrait en revanche contribuer à favoriser le retour aux niveaux d'activité pré-COVID, à savoir la libération de l'importante épargne de précaution constituée pendant la période de confinement (voire même durant le déconfinement progressif). Ainsi, selon l'OFCE²⁰, l'épargne forcée pourrait représenter en France près de 3% du PIB de l'Hexagone. Sa libération après la crise pourrait constituer un puissant facteur de reprise dès le deuxième trimestre de 2020. Une conjecture de ce type n'a cependant pas été considérée ici, pour trois raisons :

- Il est douteux que les importants volumes d'épargne forcée accumulés au cœur du confinement soient massivement libérés dans la foulée de ce dernier. Un renforcement de l'épargne de précaution est probable face à un contexte futur plus incertain, notamment en termes de finances publiques (anticipations de hausses d'impôt ou de moindres prestations sociales à terme), d'activité économique ou d'emplois (sans compter les craintes liées à la résurgence toujours possible de phénomènes épidémiologiques) ;
- Certains ménages risquent de se voir confrontés à des contraintes de financement dans la foulée du (dé)confinement, en raison d'un sous-emploi accru, de dépenses sanitaires nouvelles ou de la nécessité de venir au secours de proches en bute à des difficultés financières ou perdant leurs emplois ;
- Certains ménages²¹ pourraient, en dépit de leur épargne forcée, se voir confrontés à un patrimoine financier net en stagnation ou même en déclin, en raison de l'impact du fléchissement des cours boursiers observé depuis février 2020. Une telle situation les inciterait à conserver leur épargne forcée (afin de reconstituer ou maintenir leur patrimoine). Par ailleurs, l'incidence de la crise sur la valeur des patrimoines immobiliers est toujours très incertaine à ce stade.

Le graphique 2 montre l'incidence sur le PIB trimestriel en 2020 et 2021 de cet important facteur de « permanence du choc économique ». La courbe rouge du graphique livre l'évolution du PIB trimestriel qui aurait (probablement) été observée en l'absence de crise, en supposant une croissance économique annuelle de 2,8% tant en 2020 qu'en 2021. A l'inverse, toutes les autres courbes intègrent la crise actuelle, mais de manière très différenciée.

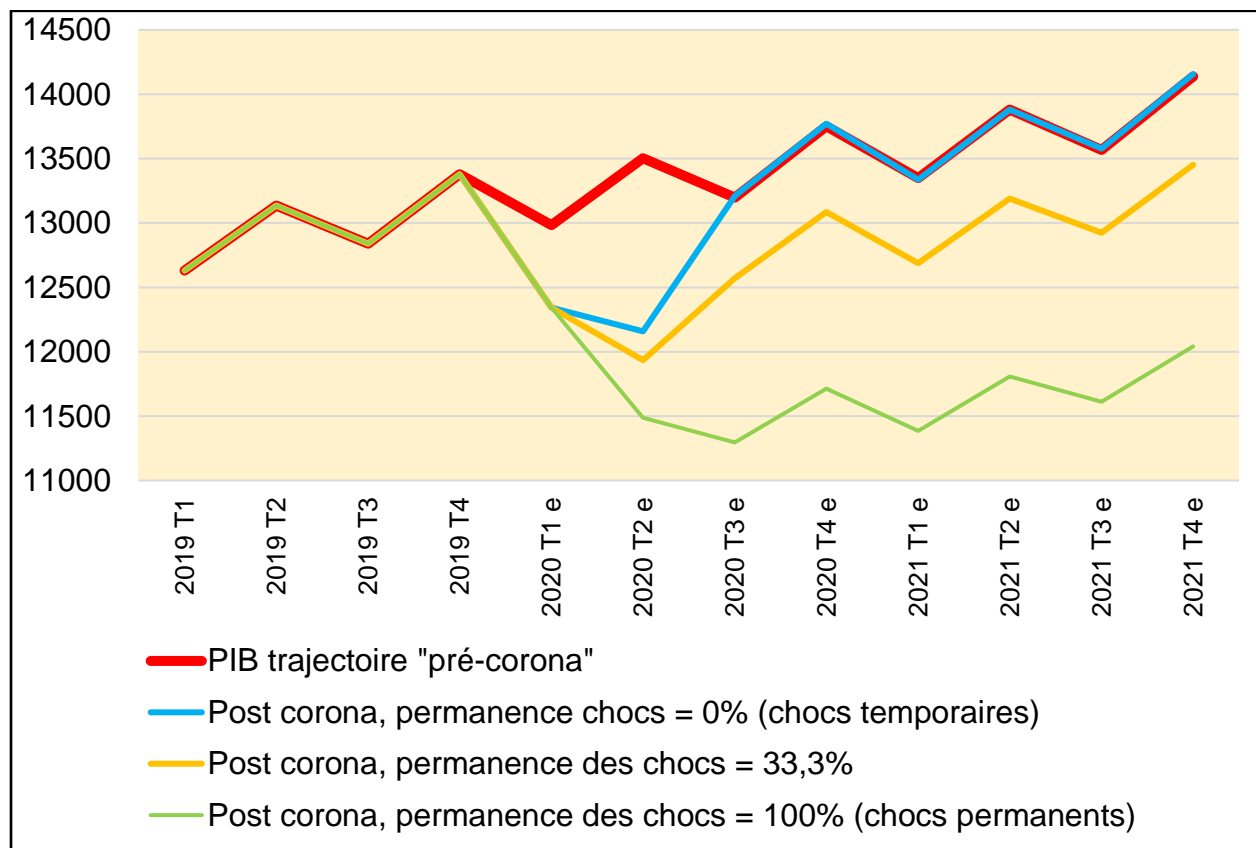
Ainsi, la **courbe bleue** (« V ») est clairement affectée par la perte d'activité liée au confinement, mais il est supposé que cet important décrochage du PIB ne laissera pas de stigmates par la suite, l'activité renouant dès la fin du confinement avec les niveaux qui auraient été observés en l'absence de crise (« effet week-end »).

A l'inverse, la **courbe verte** (« L ») revient à considérer que tout décrochage trimestriel sera irrémédiablement perdu, ce qui est à l'évidence excessif car à titre d'exemple, les gens recommenceront à aller au restaurant ou dans leur café préféré après le confinement (même si, sans doute, pas deux fois plus souvent...).

²⁰ Voir OFCE, op. cit.

²¹ Ce n'est certes pas une « loi générale », les ménages européens étant en général moins sensibles à l'effet richesse que leurs équivalents américains, par exemple. Pour les effets richesse en France, voir notamment Savignac, Les inégalités de patrimoine ont-elles un effet sur la consommation?, Banque de France, Rue de la Banque n°42, avril 2017, https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/rue-de-la-banque_42_2017-04-fr.pdf.

Graphique 2 : Trajectoire du PIB trimestriel aux prix de 2010 en fonction du degré de permanence des chocs (millions d'euros)



Sources : STATEC (données PIB avec effets saisonniers et projections à moyen terme 2020-2024), Insee et calculs Fondation IDEA asbl.

La **ligne jaune** (« U ») illustre un scénario « entre deux » a priori plus réaliste que ces deux extrêmes, consistant à considérer que le tiers d'un choc est définitivement perdu, le reste (les deux tiers, donc...) étant récupéré au cours du trimestre qui suit la survenance du choc. Sous ce scénario plus mesuré, le PIB en volume reculerait de quelque 4% en 2020, avant cependant de repartir à la hausse l'année suivante, à raison de 4,6% - à la faveur d'un « effet de rebond » largement mécanique (lié au retour à 12 mois d'activité en 2021)²². **C'est là le scénario de base retenu, toujours dans l'hypothèse d'un confinement se terminant à la fin avril avec retour de l'activité à son niveau « normal » dès le début mai.**

Même dans ce scénario, qui peut pourtant sembler « volontariste » voire même un peu dépassé à l'heure actuelle, l'économie luxembourgeoise subirait quasiment une stagnation cumulée sur l'ensemble des deux années 2020 et 2021, alors que dans le scénario « pré-crise » du STATEC qui sert de base aux présentes simulations la croissance aurait été de 2,8% tant en 2020 qu'en 2021.

²² Il convient de noter que ces résultats pour le Luxembourg sont très proches de ceux du FMI, alors qu'il avaient été publié légèrement plus tôt (voir le blog décryptage n°8 d'IDEA, <https://www.fondation-idea.lu/wp-content/uploads/sites/2/2020/04/Decryptage-N°8.pdf>).

Ce qui signifie qu'à l'issue de 2021, le PIB du Grand-Duché aurait perdu 5% à titre définitif, ce qui équivaut à quelque 3 milliards d'euros en valeurs de 2020. Cet écart pourrait même continuer à s'accroître ultérieurement à 2021, s'il s'avérait que la crise a négativement affecté le potentiel de croissance à moyen terme de l'économie grand-ducale. Une telle situation pourrait par exemple résulter d'un décrochage durable du capital physique (suite à l'affaissement des dépenses d'investissement)²³ ou du capital humain (corrélatifs par exemple à des phénomènes d'hystérèse du chômage, ou à de moindres dépenses de formation).

Toujours par rapport au scénario « hors crise », le décrochage du PIB en volume atteindrait 7% lors du « creux de la crise », soit en 2020 (croissance de -4% contre +2,8%).

Scénarios « alternatifs » : ajout d'un (dé)confinement graduel

La partie précédente a permis de décrire l'élaboration de la simulation de base. Cette dernière repose cependant sur l'hypothèse d'une période de « confinement strict » jusqu'à la fin avril 2020, suivie d'une reprise immédiate de l'activité qui peut paraître « volontariste » dans les présentes circonstances.

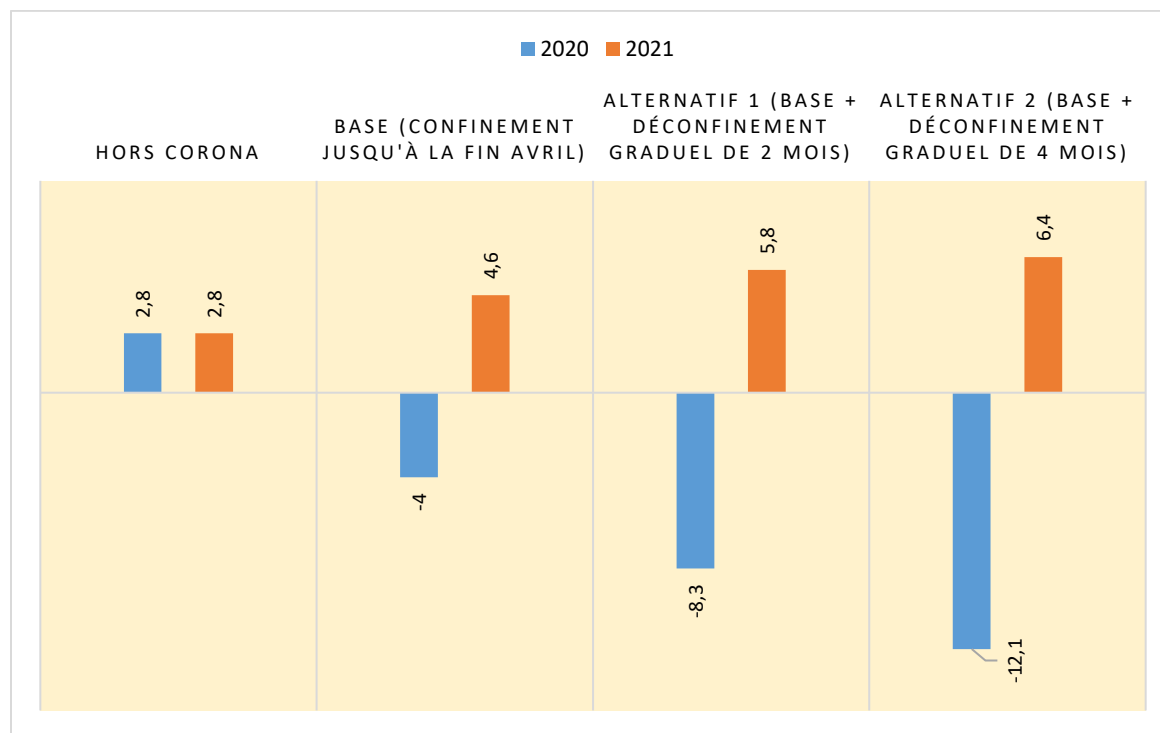
Afin de mieux balayer le « champ des possibles », nous avons conservé l'hypothèse d'un confinement *stricto sensu* se terminant en avril (la reprise progressive ayant certes démarré plus tôt dans la construction et certains commerces, mais d'autres secteurs sortiront bien plus tard de leur « hibernation »). Il est cependant supposé que ce confinement strict sera suivi d'une période de déconfinement, ce dernier étant traité ici selon une méthodologie proche de celle adoptée par le Trésor français lors de l'établissement de la plus récente loi de finance. Afin de prendre en compte (certes indirectement) les mesures de distanciation sociale et les autres dispositions en matière de sécurité sans devoir pour autant se plonger dans les arcanes du « déconfinement réel » (qui est de toute manière, forcément, très évolutif), il est supposé qu'en tout début de période de reprise graduelle les taux de perte d'activité sont les mêmes que durant le confinement, puis qu'ils diminuent linéairement pour devenir nuls²⁴ en fin de période de déconfinement. Il en résulte qu'un déconfinement de 2 mois équivaudra à 1 mois de "confinement pur". Il est toujours supposé par ailleurs, comme dans notre scénario de base décrit *supra*, que tout choc trimestriel produit des effets durables à raison d'un tiers. Avec en prime les mêmes taux de perte d'activité en confinement (voir le graphique 1).

Plus concrètement, notre premier scénario alternatif (« alternatif 1 ») comporte une période de confinement *stricto sensu* jusqu'à la fin avril, suivie d'une période dite de déconfinement de 2 mois allant par conséquent jusqu'à la fin juin. Les résultats d'une telle simulation apparaissent dans le graphique ci-dessous.

²³ Dans ses prévisions du printemps 2020 évoquées *supra*, la Commission européenne affirme d'ailleurs que sa projection des investissements (publics et privés) relative à 2020 a été nettement révisée à la baisse pour l'Union européenne dans son ensemble, à raison de quelque 850 milliards d'euros par rapport à ses projections précédentes. Il en résultera selon la Commission un impact sur le potentiel de production et par conséquent sur la trajectoire de croissance future.

²⁴ Synonyme de retour à la pleine activité.

Graphique 3 : Taux de croissance du PIB en volume sous les trois simulations illustratives (en %)



Sources : calculs IDEA.

On constatera que dans ce cas de figure, le PIB en volume accuserait une diminution de quelque 8,3% en 2020, soit une différence de 7,2 milliards d'euros par rapport au PIB qui aurait été obtenu cette même année en l'absence de crise. Cette décroissance marquée serait certes suivie d'un rebond (mécanique) du PIB de 5,8% en 2021, mais sur l'ensemble des deux années 2020 et 2021 une diminution du PIB réel de 2,5% serait constatée, en lieu et place d'une croissance de 5,6%²⁵ sur la même période si le virus avait eu l'élégance de passer son chemin. Il en résulte une perte sèche non plus de 5% à l'issue de 2021, comme dans le scénario de base, mais de 8% soit de près de 6 milliards d'euros.

Le troisième scénario testé (« Alternative 2 ») ne diffère du scénario décrit à l'instant qu'à un égard, à savoir comme déjà expliqué une période de déconfinement non pas de deux mois, mais de quatre mois (ne se terminant donc qu'à la fin août), avec la même hypothèse de remontée en puissance graduelle et linéaire de l'activité au cours de cette période de 4 mois²⁶.

Sous cette simulation « Alternative 2 », le PIB en volume diminuerait de quelque 12,1% en 2020, avant de rebondir mécaniquement (certes par rapport à un niveau très bas...) de 6,4% l'année suivante. A l'issue de 2021, le PIB serait de 11,5% inférieur au niveau qu'il aurait par hypothèse atteint sans la survenue du Coronavirus. Une telle évolution serait la plus défavorable enregistrée au Luxembourg depuis la fin de la seconde guerre mondiale...

²⁵ Toujours selon les projections de moyen terme du STATEC, à savoir notre référence « hors COVID-19 » (avec +2,8% tant en 2020 qu'en 2021, donc +5,6% au total).

²⁶ Ce qui revient à supposer que dans toutes les branches de l'économie, l'activité reviendrait à son niveau « normal » dès le début de septembre.

Comme déjà indiqué, il ne s'agit ici que de simulations illustratives, qui devront être affinées au fil des événements dans un contexte particulièrement changeant. Il conviendrait même idéalement d'être à l'affût des évolutions dans les différentes branches de l'économie et d'adapter les scénarios en conséquence. Ce travail devra être accompli non seulement au cœur de la crise, mais même au-delà. Ainsi, dans de nombreux secteurs (la culture, l'événementiel, la gastronomie, les hôtels ou le tourisme, par exemple) les stigmates de la crise, le maintien de règles sanitaires sur une longue période (dans l'attente d'un vaccin...) ou diverses mutations du comportement des ménages pourraient avoir pour effet un retour à la normale dans ces branches d'activité ultérieur à 2020, voire même à 2021. Le maintien durable de normes sanitaires affectant négativement la productivité pourrait également concourir à « exporter » la crise bien au-delà de cet horizon temporel, ce qui serait de nature à aggraver les scénarios macroéconomiques présentés ci-dessus.

Il conviendra également d'être attentif à l'incidence de la crise non seulement sur le niveau du PIB observé en 2020 et 2021, mais également sur le potentiel de croissance à moyen terme de l'économie, pouvant être affecté par exemple par un décrochage durable du stock de capital ou du « capital humain ».

IV. Quel coût budgétaire ?

L'évolution du PIB « post Corona » étant simulée, il est possible de dégager l'incidence de la « crise Corona » sur le solde budgétaire des Administrations publiques.

Cette évaluation a été faite en fonction de nos trois simulations, à savoir le scénario de base et ses deux variantes décrites ci-dessus. Ces trois scénarios se traduisent pour rappel par une diminution du niveau d'activité de respectivement 7, 11% et près de 15% en 2020 par rapport au « trend » pré-crise, qui reposait quant à lui sur une croissance du PIB en volume de 2,8% en 2020 (et en 2021).

Scénario de base

Les résultats budgétaires associés au scénario de base sont synthétisés au tableau 3.

Tableau 3 : Incidence du scénario de base sur les finances publiques (en % du PIB, sauf mention contraire)

	2020	2021
Prise en compte des stabilisateurs automatiques:		
(1) PIB Corona par rapport à la référence :	93,4%	95,1%
(2) Ecart (en % par rapport à la référence)	-6,6%	-4,9%
(3) Semi-élasticité du solde par rapport au déficit:	0,462	0,462
(4) Détérioration du solde $(=(2)*(3))$:	-3,1%	-2,3%
(5) Solde projeté « hors crise » (STATEC) :	1,7%	1,4%
(6) Solde compte tenu de la crise $(=(4)+(5))$:	-1,4%	-0,9%
Avec mesures discrétionnaires :		
Chômage partiel programme de stabilisation	1,3%	0,0%
Congé pour raisons familiales	0,4%	0,0%
Autres mesures discrétionnaires « permanentes »	1,0%	0,0%
Pertes sèches sur reports	0,0%	0,0%
(7) Total des mesures discrétionnaires :	2,6%	0,0%
Solde des Administrations publiques $(=(6)+(7))$:	-4,0%	-0,9%

Un décrochage du PIB à raison de 1% induit selon les estimations « officielles »²⁷ luxembourgeoises une détérioration du solde budgétaire des Administrations publiques égal à 0,462% du PIB (ligne (3) du tableau 3) - c'est le facteur baptisé de façon un peu rébarbative « semi-élasticité ». Une telle déperdition d'activité va en effet provoquer un reflux des recettes publiques (les impôts et cotisations sociales en premier lieu) et une augmentation des dépenses liées au sous-emploi (les indemnités de chômage, par exemple). Il s'agit là des fameux « stabilisateurs automatiques »²⁸.

²⁷ Ce coefficient, estimé à l'aide d'outils économétriques, est une approximation utilisée pour calculer notamment les soldes budgétaires apurés du cycle conjoncturel (y compris les « Objectifs budgétaires à moyen terme »).

²⁸ Stabilisateurs, puisqu'ils contribuent à lisser l'amplitude des cycles économiques. Ainsi, le montant des impôts tend à baisser et celui des allocations de chômage à augmenter en cas de décrochage du PIB.

L'affaîssement du PIB à raison de 7% en 2020 et de 5% en 2021²⁹ estimé ci-dessus devrait donc se traduire par une dégradation des soldes budgétaires de l'ordre de 3,1 et 2,3% du PIB en 2020 et en 2021, respectivement (ligne (4)).

Les projections à moyen terme du STATEC sont censées représenter la situation « hors Corona » (qui, rappelons-le, reposait sur une croissance du PIB de 2,8% en 2020 et en 2021). Or sous ce scénario et toujours selon le STATEC, les Administrations publiques auraient affiché un excédent de 1,7% du PIB en 2020 et de 1,4% du PIB l'année suivante (ligne (5)). Le virus ayant bousculé cet équilibre, avec des stabilisateurs automatiques coûtant respectivement 3,1 et 2,3% du PIB aux Administrations publiques comme déjà indiqué, ces dernières devront au contraire s'accommoder d'un déficit de 1,4% du PIB en 2020 et de 0,9% du PIB l'année suivante (ligne (6)).

Mais ce n'est pas encore « la fin de l'histoire » car ces calculs, qui n'intègrent que l'incidence des stabilisateurs automatiques, ne prennent pas en compte l'impact des mesures discrétionnaires adoptées par le Gouvernement.

Or le 25 mars 2020, ce dernier a annoncé un « package » de mesures de 8,8 milliards d'euros et ces mesures ont été étoffées par la suite, notamment par une prime unique de 2 500 euros aux indépendants et par une prime de 12 500 aux entreprises de 10 à 20 employés. Les mesures annoncées à la date du 30 avril 2020 ont été publiées par le Gouvernement dans le cadre de la 21^{ème} actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg. Il s'agit cependant essentiellement de mesures de liquidité, de trésorerie et de reports de charges fiscales à destination des entreprises, dispositions certes essentielles mais non prises en compte dans les simulations de finances publiques effectuées ici, comme l'illustre le tableau suivant reprenant l'ensemble des mesures discrétionnaires (à l'exception des octrois prévus de garanties). Nous avons en effet décidé de ne considérer dans un premier stade que les mesures non remboursables à charge de l'Etat, figurant dans la troisième colonne du tableau ⁴³⁰. Il s'agit notamment du chômage partiel, dont le coût a été estimé ici sous l'hypothèse d'un confinement jusqu'à la fin avril³¹.

²⁹ Par rapport au « trend » hors crise (qui aurait été caractérisé par une croissance de 2,8% chaque année, par hypothèse).

³⁰ Il est en outre supposé que les importantes garanties prévues dans le programme de stabilisation ne seront jamais levées.

³¹ C'est la raison pour laquelle l'estimation des dépenses de chômage partiel par IDEA est quelque peu inférieure à celle du Gouvernement. Il en sera cependant tout autrement dans les deux projections alternatives, comportant des périodes de déconfinement qui iront également de pair avec des dépenses de chômage partiel (à raison de 50% du coût similaire en période de confinement au sens strict, par hypothèse).

Tableau 4 : Mesures discrétionnaires à la date du 30 avril 2020

(en million d'euros, sauf mention contraire)

	Selon le PSC	Imputation IDEA	% du PIB post crise
Mesures avec effet permanent			
Outils et infrastructures médicaux lutte COVID-19	194	194	0,3%
Autres dépenses en lien avec la gestion de la crise COVID 19	47	47	0,1%
Aides en faveur microentreprises et indépendants	250	250	0,4%
Aides aux start-ups, R&D et investissements	34	34	0,1%
Aides sociales dans le secteur culturel	2	2	0,0%
Chômage partiel	989	781	1,3%
Congé pour raisons familiales	226	226	0,4%
Prolongation de l'indemnité de chômage pour 3 mois	10	10	0,0%
Indemnités pécuniaires de maladie	106	106	0,2%
TOTAL	1858	1650	2,6%
Mesures censées n'affecter que les "cash flows"			
Avances remboursables aux entreprises	400	0	0,0%
Reports de paiements impôts directs	1250	0	0,0%
Reports de paiements impôts indirects	300	0	0,0%
Reports de paiements cotisations sociales	3000	0	0,0%
TOTAL	4950	0	0,0%
TOTAL GENERAL	6808	1650	2,6%

Sources : Ministère des Finances et calculs IDEA.

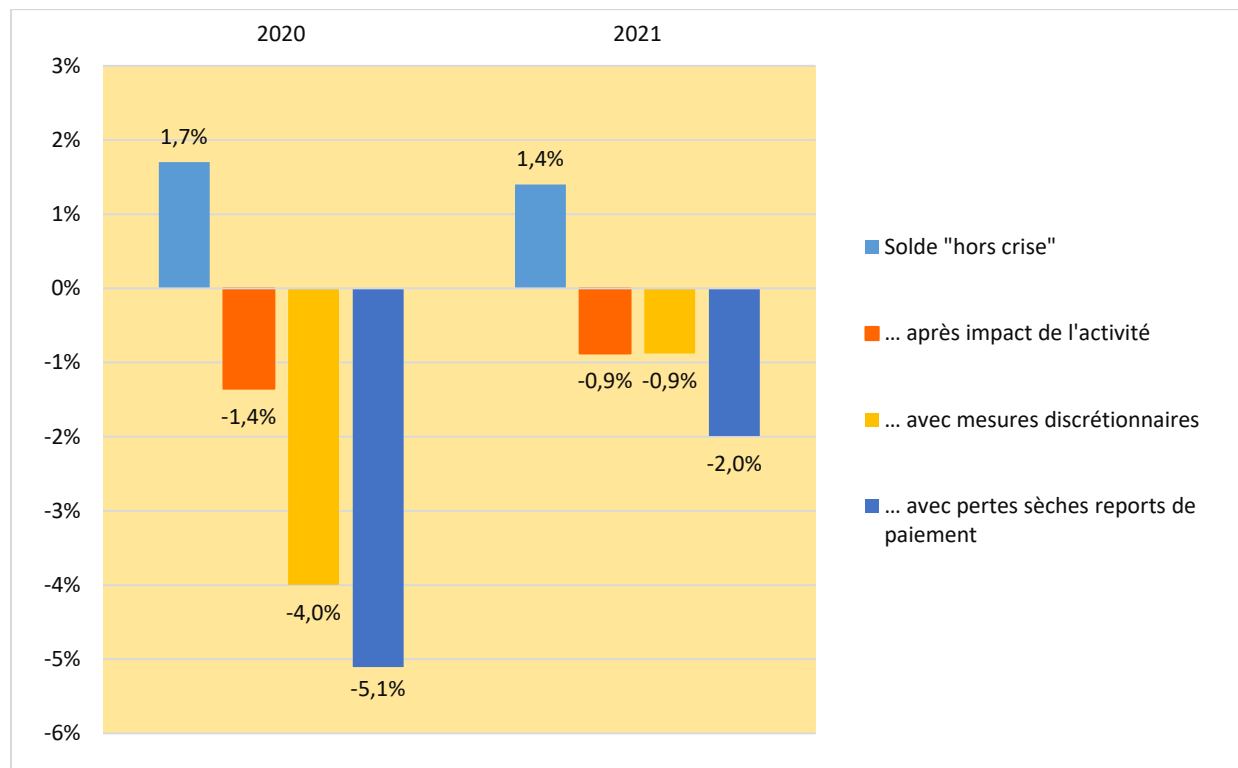
Au total, en considérant à la fois ces dernières mesures ainsi que le programme du 25 mars, comme dans le Programme de Stabilité et de Croissance présenté le 30 avril 2020, le coût cumulé des mesures discrétionnaires atteindrait 2,6% du PIB « post crise » de 2020 (voir la ligne (7) du tableau 3).

De sorte qu'*in fine*, après la prise en compte des mesures gouvernementales telles que constatées à la date du 30 avril 2020, les Administrations publiques enregistreraient en 2020 un déficit de quelque 4,0% du PIB dans le scénario de base, alors qu'un surplus de 1,7% était encore anticipé avant la crise. Le solde des Administrations publiques se détériorerait dès lors de quelque 6 points de PIB sous ce scénario de base.

En 2021, l'impasse budgétaire reviendrait à 0,9%, à la faveur d'un rebond économique il est vrai assez « mécanique ».

Graphique 4 : L'escalier des finances publiques sous le scénario de base

(soldes des Administrations publiques, en % du PIB)



Sources : PSC, Rexecode, STATEC et calculs IDEA.

La décomposition de cet affaissement de pratiquement 6 points de PIB est illustrée au graphique « en escalier » ci-dessus (voir les histogrammes successifs bleus, rouges et jaunes). Un premier facteur explicatif n'est autre que l'incidence sur les dépenses de chômage et (surtout) sur les recettes de l'affaissement de l'activité économique (avec une décroissance de 4,0% en 2020 dans le scénario de base au lieu d'une progression « hors crise » de 2,8%) - ces fameux « stabilisateurs automatiques » qui se déclenchent mécaniquement même en l'absence d'une quelconque intervention des autorités, un peu à l'instar du thermostat lorsque la température fléchit dans un logement. Ce facteur « pèserait » 3,1 points de PIB en 2020, amenant à lui seul le solde public en zone rouge, soit à -1,4% du PIB (un déficit, donc).

Ce déficit serait encore alourdi par le deuxième facteur, à savoir le coût des mesures discrétionnaires adoptées par les autorités afin de faire face à la crise, qui selon nos estimations (largement basées sur le chiffrage du Gouvernement...) équivaldrait à 2,6% du PIB. D'où en définitive un déficit public simulé de 4,0% du PIB, soit 2 500 millions d'euros en 2020. Avec cependant un rebond en 2021, du moins en l'absence de nouvelles mesures discrétionnaires (non annoncées à ce stade) susceptibles d'affecter les agrégats budgétaires en 2021.

En dépit de ces deux décrochages massifs, associés aux « stabilisateurs automatiques » et aux mesures adoptées, le déficit simulé demeurerait très largement inférieur à celui qui a été annoncé par le Gouvernement le 30 avril 2020 dans le cadre de la 21^{ème} actualisation du

Programme de Stabilité et de Croissance du Luxembourg (PSC), à savoir 5 024 millions d'euros. Une telle divergence (de quelque 2 500 millions d'euros...) peut en partie s'expliquer par une activité attendue légèrement moins favorable selon le PSC, qui repose sur une décroissance en volume de 6% en 2020 au lieu et place de 4% dans notre scénario illustratif de base. Une telle différence ne pourrait cependant expliquer que 700 millions d'écart³², ce qui nous laisse une divergence de 1 800 millions d'euros - qui revient à environ 1 500 millions « seulement » compte tenu de soldes de départ « hors crise » quelque peu différents³³.

Notons par ailleurs que cette dernière divergence ne peut s'expliquer par des écarts dans le calcul de l'incidence des stabilisateurs automatiques³⁴. Elle ne peut donc résulter que des mesures discrétionnaires adoptées par les autorités, qui avaient été résumées au tableau 3.

Ce dernier tableau comprend des mesures ayant un impact réel sur les finances publiques (« Mesures avec effet permanent »), qui ont bel et bien été incorporées à nos simulations, mais également des mesures de report de charges ou d'impôts, pour un montant total de près de 5 milliards d'euros (« Mesures censées n'affecter que les cash flows »). Considérées comme de simples glissements dans le temps sans impact durable sur les finances publiques, ces mesures n'ont jusqu'à présent pas du tout été considérées dans nos projections.

Or il est possible qu'une partie des montants associés soit définitivement perdue, en raison de faillites des entreprises concernées ou si le Gouvernement décidait au fil du temps de « transmuter » ces dispositions en mesures permanentes, au vu par exemple des difficultés croissantes éprouvées par les entreprises ou par les indépendants³⁵.

Nous avons dès lors décidé d'ajouter une marche à notre « descente aux enfers » des finances publiques, en supposant à l'instar de Rexecode en France³⁶ que 14%³⁷ de ces aides « temporaires » seront définitivement perdues par les Administrations publiques (voir les « Pertes sèches sur mesures temporaires » au graphique 4 ; histogrammes en bleu foncé)³⁸. Il

³² Soit 500 millions liés aux stabilisateurs automatiques et 200 associés à des dépenses estimées plus élevées en termes de chômage partiel. D'autres sources d'écart, non considérées ici, pourraient se rapporter à l'incidence spécifique sur la taxe d'abonnement du décrochage des cours boursiers (mais l'ampleur précise de ce dernier est difficile à appréhender sur l'ensemble de l'horizon 2020 et 2021, en raison de la volatilité prononcée des cours) et à l'adoption par les autorités de mesures discrétionnaires nouvelles après la date du 30 avril 2020.

³³ Nous supposons ici, en ligne avec les projections à moyen terme 2020-2024 du STATEC, un surplus des Administrations publiques de 1,7% en 2020, « hors crise » puisque les prévisions en question avaient été publiées avec cette dernière. Or le PSC adopte pour sa part comme « benchmark » hors crise le solde de 1,3% du PIB estimé dans le cadre du projet de budget 2020 déposé en octobre 2019.

³⁴ A taux de croissance similaires, nous obtenons en effet un impact estimé des stabilisateurs automatiques très similaire à celui escompté par le Gouvernement pour 2020 (soit 4,0% du PIB contre 4,2% selon ce dernier, du moins lorsqu'une décroissance de 6% est considérée dans les deux cas).

³⁵ La méthode de comptabilisation officielle (« caisse transactionnalisée ») pourrait également donner lieu à une diminution des recettes enregistrées.

³⁶ Voir Rexecode (op. cit.), qui note « Ces mesures de trésorerie ne devraient en théorie pas peser sur le déficit public, mais il est vraisemblable qu'une partie de ces reports fera in fine l'objet d'annulations définitives. Cette possibilité est envisagée en particulier pour les secteurs les plus affectés par le confinement (hôtellerie-restauration, tourisme, événementiel) ». Il convient de noter que cette hypothèse est également compatible avec l'évolution supposée au PSC des recettes totales des Administrations publiques exprimées en pourcentages du PIB. Le déclenchement des stabilisateurs automatiques donne lieu à un fléchissement du montant des recettes, mais en principe nullement de leur ratio en pourcentages du PIB. Or ce dernier ratio décrocherait par rapport à son niveau de 2019 tant en 2020 qu'en 2021 selon le PSC (avec 44,9% du PIB en 2019, 44,1% en 2020 et 43,5% en 2021), ce qui suggère un décrochage des recettes « hors stabilisateurs automatiques » de l'ordre de 500 millions d'euros en 2020 et de plus de 800 millions en 2021, ce qui équivaudrait à 10 à 15% des mesures « Transitoires » reprises au tableau 3. Il convient de noter que le décrochage serait particulièrement important pour les impôts indirects et surtout directs, en 2020 mais également et quasiment dans une même mesure en 2021).

³⁷ Rexecode suppose en effet que les annulations s'élèveraient *in fine* en 2020 à 7 milliards d'euros, sur un total de 50 milliards d'euros de reports de charges fiscales et sociales dans le plan de soutien gouvernemental révisé.

³⁸ Sans compter d'éventuelles levées de garanties, non prises en compte ici.

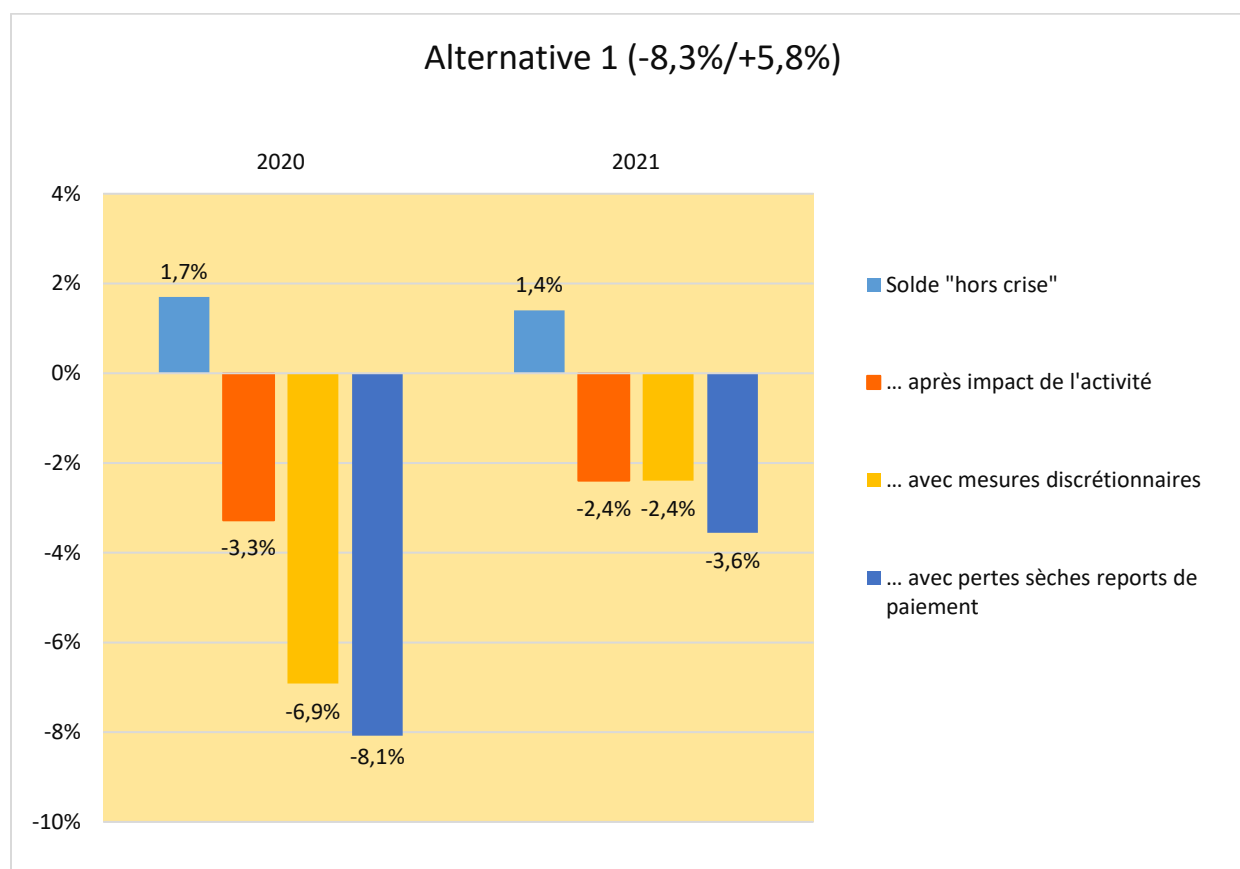
en résulte, toujours dans le cadre de notre simulation d'activité de base, un déficit des Administrations publiques de quelque 5,1% du PIB en 2020 et de 2,0% en 2021.

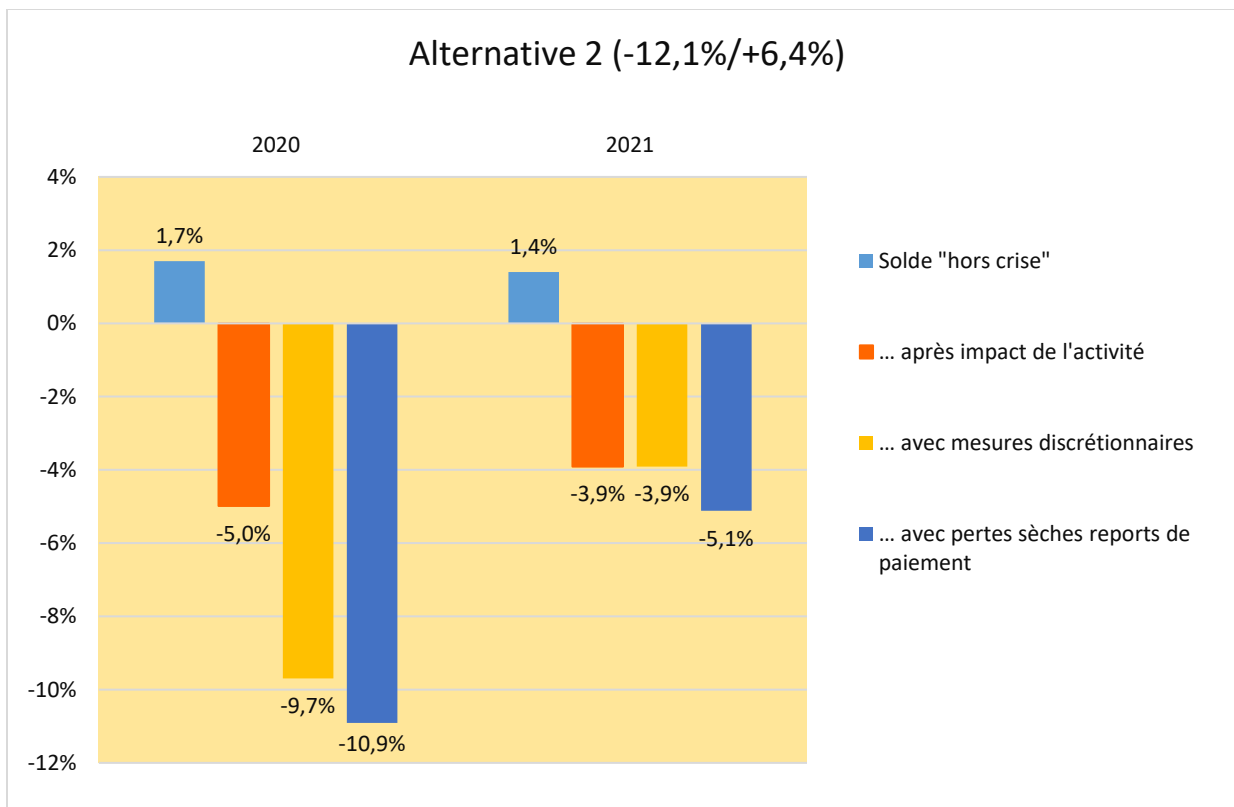
Prise en compte de la période de déconfinement

Les répercussions sur les finances publiques viennent d'être appréhendées à travers le scénario d'activité de base. Qu'en est-il cependant des soldes budgétaires sous nos deux scénarios alternatifs, intégrant une période de déconfinement progressif jusqu'en juin (« Alternative 1 ») et fin août (« Alternative 2 ») et postulant respectivement des séquences de croissance -8,3%(2020)/+5,8%(2021) et -12,1%(2020)/+6,4%(2021) ? Les résultats apparaissent dans les « graphiques en escalier » suivants.

Graphique 5 : L'escalier des finances publiques sous les deux scénarios alternatifs

(soldes des Administrations publiques, en % du PIB)





Sources : PSC, Rexecode, STATEC et calculs IDEA.

On notera l'importance des soldes simulés sous ces deux scénarios, certes pour 2020 avec des déficits de l'ordre de 10% du PIB, mais également pour 2021, qui dans ces deux cas de figure, arborerait des impasses budgétaires demeurant bien au-delà des 3% du PIB. Il s'agirait pour le Luxembourg de montants record car même en 2009, soit au plus fort de la crise économique et financière, le déficit des Administrations publiques s'était limité à 0,2% du PIB³⁹.

De telles évolutions ne seront bien entendu pas exemptes de conséquences en termes de taux d'endettement, même si ce dernier resterait largement inférieur au seuil dit « de Maastricht » de 60% du PIB.

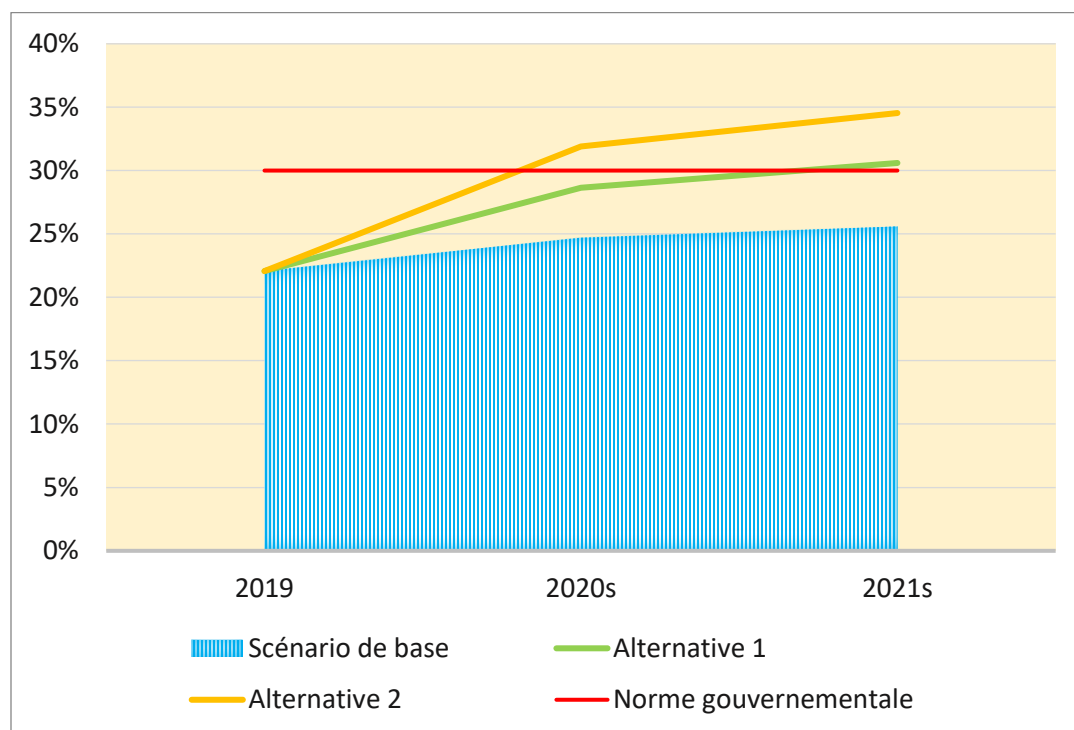
³⁹ Et à 0,4% du PIB l'année suivante, tandis que des excédents se manifestaient à nouveau dès 2011.

Impact sur la dette publique

Quelle serait l'incidence prévisible sur la dette publique des trois scénarios illustratifs décrits ci-dessus, se caractérisant par des déficits de 5,1% (base), 8,1% (alternative 1) et 10,9% du PIB (alternative 2) en 2020 ? Le graphique ci-dessous permet de répondre à cette question.

Graphique 6 : Evolution de la dette publique consolidée des Administrations publiques

(ratio « de Maastricht », en % du PIB)



Sources : 21^{ème} actualisation du Programme de Stabilité et de Croissance du Luxembourg, STATEC et calculs IDEA.

Notes : s = simulation. Calculs effectués sur la base de la situation d'endettement constatée fin 2019, des déficits publics attendus en 2020 et 2021 et à actifs financiers publics inchangés (sauf utilisation en 2020, dans le cadre du remboursement d'une obligation en mai 2020, du préfinancement de 1,7 milliards d'euros constitué via un emprunt émis en novembre 2019 ; est pris en compte également, dans le cadre de ce remboursement portant sur 2 milliards d'euros, un prélèvement de trésorerie de 300 millions d'euros⁴⁰).

Les calculs précités résultent plus précisément de l'accumulation des déficits de l'Administration centrale⁴¹, qui sont dégagés à partir des soldes globaux des Administrations publiques calculés ci-dessus, en en retranchant les soldes de la sécurité sociale et des communes tels qu'ils ont été projetés dans le cadre de la 21^{ème} actualisation du Programme de Stabilité et de Croissance du Luxembourg⁴². Comme dans cette actualisation, les déficits des Administrations locales sont par ailleurs censés ne contribuer à la dynamique d'endettement qu'à raison de 50 millions d'euros en 2020 et en 2021.

⁴⁰ Traitement semblable à celui qui est retenu dans le PSC, « afin de tenir compte de la situation dégradée des finances des administrations locales ».

⁴¹ Car les surplus de la sécurité sociale sont affectés à la constitution de réserves (le Fonds de compensation commun au régime général de pension, pour l'essentiel) et non à des amortissements de dettes.

⁴² Avec pour seule exception le solde de la sécurité sociale qui, dans le cadre de notre scénario « Alternative 2 », est censé se monter à 0% du PIB en 2020 et 2021 (au lieu d'un surplus de 0,5% du PIB tant en 2020 que l'année suivante supposé dans le PSC).

Dans le scénario de base, le plus « tempéré », le ratio de dette publique demeurerait sous la barre des 30% correspondant à la norme gouvernementale⁴³. Il en serait cependant tout autrement sous les deux autres scénarios, intégrant l'incidence sur l'activité économique du caractère progressif du déconfinement (alternative 1 et 2). Pour rappel, les autorités estiment dans le cadre de la 21^{ème} actualisation du Programme de Stabilité et de Croissance que l'endettement public atteindra 28,7% du PIB en 2020 et 29,6% du PIB en 2021. Sous le scénario « Alternative 1 », le ratio d'endettement serait certes largement en ligne avec cette estimation en 2020, mais il atteindrait 30,6% en 2021. Dans le cadre de notre scénario le plus défavorable (« Alternative 2 »), le ratio en question dépasserait d'emblée le seuil des 30%, avec près de 32% en 2020 et davantage encore l'année suivante (34,5% du PIB).

Il convient cependant de nuancer ces constats, pour au moins trois raisons :

- Même si le Luxembourg ne peut perdre de vue sa vulnérabilité au vieillissement démographique sur un horizon de moyen terme, le ratio demeurera à court terme (très) nettement inférieur au seuil de référence de 60% considéré dans le cadre de la gouvernance budgétaire européenne. Par ailleurs, le ratio d'endettement de nombreux autres pays de l'Union européenne devrait nettement augmenter suite à la crise, de manière souvent plus prononcée qu'au Grand-Duché et à partir de niveaux de dette pré-crise incommensurablement plus élevés. En termes relatifs, le Luxembourg devrait par conséquent demeurer une « valeur sûre ». Ce dont témoigne d'ailleurs sa cotation AAA, qu'il convient à tout prix de préserver.
- Le graphique ci-dessus a été établi « toutes autres choses égales par ailleurs », notamment en considérant que les actifs financiers publics demeureront strictement inchangés en 2020 et 2021⁴⁴. Or l'Etat pourrait lisser l'augmentation de la dette publique et même la maintenir en-deçà du seuil des 30% du PIB en se délestant de certains actifs financiers⁴⁵. A la fin 2019, les actifs financiers des Administrations publiques se sont montés à quelque 83% du PIB⁴⁶. Ce montant comporte certes des actifs peu ou pas liquides (les avoirs du régime général de pension, diverses participations stratégiques, etc.), mais le seul poste « numéraire et dépôts » se monte à 18% du PIB.
- La hausse du ratio de dette publique n'implique nullement l'absence de marges de manœuvre budgétaires. Ainsi et à titre d'exemple, même un programme massif de relance par les investissements publics pourrait *in fine*, selon les calculs d'IDEA, donner lieu à une stagnation ou même à une diminution des ratios d'endettement public⁴⁷.

⁴³ Norme formulée dans l'accord de coalition 2018-2023 finalisé à la fin 2018, consistant en un ratio d'endettement demeurant inférieur à 30% du PIB : «Veiller de façon conséquente à maintenir la dette publique à tout moment en-dessous de 30% du PIB».

⁴⁴ Du moins en dehors de la mobilisation du préfinancement d'un emprunt de 2 milliards d'euros qui sera remboursé en mai 2020, comme indiqué dans les notes du graphique 6.

⁴⁵ A l'inverse, la dette publique tendrait à s'accroître davantage que simulé au graphique 6 si l'Etat devait être amené à prendre certaines participations dans des entreprises en difficulté. Il en résulterait une augmentation simultanée de ses actifs financiers (actions et participations) mais aussi de son endettement (sauf bien entendu en cas de financement de l'achat de ces éventuelles participations par la mobilisation d'autres actifs financiers).

⁴⁶ Voir les comptes financiers établis conjointement par la BCL et par le STATEC.

⁴⁷ Voir le blog « Investissements publics, « a free lunch » ? Peut-être... », <https://www.fondation-idea.lu/2020/04/23/investissements-publics-a-free-lunch-peut-etre/>. Avec un multiplicateur des investissements publics de 1,4 (signifiant qu'un euro d'investissement public se traduit *in fine* par une hausse de 1,4 euro du PIB), un «Paquet d'investissement» même important n'aurait aucune incidence sur le ratio d'endettement public. Au-delà d'un tel multiplicateur, les investissements publics induiraient même un fléchissement du ratio d'endettement.

V. Conclusion

Le présent document de travail a présenté, dans un environnement se prêtant certes assez mal à des prévisions au sens strict du terme mais où par ailleurs des balises macroéconomiques sont plus nécessaires que jamais, trois simulations illustratives reposant sur divers jeux d'hypothèses. Ces dernières sont par nature contestables, mais le présent document a le mérite de les exposer de manière transparente.

Une première simulation, semblable à celle qu'IDEA a publiée le 14 avril 2020 et postulant un confinement strict jusqu'à la fin avril, suggère que le PIB en volume reculerait de 4% en 2020, avant de rebondir de 4,6% en 2021. Il en résulterait une perte « définitive » d'activité de 5% à l'issue de 2021 par rapport à une trajectoire « hors crise ». Les deux autres simulations introduisent en sus du confinement *stricto sensu* une période de déconfinement, caractérisée par une remontée graduelle de l'activité (d'ici la fin juin et la fin août, respectivement, par hypothèse). Il en résulterait une diminution plus sensible encore (-8,3 et -12,1%) du PIB réel en 2020.

Les Administrations publiques accuseraient des déficits de respectivement 5%, 8% et 12% du PIB et dans certains cas, la dette publique pourrait excéder significativement la norme gouvernementale des 30%.

Il convient cependant, dans un contexte d'ensemble tout à fait inédit, de prendre garde aux grilles d'analyse habituelles. Le Luxembourg fait face à une urgence absolue, à une véritable course contre la montre visant à éviter d'occasionner d'irréparables dommages à notre tissu productif, ce qui justifie une plus grande flexibilité budgétaire à court terme. En outre, l'année 2020 devrait être suivie d'un rebond économique, d'autant que le Luxembourg affichait avant la crise une situation de départ propice à une bonne résilience au « choc Corona », tant en termes de finances publiques que de structure économique - avec un rôle important du secteur financier, qui a jusqu'à présent contribué à amortir le choc. Enfin, un plan de relance des investissements publics permettrait de mieux arrimer la reprise à partir de la fin 2020 et en 2021, sans pour autant engendrer des coûts importants en termes de dette publique. Des investissements additionnels pourraient même à la fois renforcer la croissance économique et améliorer le ratio d'endettement, si les investissements en question étaient sélectionnés de manière avisée et induisaient de ce fait d'importants effets d'entraînement économique (multiplicateurs budgétaires élevés).

Les simulations économiques indicatives présentées dans ce document de travail valent bien entendu « jusqu'à preuve du contraire ». Elles devront être affinées et remises à jour de manière continue, dans un environnement luxembourgeois et global susceptible d'évoluer « au jour le jour ». Elles ne constituent par ailleurs qu'un sujet parmi beaucoup d'autres - songeons à la situation sociale, à l'environnement, au système de santé, etc.