



1 EVOLUTIONS RÉCENTES DE LA BALANCE COURANTE DU LUXEMBOURG¹

1.1 INTRODUCTION

Au cours de deux dernières décennies, le Luxembourg a enregistré des excédents récurrents dans sa balance des transactions courantes qui représentent en moyenne 10 % du PIB sur la période 1995-2008. Au fil du temps, les excédents courants successifs affichent toutefois une tendance baissière manifeste, en passant de 12 % du PIB en 1995 à 10 % en 2007 et à 5 % selon une estimation préliminaire de l'année 2008. Certaines sous-périodes ont été caractérisées par une évolution irrégulière en dents de scie (1999-2004) et d'autres par une baisse marquée (1995-1999 et 2004-2008).

Cette étude analyse la dernière évolution de la balance courante qui s'est caractérisée par une dégradation brutale de l'excédent surtout au cours de l'année 2008. L'étude met en évidence la contribution de chacune des quatre balances partielles (biens, services, revenus et transferts courants) à l'évolution de l'excédent du compte courant. A première vue l'importante dégradation constatée pour l'année 2008 s'explique à la fois par une détérioration marquée des déficits dans les marchandises et dans les transferts courants ainsi que par une stagnation de l'excédent des services. Toutefois le déficit dans les échanges de biens enregistré pour 2008 reste à son niveau moyen (11 % du PIB) observé sur une période assez longue (1995-2008). Le déficit des transferts courants, qui a atteint 6 % du PIB en 2008, reste relativement faible par rapport aux autres balances partielles. Quant au déficit des revenus, s'il avait largement contribué à l'ajustement à la baisse de l'excédent courant sur la période 2000-2006, il s'est globalement stabilisé autour de 30 % du PIB sur les deux dernières années (2007-2008). C'est donc la stagnation récente (observée surtout au cours des deux derniers trimestres de l'année écoulée) du surplus des services qui a eu un impact considérable sur l'excédent courant de 2008. La balance des services constitue en effet la seule balance partielle où les échanges du Luxembourg sont excédentaires.

Cette étude est basée sur une analyse purement descriptive de la structure du compte courant du Luxembourg en mettant en évidence ses caractéristiques : une balance commerciale structurellement déficitaire avec une concentration des exportations sur quelques catégories de biens (produits sidérurgiques, pneumatiques, plastiques et textiles, réexportations de machines et équipement) et sur quelques marchés (trois pays limitrophes) ; une balance des services structurellement excédentaire, reposant essentiellement sur les exportations nettes de services financiers ; une balance des revenus déficitaire sous l'effet du nombre croissant de travailleurs frontaliers et sous le poids des dividendes versés aux actionnaires non-résidents ; une balance des transferts courants déficitaire en grande partie sous l'effet de la redistribution des revenus monétaires de l'Eurosystème.

Au-delà d'une analyse purement descriptive, l'on pourrait s'interroger, d'un point de vue macro-économique, si la dégradation récente du solde courant s'inscrit dans un mouvement d'ajustement vers son équilibre ou s'il s'agit d'un phénomène purement conjoncturel. Toutefois cette question d'une grande complexité, dans le contexte d'une petite économie ouverte en union monétaire avec ses principaux partenaires, s'inscrit au-delà de l'étendue de la présente analyse.

1.2 LA STRUCTURE DE LA BALANCE COURANTE ET LA DÉGRADATION RÉCENTE DE SON EXCÉDENT : VUE GÉNÉRALE²

L'évolution de l'excédent de la balance courante depuis 1995³ se caractérise par une tendance baissière manifeste.

1 Par Albert LENDELE - KOLA

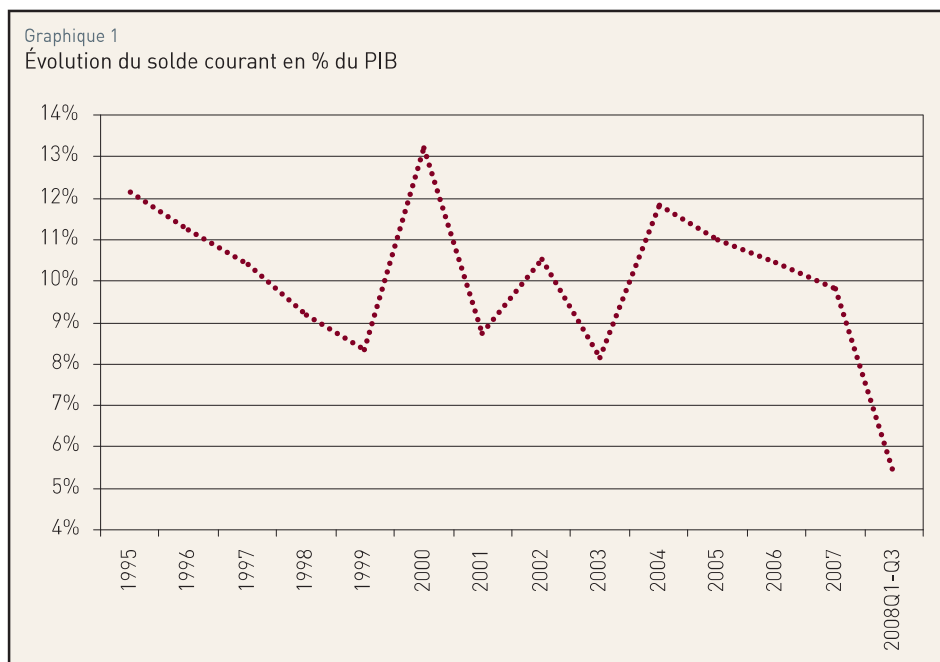
2 Pour plus de détails, voir Bulletin du STATEC n° 4/2008, « La balance courante du Luxembourg de 2002 à 2007 - analyse par principales composantes et par pays ».

3 Pour des raisons de différences méthodologiques, les données antérieures à 1995 ne sont pas couvertes par cette analyse.

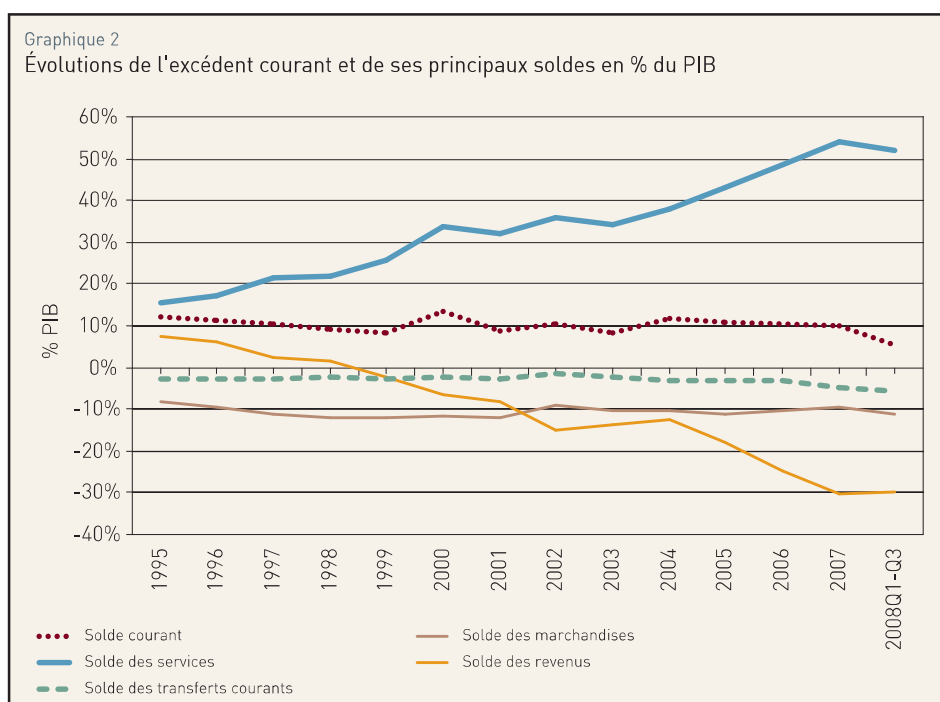
Le surplus courant qui s'élevait à près de 13% du PIB nominal en 1995 s'est contracté de manière régulière au fil des ans, pour atteindre 8% en 1999. Sur la période 1999-2004, le surplus courant a évolué en dents de scie entre 8% et 12% du PIB. Depuis 2004, le solde courant connaît une baisse régulière, au point d'atteindre 9,8% du PIB en 2007 avant de se détériorer brutalement en 2008 (environ 5% du PIB). Les facteurs qui sont à la base de cette dernière dégradation sont abordés dans cette section qui analyse la structure de la balance courante du Luxembourg. Cette structure, fortement dominée par les services financiers, est l'élément fondamental à la base de la détérioration récente du compte courant. Les exportations nettes des services financiers, qui représentent deux tiers du surplus total des services, ont été largement affectées par la crise financière internationale, surtout au troisième et au quatrième trimestre de 2008. De ce fait, l'excédent courant lui-même a été fortement affecté par la crise financière.

La décomposition de la balance courante selon ses principales balances partielles fait ressortir :

- Une balance commerciale avec un lourd déficit mais stable dans le temps (variant entre 8%-12% du PIB sur la période 1995-2008);
- Une balance des services fortement excédentaire (de 15% du PIB en 1995, cet excédent atteint 54% du PIB en 2007 et 52% en 2008);
- Une balance des revenus dont le déficit s'est fortement accru sur la période 2001-2007 (en passant de 8% du PIB en 2001 à 30% en 2007, avant de se stabiliser à ce dernier niveau en 2008);
- Une balance des transferts courants structurellement déficitaire mais très stable dans le temps (3% du PIB en moyenne sur la période 1995-2008 malgré une remontée régulière au cours des deux dernières années).



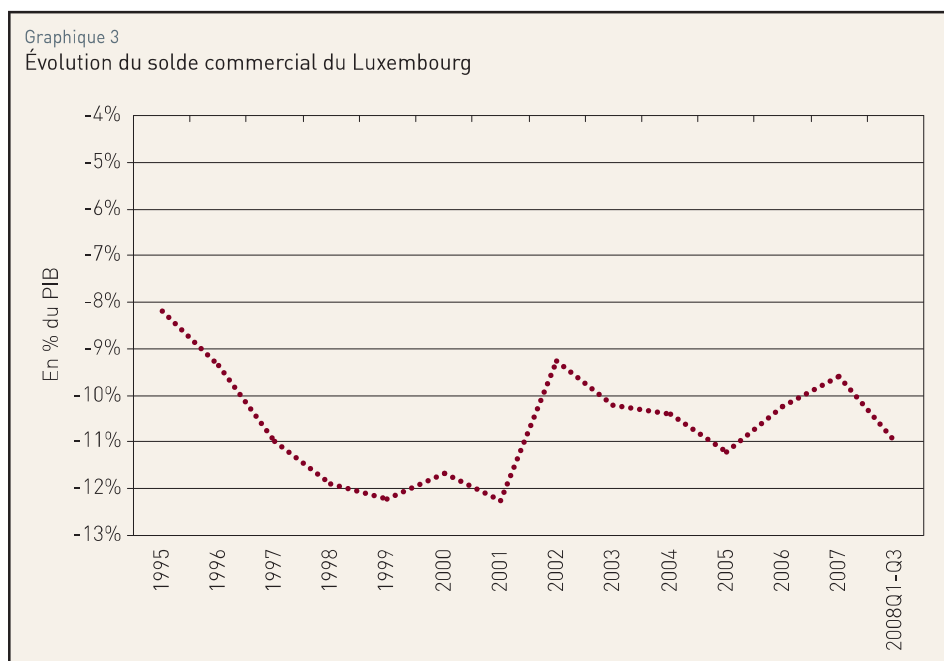
Source : BCL, STATEC



Source : BCL, STATEC

1.3 LE DÉFICIT STRUCTUREL DE LA BALANCE DES MARCHANDISES

La balance commerciale enregistre en recettes les ventes de biens à l'étranger par les résidents luxembourgeois et en dépenses les achats de marchandises en provenance du reste du monde. Dans les échanges de biens, le Luxembourg enregistre depuis des décennies un large déficit commercial qui, en moyenne annuelle, atteint 11% du PIB sur la période 1995-2008. La balance des marchandises reste structurellement déficitaire en raison de la structure elle-même de l'économie luxembourgeoise qui s'est spécialisée dans les exportations de services (surtout financiers). Si cette spécialisation dans des services financiers a permis à l'économie de développer un pôle de compétitivité sur les marchés financiers internationaux, le corollaire en est évidemment le recours aux importations de biens pour satisfaire la demande intérieure. Ainsi, beaucoup de marchandises échangées sur le marché intérieur ne sont pas produites localement. C'est le cas des biens de télécommunication, des appareils électroménagers, des appareils audio et vidéo, des produits pétroliers, des produits pharmaceutiques, des automobiles.



Source : BCL, STATEC

Plusieurs autres caractéristiques liées aux échanges de marchandises peuvent également présenter des risques sur l'évolution du déficit commercial :

- la prédominance de certaines catégories de produits au niveau des exportations ;
- la concentration des échanges sur les trois pays limitrophes (Allemagne, Belgique, France).

La structure des échanges de biens du Luxembourg montre en effet une forte concentration des exportations sur trois catégories de produits, à savoir les articles manufacturés en métaux communs (produits de l'industrie si-

dérurgique), les autres articles manufacturés classés d'après la matière première (produits plastiques, pneumatiques, textiles) et les réexportations de machines et équipements. Les trois catégories de produits représentent en effet environ 66% de toutes les exportations du Luxembourg, les produits sidérurgiques représentant 33%, les réexportations de machines et équipements 18%. Soulignons que sur la période 2004-2007, la demande mondiale d'acier a fortement augmenté, ce qui a permis au Luxembourg d'accroître ses exportations de produits métalliques. Toutefois, la concentration des exportations de biens sur ces produits peut présenter un risque en période de crise économique où la contraction de la demande internationale pèse lourdement sur les exportations de ces types de biens.

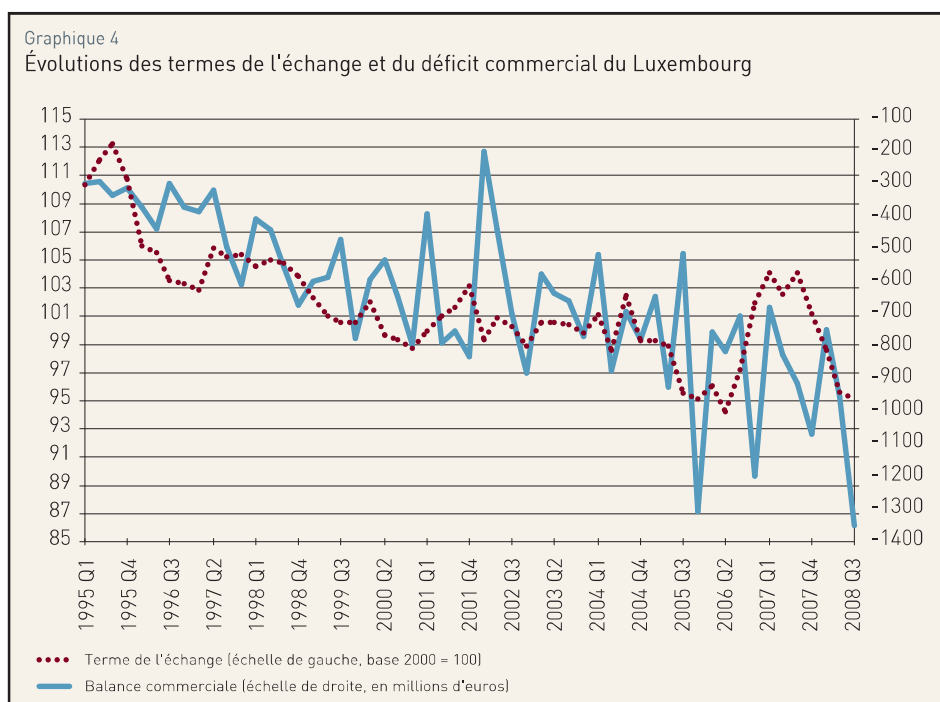
Au niveau de la structure géographique des échanges de biens, les pays membres de la zone euro, avec près de 75% des exportations, demeurent les principaux débouchés des exportations luxembourgeoises. Au sein de la zone, les trois pays limitrophes (Allemagne, Belgique et France) achètent environ 55% de toutes les marchandises exportées par le Luxembourg. L'Allemagne est le premier partenaire avec un quart des exportations totales. La performance exportatrice de l'Allemagne au cours des dernières années a donc également profité au Luxembourg qui lui fournit des biens intermédiaires. Vient ensuite la France qui absorbe 17% des exportations luxembourgeoises et enfin la Belgique avec 12%. Les importations

de biens du Luxembourg sont livrées à 86 % par les pays membres de la zone euro. Parmi ces pays, la Belgique livre environ 35 % de toutes les marchandises importées, suivie par l'Allemagne avec 29 % et la France avec 12 %.

La récente hausse du déficit commercial

Le déficit des échanges de biens a fortement progressé (+26 %) pour atteindre 3 milliards d'euros au cours des trois premiers trimestres de 2008 (soit 11 % du PIB de la période, après 10 % en 2007). Cette progression du déficit commercial s'explique par la croissance relativement forte (+9 %) des importations de «marchandises générales» qui, sous l'effet du renchérissement des produits pétroliers, ont atteint 12,8 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008. Les exportations de «marchandises générales» ont certes progressé à un rythme assez soutenu en termes nominaux (+6 % à 9 milliards d'euros), mais leur croissance s'est avérée inférieure à celle des importations. Toutefois en termes de volumes, les échanges de biens du Luxembourg ont largement été affectés par le ralentissement généralisé de la conjoncture économique au niveau mondial. Les exportations se sont ainsi réduites de 2,6 % en volumes et les importations se sont réduites davantage (-7,4 %). La croissance positive observée en termes nominaux provient donc d'une hausse des prix tant à l'exportation qu'à l'importation. Toutefois les prix à l'importation ont progressé davantage que les prix à l'exportation. En effet, l'indice moyen des valeurs unitaires à l'importation, sous l'effet de la hausse des produits pétroliers sur cette période, a augmenté de 16,6 % comparée à une hausse de 8,5 % pour les valeurs unitaires à l'exportation. Cette évolution a occasionné une importante détérioration (-6,9 %) des termes de l'échange, ce qui est à la base de la forte dégradation du solde commercial du Luxembourg (voir graphique).

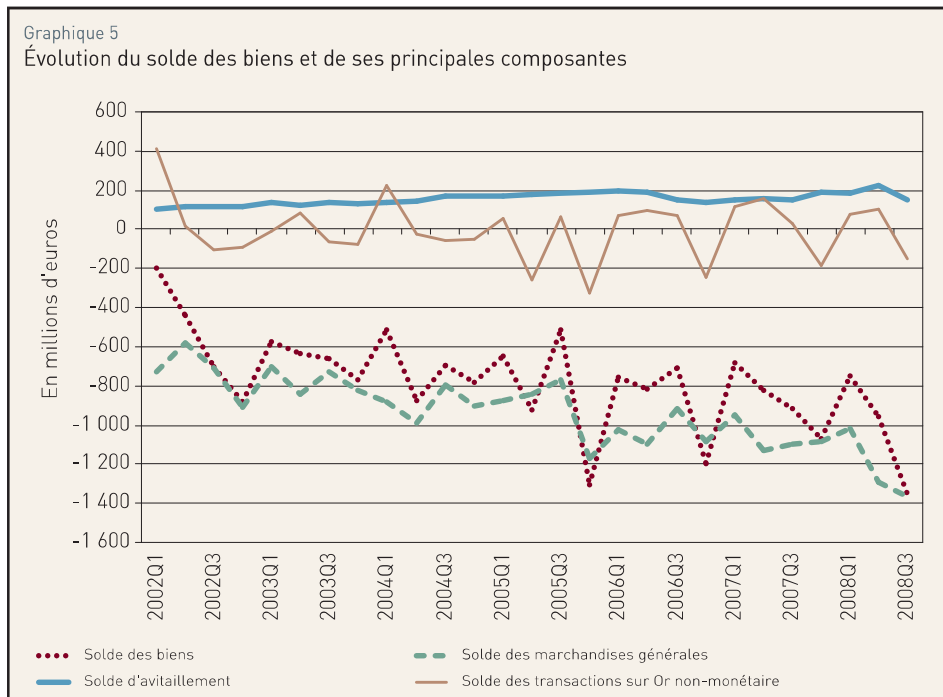
A côté des opérations d'avitaillement⁴ qui se soldent traditionnellement par un excédent en faveur du Luxembourg, le solde des transactions sur or non-monnaire joue parfois un rôle positif sur la balance des marchandises du Luxembourg en réduisant son déficit global (voir graphique). Outre le renchérissement des importations de produits énergétiques évoqué ci-dessus, les transactions sur or non-monnaire se sont caractérisées par une forte hausse des importations, essentiellement au troisième trimestre de 2008, ce qui a réduit le surplus de ces opérations à 33 millions d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008, contre 308 millions sur la même période de 2007. Cette évolution défavorable a également contribué à l'aggravation du déficit des marchandises sur les trois premiers trimestres de 2008.



Source : STATEC

4 Les exportations enregistrées sous l'avitaillement correspondent essentiellement à l'achat de carburants par les professionnels routiers non-résidents de passage sur le territoire luxembourgeois. Les ventes de carburants aux particuliers sont enregistrées dans les services de voyages.

Graphique 5
Évolution du solde des biens et de ses principales composantes



Source : BCL, STATEC

Le problème de compétitivité et la performance des exportations de biens

La BCL publie régulièrement⁵ les indicateurs de compétitivité basés sur l'évolution des prix et coûts relatifs. Ces indicateurs comparent les prix/coûts au Luxembourg avec une moyenne pondérée des mêmes prix/coûts dans les principaux pays partenaires du Luxembourg, exprimés dans une devise commune. Les indicateurs montrent pour la plupart que l'économie luxembourgeoise a subi une perte de sa compétitivité au cours des dernières années. Dans quelle mesure cette perte de compétitivité a-t-elle affecté la performance des exportations de biens et le solde courant du Luxembourg ?

Dans son étude publiée dans le Rapport Annuel 2007 (pp.85-88), la BCL avait chiffré les élasticités des exportations par rapport aux différentes mesures de la compétitivité prix/coûts dans un intervalle de -0,22 à -0,60. En d'autres termes, une détérioration de 5% de la compétitivité ne réduisait « que » de 1,1% à 3% les exportations du Luxembourg. En revanche, la BCL avait trouvé des valeurs très élevées (supérieures à l'unité) des élasticités des exportations face à la demande étrangère. En d'autres termes, les exportations luxembourgeoises restent beaucoup plus sensibles aux évolutions de la demande internationale qu'aux évolutions des prix et coûts relatifs.

Dans son Bulletin 2008/01, la BCL⁶ a développé une autre méthodologie spécifique, « l'analyse de la part de marché constant » (APMC), pour étudier l'effet compétitivité sur la performance exportatrice du Luxembourg. Dans cette étude, la performance exportatrice est appréhendée par l'évolution des parts de marché des exportations du Luxembourg par rapport à ses partenaires membres de la zone euro. On constate que la part relative du Luxembourg dans les exportations de la zone euro n'a varié que très peu sur la période couverte par l'étude (1999-2007). Elle a toutefois légèrement baissé en moyenne, de 0,474% en 1999 à 0,445% en 2007, et ce recul est continu sur les trois dernières années (2005-2007). Le Luxembourg a donc perdu des parts de marché au cours de la période 1999-2007.

La méthodologie APMC a décomposé l'évolution des parts de marché en une composante « structure » et une composante « compétitivité ». L'étude a conclu que la baisse de la part de marché du Luxembourg à l'exportation n'est pas due uniquement à une perte de sa compétitivité prix/coûts mais aussi à la structure de ses exportations en termes de destinations. Ainsi, la forte concentration des exportations luxembourgeoises sur certains marchés (zone euro et principalement l'Allemagne, la Belgique et la France) est également à la base de la faible performance exportatrice du Luxembourg. Pour être plus précis, si le marché allemand a contribué positivement à la performance exportatrice du Luxembourg, cela n'a pas été le cas des marchés belge et français qui ont été moins dynamiques. Par ailleurs, la

5 Cfr. Voir Rapport Annuel 2007, pp. 85-88

6 Cfr. E. Walch et P. Guarda, « Compétitivité et exportations », Bulletin 2008/1, pp.82-89

concentration sur un nombre limité de produits (métalliques) a permis d'accroître la performance des exportations, du moins sur la période (2004-2007) durant laquelle ces produits ont bénéficié d'une forte demande internationale.

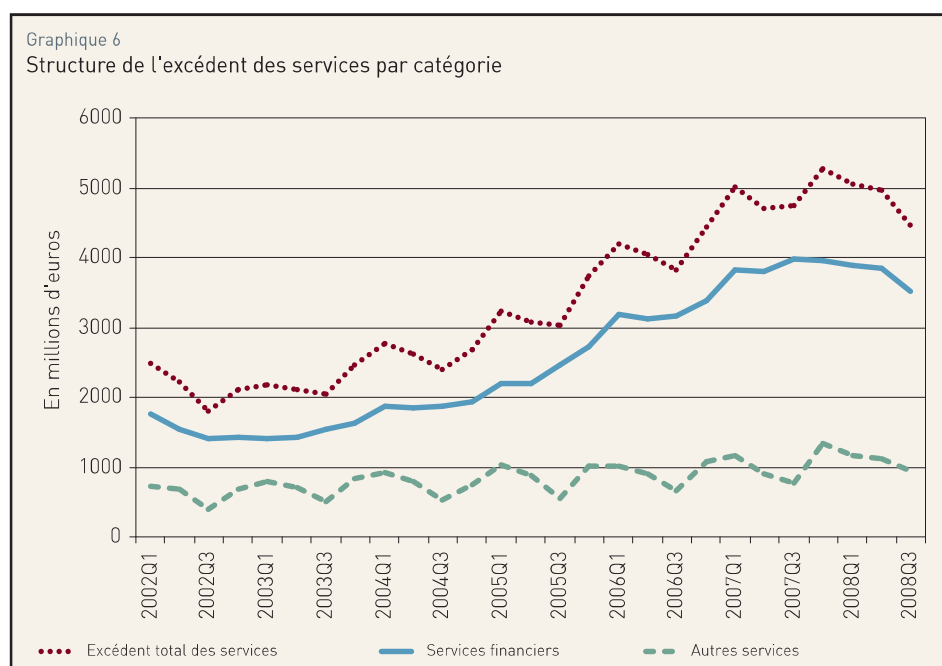
En définitive, même si la performance des exportations de biens du Luxembourg a été négativement affectée par des facteurs de compétitivité et de structure géographique, cette performance ne peut avoir qu'un impact limité sur la balance courante. En effet, les exportations de biens ne représentent qu'environ 10% de l'ensemble des recettes au titre des transactions courantes du Luxembourg.

1.4 LA STAGNATION DE L'EXCÉDENT DES SERVICES

L'excédent de la balance courante du Luxembourg résulte exclusivement des prestations de services. Ceux-ci regroupent diverses activités dont les services financiers, le transport, les voyages, les services d'assurance, les services informatiques et de communication ainsi que les services aux entreprises (conseil/audit). La structure de la balance des services révèle une forte prépondérance des services financiers dont l'excédent représente plus de deux tiers du surplus total des services. Même en termes de flux bruts, tant les exportations que les importations de services financiers constituent près de 60% des recettes et des dépenses totales enregistrées dans les services. Au vu de ce poids prépondérant, l'évolution de la balance des services du Luxembourg est largement tributaire de l'évolution des services financiers. La croissance quasi-nulle de l'excédent des services telle qu'enregistrée au cours des trois premiers trimestres de 2008, résulte d'ailleurs de la dégradation du surplus des services financiers.

La récente contraction de l'excédent des services financiers

Dans le contexte de la crise financière internationale qui s'est intensifiée au second semestre de 2008, les exportations de services financiers se sont contractées de 2% sur les trois premiers trimestres de 2008, de sorte que l'excédent total des services financiers a reculé de 3% sur cette période en comparaison avec l'excédent des trois premiers trimestres de 2007. Il s'agit de la première contraction depuis cinq ans, après les reculs exceptionnels enregistrés aux premier et deuxième trimestres 2003.



Source : BCL, STATEC

Les recettes nettes enregistrées au titre des services financiers sont constituées en grande partie des commissions perçues par les banques résidentes, dans leurs activités de gestion de fortune et/ou dans leur fonction d'agents administratifs des fonds d'investissement. Ces commissions dépendent de la valeur des actifs gérés et des nouvelles souscriptions aux parts d'OPC. La baisse généralisée des cours d'actifs sur les marchés financiers a affecté les exportations nettes de services financiers par deux canaux : d'une part, en réduisant la valeur des actifs sous gestion et donc les commissions y afférentes, et d'autre part, par l'incertitude qui en a résulté et qui n'a pas favorisé les nouvelles émissions de parts d'OPC. Ainsi, les

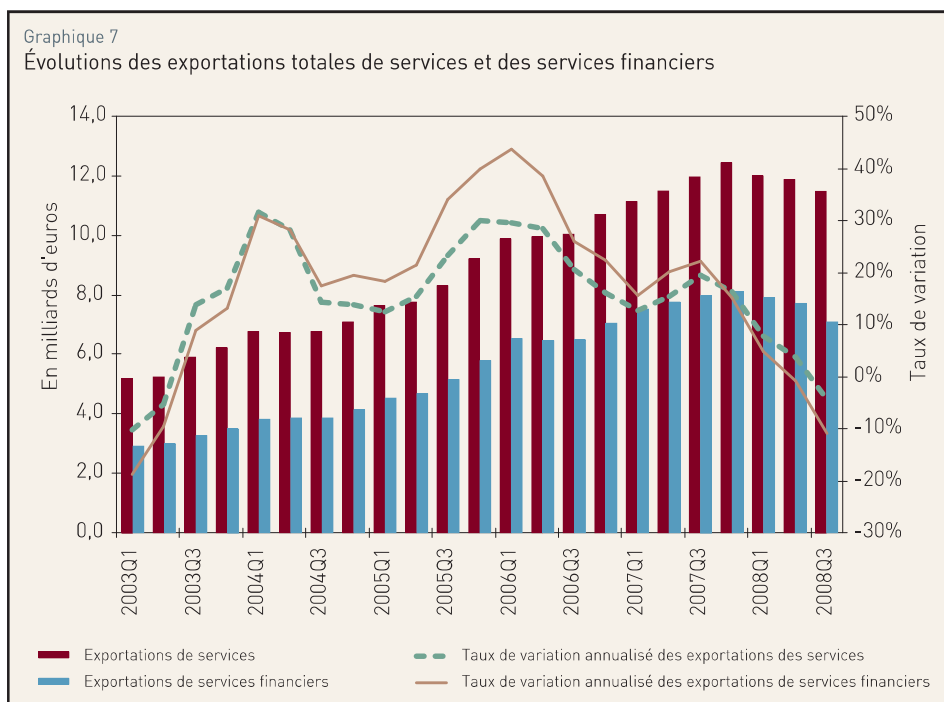
émissions nettes de parts d'OPC ont été négatives sur l'année 2008 (-77 milliards d'euros) alors qu'elles étaient largement positives aux cours des dernières années (+188 milliards en 2007, après 241 milliards en 2006, voir graphique). En définitive, les exportations nettes de services financiers sont largement soumises aux aléas des évolutions des marchés financiers internationaux.

Amélioration du solde des autres services

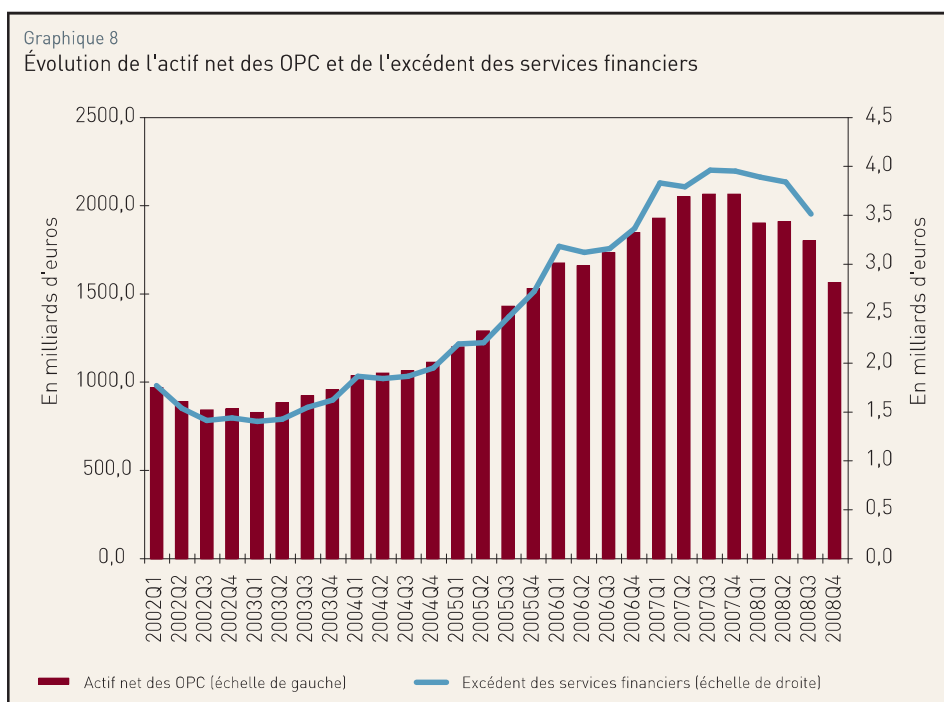
A l'opposé des exportations de services financiers, les autres services ont vu globalement leur solde positif s'améliorer sur les trois premiers trimestres de 2008. Parmi ces autres services qui apportent souvent une contribution positive au compte courant du Luxembourg figurent le transport, les voyages, les activités de communication, les services d'assurance, les services informatiques et d'information.

Après les services financiers, l'important développement du fret aérien des marchandises (CARGOLUX) a fait du transport la deuxième source des recettes nettes en prestations de services. En troisième position se classent les activités de communication dont les recettes nettes sont liées aux prestations satellitaires de la compagnie SES. Toutefois, ce développement des activités de transport et de communication a eu pour corollaire les importations accrues de matériels de transport (aéronefs et satellites) qui ont augmenté le déficit des marchandises. Les activités de tourisme se composent des voyages privés, des voyages d'affaires et incorporent en recettes les achats par les particuliers non-résidents de produits soumis aux accises (carburants, alcools et tabac).

Les services pour lesquels les soldes sont déficitaires regroupent surtout les services aux entreprises (conseil, audit,...), les services personnels et culturels ainsi que les services de construction.



Source : BCL, STATEC



Source : BCL, CSSF, STATEC

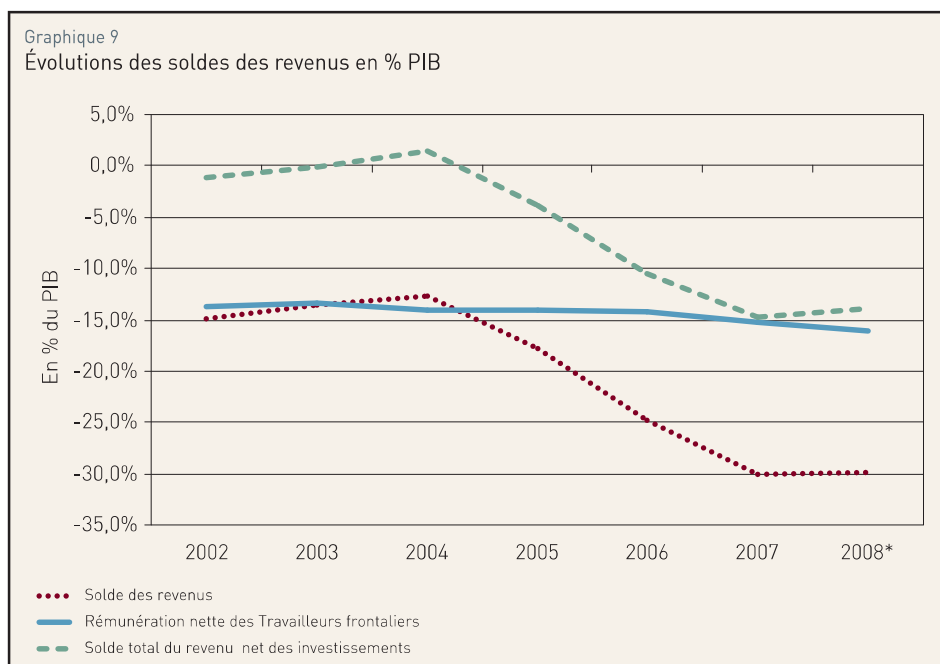
1.5 STABILISATION DU DÉFICIT DES REVENUS DES FACTEURS

La balance globale des revenus des facteurs connaît un déficit structurel sous l'effet de la hausse continue de la rémunération des travailleurs non résidents, dont le nombre est croissant et sous l'effet des versements de dividendes à l'étranger. Les dernières données disponibles couvrant les trois premiers trimestres 2008 montrent une légère résorption (-0,5%) du déficit des revenus. Dans un contexte de croissance soutenue de la rémunération nette des frontaliers, (+12,2% sur les trois premiers trimestres 2008), la résorption de ce déficit s'explique à la fois par une hausse de la marge d'intérêts des banques résidentes et par une forte réduction des dividendes attribués aux actionnaires non-résidents.

En considérant une période assez longue, en pourcentages du PIB, les données indiquent que le creusement du déficit des revenus émane plutôt de la détérioration (du moins depuis 2004) de la balance des revenus d'investissements. Le déficit de la rémunération nette des salariés frontaliers, malgré son importante hausse en termes nominaux, reste largement stable (entre 14%-16% du PIB, voir graphique).

La rémunération nette des frontaliers

Cette dernière décennie, pour répondre à ses besoins de main-d'œuvre, l'économie luxembourgeoise a eu recours à un nombre croissant de travailleurs frontaliers. Fin 2000, le Luxembourg comptait quelque 87 000 travailleurs non-résidents (36% de l'emploi salarié total). Selon les dernières données disponibles, le nombre de salariés non-résidents a atteint 149 000 en septembre 2008, soit 44% de l'emploi salarié intérieur. Cette progression continue du nombre des frontaliers, ainsi que la hausse du coût salarial moyen dont l'évolution se situe ces dernières années au-dessus de la moyenne des principaux partenaires commerciaux, génère un déficit croissant au niveau de la rémunération des salariés: 16% du PIB en 2008 après 15% en 2007 (et 14% sur la période 2004-2006). L'impact total de ce déficit sur le solde courant mérite néanmoins d'être nuancé. Du fait de leur participation directe à l'activité productive, les frontaliers contribuent à la sécurité sociale et paient des impôts directs sur le revenu. Ces contributions sont intégrées dans les recettes des transferts courants perçus par les administrations publiques et sont de ce fait à la base du surplus des transferts publics. En outre, les frontaliers réalisent une série d'achats de biens et services au Luxembourg qui sont enregistrés au crédit de la rubrique «voyages»⁷.

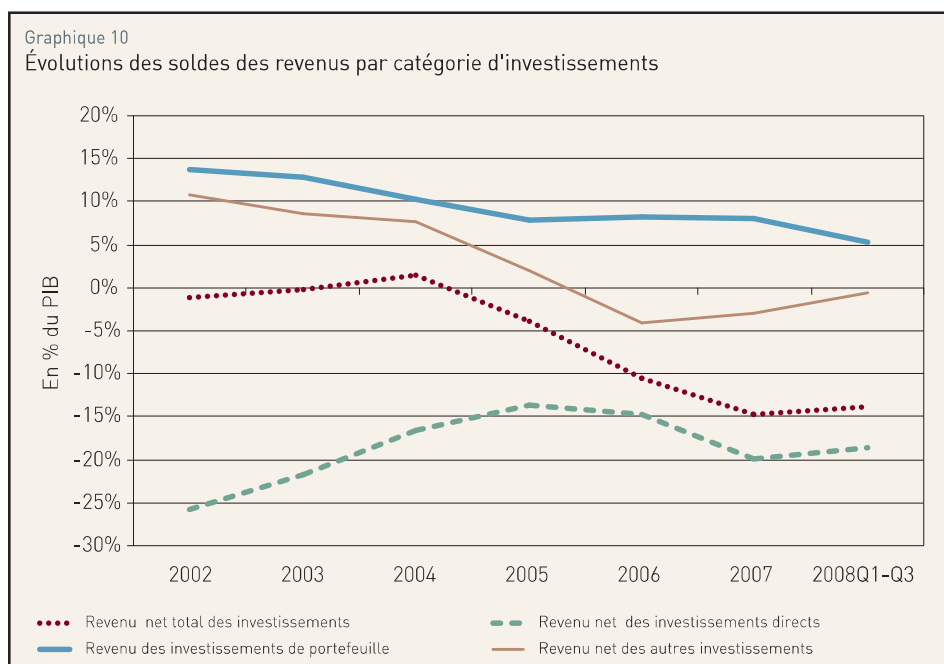


Source : BCL, STATEC

⁷ Voir Cahier CEPS/INSTEAD – STATEC n° 100, «Les salariés frontaliers dans l'économie luxembourgeoise» et Cahier STATEC n°1/2008, «Les dépenses des salariés frontaliers au Luxembourg en 2007».

Le revenu net des investissements

Cette rubrique comprend les revenus des investissements directs, les revenus des investissements de portefeuille et les revenus des autres investissements. Les revenus des investissements directs enregistrent les bénéfices distribués ou non par les entreprises d'investissement direct. Le Luxembourg enregistre un déficit structurel au niveau de ces revenus étant donné que l'économie nationale est bénéficiaire net des investissements directs étrangers. Par contre, le Luxembourg enregistre un surplus au niveau des revenus des investissements du portefeuille et des autres investissements. Il s'agit essentiellement des dividendes d'actions détenues à des fins de placement, des intérêts des titres de créances et des intérêts des prêts octroyés aux non résidents.



Source : BCL, STATEC

Au vu des évolutions illustrées par le graphique ci-dessus, c'est le déficit du revenu des investissements qui explique en grande partie la détérioration de la balance globale des revenus. Cette détérioration s'observe dans les trois sous-composantes des investissements. Premièrement, le solde positif du revenu des autres investissements s'est fortement contracté entre 2004 et 2005 avant de s'inverser en devenant déficitaire depuis 2006. Cette évolution négative est largement due à une forte hausse, du moins depuis 2004, des autres passifs (emprunts) des OPC⁸. Deuxièmement, le déficit du revenu des investissements directs, alors qu'il s'était contracté régulièrement sur la période 2002-2005, s'est

à nouveau creusé depuis 2006, sous l'effet de la hausse des dividendes attribués aux actionnaires non-résidents. Troisièmement, le solde excédentaire du revenu des investissements de portefeuille, qui s'était stabilisé autour de 8% du PIB sur la période 2005-2007, après avoir baissé régulièrement sur la période 2002-2004, a de nouveau amorcé une tendance à la baisse en 2008.

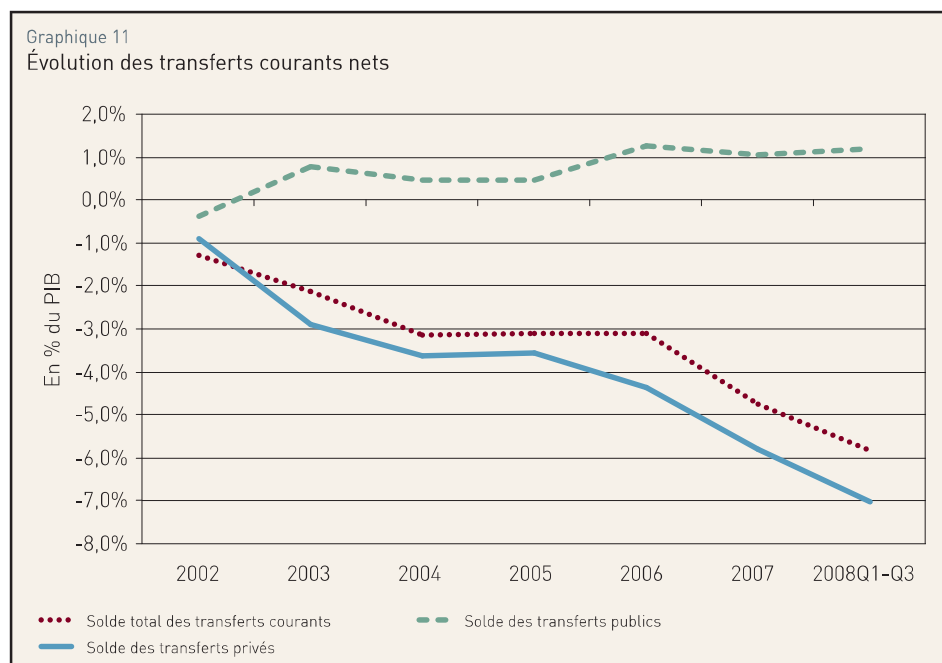
1.6 LA RÉCENTE AGGRAVATION DU DÉFICIT DES TRANSFERTS COURANTS

Sous cette balance partielle, le compte courant recense d'un côté les transferts courants des administrations publiques et de l'autre côté les transferts courants privés. Le déficit des transferts courants était globalement stable à 3% du PIB sur la période 1995-2006. C'est depuis 2007 qu'il a commencé à accroître fortement en passant à 5% du PIB en 2007, puis à 6% du PIB sur les trois premiers trimestres de 2008. Cette détérioration est due à une hausse du déficit des transferts privés, dans un contexte où le léger solde positif des transferts des administrations publiques s'est même amélioré.

8 Si les OPC contribuent au solde négatif des revenus des investissements, leur contribution globale à la balance courante reste largement positive. Pour plus de détails, voir Bulletin BCL 2008/1, « Revenus des investissements dans la balance des paiements du Luxembourg », p.91

Amélioration du solde des transferts publics

Les transferts courants publics comprennent en dépenses les contributions de l'Etat aux organisations internationales, l'aide au développement et les versements effectués par les organismes de sécurité sociale à leurs homologues à l'étranger. Comme déjà évoqué, les recettes des transferts publics sont constituées en grande partie des contributions des travailleurs non résidents, sous forme de cotisations de sécurité sociale et sous forme d'impôts sur le revenu. Les diverses contributions des frontaliers sont d'ailleurs à la base du solde positif des transferts publics qui représente, en données annuelles, environ 1 % du PIB (voir graphique).



Source : BCL, STATEC


Détérioration du solde des transferts privés

Les transferts privés comprennent aussi bien les envois de fonds des immigrés résidant au Luxembourg vers leurs pays d'origine que les primes (diminuées des commissions de service) et les indemnités d'assurance (autre que l'assurance vie) perçues et payées par les sociétés d'assurances et de réassurances domiciliées au Luxembourg. Les transferts privés incorporent également, par convention, les redistributions des revenus monétaires au sein de l'Eurosystème. En effet, par convention interne à l'Eurosystème, les revenus découlant des opérations de politique monétaire doivent être transférés à la BCE, avant d'être répartis proportionnellement entre les banques centrales nationales (sur base de la part de capital détenue). Au cours des dernières années, les opérations de politique monétaire ont fortement augmenté, avec comme corollaire la hausse des revenus monétaires transférés à la BCE. Ces transactions représentent plus de la moitié du solde des transferts courants privés et sont à la base de la détérioration au cours des dernières années du solde des transferts privés⁹.

1.7 CONCLUSION

Sur les deux dernières décennies, la balance courante du Luxembourg n'a cessé d'accumuler au fil des ans d'importants excédents courants (10% du PIB en moyenne sur la période 1995-2008). Après avoir baissé de manière régulière sur la période 1995-1999 (de 12% à 8% du PIB), l'excédent courant a évolué de manière volatile sur la période 2000-2004 (entre 8% et 12% du PIB). A partir de 2005, le surplus semble de nouveau s'inscrire sur une tendance baissière manifeste en passant de 11% en 2005 à 9,8% en 2007 avant de chuter brutalement en 2008 à environ 5% du PIB selon les données préliminaires couvrant les trois premiers trimestres.

9 Pour plus de détails, voir Rapport Annuel 2007, pp.91-97



La présente analyse a mis en évidence les facteurs explicatifs de cette dégradation récente de l'excédent. En raison de leur nature structurelle, le déficit des marchandises (qui reste par ailleurs stable à 11 % du PIB sur une longue période) et celui des transferts courants (qui est relativement faible sur une longue période), ne semblent pas jouer un rôle prépondérant dans la baisse régulière du solde courant observée depuis 2005. L'analyse a examiné également dans quelle mesure la performance des exportations de biens du Luxembourg a été négativement affectée par des pertes de compétitivité observées au cours des dernières années. D'autres études récentes de la BCL ont montré en effet que les facteurs liés à la compétitivité prix/coûts ont eu certes un impact négatif sur les exportations, mais que cet impact reste modeste en comparaison avec les autres déterminants tels que la demande internationale, la structure géographique et la structure par produits des exportations luxembourgeoises. Par ailleurs, les exportations de biens ne représentent qu'environ 10 % de l'ensemble des recettes au titre des transactions courantes du Luxembourg.

Sur la période 2005-2007, la tendance à la baisse de l'excédent courant (exprimé en % du PIB) s'explique largement par une détérioration du solde des revenus d'investissements qui est passé d'un excédent de 1,4 % du PIB en 2004 à un large déficit de 15 % en 2007. Cette évolution négative est due en partie à une hausse de l'endettement des OPC. En outre, le déficit du revenu des investissements directs s'est creusé sur la période 2006-2007 sous l'effet des dividendes versés aux actionnaires non-résidents.

La chute du surplus courant du Luxembourg au cours de l'année 2008 provient toutefois de la stagnation du surplus des services et, plus particulièrement, du recul des exportations nettes des services financiers sur l'année écoulée. La balance des services constitue en effet la seule balance partielle où les échanges du Luxembourg sont excédentaires. Sur la période 2004-2007, l'excédent des services financiers, qui représente 75 % du surplus total des services, a enregistré un taux de croissance annuelle moyenne de 22 %. C'est cette forte progression du surplus des services financiers qui a soutenu largement le surplus courant du Luxembourg.

La chute brutale de l'excédent courant observée en 2008 est directement liée à l'intensification de la crise financière internationale depuis le troisième trimestre 2008. Le surplus des services financiers découle en effet en grande partie des commissions perçues par les banques résidentes, dans leurs activités de gestion de fortune et/ou dans leur fonction d'agents administratifs des fonds d'investissement. Ces commissions dépendent de la valeur des actifs gérés et des nouvelles souscriptions aux parts d'OPC. La baisse généralisée des cours d'actifs sur les marchés financiers a affecté négativement les commissions perçues par les banques résidentes. Puisque les exportations nettes de services financiers sont largement soumises aux aléas des évolutions des marchés financiers internationaux, au cas où les troubles sur ces marchés persistaient dans le temps, l'excédent courant du Luxembourg devrait se contracter davantage.

Finalement, le contexte du Luxembourg étant celui d'une petite économie ouverte, en union monétaire avec ses principaux partenaires commerciaux, on peut s'interroger si ses excédents courants récurrents sont soutenables à long terme. Cette question soulève la problématique liée aux mécanismes d'ajustement des déséquilibres externes, dans un contexte d'union monétaire, problématique qui pourrait faire l'objet d'approfondissements ultérieurs.