

Finalement, la dette extérieure brute du Luxembourg, qui recense uniquement les engagements financiers exigibles qui requièrent les paiements d'intérêt et du principal, s'établit à 1 485 milliards d'euros fin juin 2011 (environ 3500% du PIB) contre 1 439 milliards à fin mars 2011. La créance extérieure nette, qui correspond à la différence entre l'encours d'avoirs financiers exigibles et l'encours d'engagements exigibles, progresse de 9 milliards pour atteindre 1 348 milliards fin juin 2011.

Tableau 1.23
Evolution de la position extérieure globale du Luxembourg (en milliards EUR)

	Stocks 2011-Q1 ²⁾	Flux de balance de paiement ¹⁾	Variations dues aux cours de change et de bourse et autres ajustements ¹⁾	Stocks 2011-Q2 ²⁾
Position extérieure nette	46	1	5	53
Avoirs extérieurs bruts	4 910	90	-48	4 952
Engagements extérieurs bruts	4 863	89	-53	4 900
Investissements directs	26	4	6	35
Luxembourgeois à l'étranger	1 431	30	-2	1 459
Etrangers au Luxembourg	1 406	26	-8	1 424
Investissements de portefeuille	-275	-13	-4	-292
Titres étrangers	2 142	22	-28	2 136
Titres de participation	912	6	-23	894
Titres de créance	1 230	16	-4	1 242
Titres luxembourgeois	2 417	35	-24	2 428
Titres de participation	2 109	16	-28	2 097
Titres de créance	307	19	4	330
Produits dérivés	15	0	1	16
Créances	62	9	-11	60
Engagements	47	-9	-12	44
Autres investissements	280	11	2	293
Créances	1 274	47	-24	1 297
Engagements	994	37	-26	1 004
Avoirs de réserve	0,62	0,10	-0,01	0,71

Source : BCL

(1) Pour les flux et pour les variations, un signe négatif correspond à une diminution des avoirs et des engagements ou à un effet négatif de valorisation. Un signe positif traduit une hausse des avoirs et des engagements ou à un effet positif de valorisation.

(2) Les stocks d'avoirs et d'engagements sont repris avec un signe positif. Un signe négatif représente une position nette négative.

Encadré 1.4

TABLEAU DE BORD POUR LA SURVEILLANCE DES DÉSÉQUILIBRES MACROÉCONOMIQUES AU SEIN DE L'UE : ÉTAT DES LIEUX SUR LES INDICATEURS DES DÉSÉQUILIBRES EXTÉRIEURS

La récente crise de la dette souveraine a mis en exergue la nécessité du renforcement de la coordination des politiques économiques des pays membres de l'Union européenne, plus particulièrement au sein de la zone euro. Cette crise a été précédée par une accumulation d'importants déséquilibres macroéconomiques dans certains pays membres dits de la périphérie dont la Grèce, l'Espagne, l'Italie et l'Irlande. Avant l'éclatement de la crise, la situation économique dans certains de ces pays s'est caractérisée par des niveaux de consommation insoutenables, des déficits élevés des finances publiques, la présence de bulles immobilières, une accumulation des dettes extérieures, etc. Des divergences larges et persistantes sont ainsi apparues au sein de l'UE et plus particulièrement au sein de la zone euro, entre les pays de la périphérie et ceux du Centre qui, dans l'ensemble, ont réalisé d'importants gains de compétitivité.

Parmi les remèdes proposés, le Conseil et le Parlement européens ont adopté¹ un nouveau règlement sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques. Par rapport au passé, le nouveau règlement propose un cadre plus précis et formel qui étend la surveillance des situations budgétaires aux autres équilibres macroéconomiques. Le but est de prévenir les déséquilibres macroéconomiques excessifs et d'inciter ou même de contraindre les États membres concernés à adopter des mesures correctives. Le nouveau cadre doit se fonder sur l'utilisation d'un tableau de bord, comportant un nombre limité d'indicateurs macroéconomiques assortis de seuils d'alerte (cf. article 3 du règlement). Les indicateurs portent sur plusieurs variables macroéconomiques : les coûts salariaux, les taux de chômage, les prix de l'immobilier, la dette du secteur privé, la dette du secteur public, la productivité, la compétitivité prix et non-prix, la balance courante, la position extérieure, etc.

Pour l'exécution dudit règlement, la Commission européenne a proposé un nombre très limité d'indicateurs précis et de seuils d'alerte. Les seuils ne sont pas établis sur une base arbitraire, mais plutôt sur des critères statistiques correspondant souvent aux quartiles les plus bas, ou les plus hauts le cas échéant. La présente analyse est limitée aux seuls indicateurs des déséquilibres externes.

INDICATEUR DU BESOIN DE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE OU DU SOLDE COURANT

Tableau 1
Solde de la balance courante en % du PIB (seuil : -4 %, +6 % du PIB)

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Belgique	1	-2	-2	2	2	2
Bulgarie	-1	-9	-23	-25	-18	-12
République tchèque	-3	-2	-2	-4	-2	-1
Danemark	6	3	3	1	3	4
Allemagne	6	6	6	7	6	5
Estonie	4	4	-10	-16	-15	-10
Irlande	0	-3	-6	-5	-4	-3
Grèce	-10	-11	-15	-15	-11	-8
Espagne	-5	-5	-10	-10	-9	-7
France	-2	-2	-2	-1	-1	0
Italie	-3	-2	-3	-2	-3	-2
Chypre	-8	n.a	n.a	-12	-7	-6
Lettonie	3	9	-13	-22	-23	-13
Lituanie	1	4	-13	-14	-11	-7
Luxembourg	8	6	5	10	10	12
Hongrie	1	0	-7	-7	-7	-7
Malte	-4	-7	-5	-6	-10	-9
Pays-Bas	7	4	4	7	9	7
Autriche	3	3	5	4	3	2
Pologne	-5	-4	-7	-6	-4	-2
Portugal	-10	-11	-13	-10	-11	-10
Roumanie	-4	-4	-12	-13	-10	-9
Slovénie	-1	-1	-7	-5	-2	-2
Slovaquie	-3	-3	-6	-5	-8	-8
Finlande	2	2	3	4	4	3
Suède	7	7	9	9	8	7
Royaume-Uni	-3	-2	-2	-3	-3	-3

Source : Commission européenne

¹ Texte provisoire adopté en première lecture de la procédure législative ordinaire du Parlement le 23 juin 2011. Le règlement définitif est en cours de traduction et de contrôle juridique. La Commission présentera en janvier 2012 un premier rapport sur le mécanisme d'alerte incluant le tableau de bord.

Le premier indicateur se rapporte au besoin (ou surplus) de financement de l'économie. Dans le tableau de bord, la Commission a retenu le solde de la balance courante en % du PIB (moyenne mobile sur trois ans) comme indicateur du besoin de financement national. Ce choix se justifie par le fait que le solde courant mesure en effet la différence entre l'épargne et l'investissement d'une économie et de ce fait signale mieux l'étendue de possibles déséquilibres macroéconomiques internes. Pour cet indicateur, le seuil d'alerte retenu est de +6 % du PIB correspondant au quartile le plus haut et -4 % du PIB pour le quartile le plus bas. Le tableau suivant présente cet indicateur pour chacun des pays membres de l'UE. Les données ne sont pas transformées en moyenne mobile sur trois ans (les conclusions ne changent pas fondamentalement pour la plupart des pays).

Le Luxembourg, qui enregistre traditionnellement un solde positif de son compte courant, ne dépasse largement le seuil d'alerte que pour les périodes antérieures à 2008. Au cours des trois dernières années, dans le contexte de la crise financière internationale, l'excédent courant du Luxembourg s'est en effet contracté pour atteindre une moyenne de 6 %, contre une moyenne historique de 10 %. D'un point de vue macroéconomique, l'épargne du Luxembourg dépasse toutefois systématiquement son investissement. Ce déséquilibre « positif » pourrait paradoxalement donner lieu à une demande de correction allant dans le sens d'une augmentation de la demande intérieure, afin de réduire l'excès d'épargne. Les récentes recommandations du G20 incitent d'ailleurs les pays affichant de larges excédents courants, avec un seuil d'alerte fixé à +4 % du PIB (cas de la Chine, du Japon et d'Allemagne) à accroître leur demande intérieure. Toutefois, dans ses conclusions, le Conseil n'a pas reconnu l'opportunité de déclencher des sanctions à l'encontre des pays qui accumulent de larges excédents courants, car ceux-ci ne menacent bien entendu nullement la soutenabilité de la dette extérieure.

INDICATEUR DE LA POSITION EXTÉRIEURE NETTE

Tableau 2
Indicateur de la position extérieure nette en % du PIB (seuil : -35 % du PIB)

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Belgique	78	57	40	29	29	34
Bulgarie	-98	-102	-98	-81	-58	-44
République tchèque	-49	-46	-37	-40	-33	-28
Danemark	10	4	-5	-6	0	4
Allemagne	42	38	27	27	28	21
Estonie	-73	-82	-77	-72	-74	-85
Irlande	-122	-98	-71	-19	-5	-24
Grèce	-96	-86	-77	-96	-85	-77
Espagne	-87	-91	-79	-78	-66	-56
France	-8	-11	-11	-9	-8	-4
Italie	-24	-25	-24	-25	-21	-16
Chypre	-10	20	12	12	38	20
Lettonie	-80	-82	-78	-75	-70	-60
Lituanie	-56	-59	-51	-56	-49	-43
Luxembourg	97	99	95	96	132	128
Hongrie	-111	-122	-100	-104	-108	-93
Malte	9	14	4	18	28	37
Pays-Bas	28	22	4	-6	3	-3
Autriche	-10	-8	-17	-18	-21	-22
Pologne	-64	-62	-48	-53	-46	-44
Portugal	-107	-110	-96	-88	-79	-67
Roumanie	-65	-62	-49	-44	-38	-29
Slovénie	-36	-36	-34	-21	12	10
Slovaquie	-66	-66	-59	-50	-65	-49
Finlande	7	-3	-10	-28	-14	-15
Suède	-7	-13	-9	-1	-13	-21
Royaume-Uni	-13	-21	-6	-21	-29	-20

Source : Commission européenne

Le deuxième indicateur porte sur la position extérieure nette en % du PIB. Son seuil se situe à -35 %, correspondant au quartile le plus bas. Cet indicateur montre le patrimoine extérieur de l'économie en regard de ce qu'elle doit. Il permet notamment d'évaluer la soutenabilité de la dette extérieure, une sous-composante qui se focalise uniquement sur les engagements exigibles qui requièrent les paiements d'intérêt et d'un principal. A environ 100 % de son PIB, le Luxembourg présente une position extérieure nette largement au-dessus du seuil de -35 %. Par ailleurs, en matière de position extérieure globale le Luxembourg présente le profil souvent atypique d'une petite économie incluant un centre financier international, à l'instar de Hong Kong ou Singapour (voir tableau ci-dessous). Dans ces centres financiers, les avoirs extérieurs et les engagements extérieurs atteignent souvent des niveaux très importants par rapport au PIB, mais qui se compensent dans une très large mesure. La position extérieure nette qui en résulte, malgré son niveau relativement faible par rapport aux totaux des actifs et passifs, reste conséquente si elle est rapportée au PIB. Ainsi, à la fin de l'année 2010 le Luxembourg se distingue par des avoirs et des engagements d'environ 120 fois supérieurs à son PIB, tandis que sa position extérieure nette est quasi équivalente à son PIB (97 %). Hong Kong présente des avoirs et des engagements 10 fois supérieurs à son PIB, et une position extérieure nette 3 fois supérieure. Dans l'interprétation des résultats comparatifs du tableau de bord, la prudence s'impose car la situation du Luxembourg se compare plus à celle des autres centres financiers internationaux qu'à celle des autres pays européens.

Tableau 3
Position extérieure en % du PIB : comparaison internationale à la fin de 2010

	Avoirs extérieurs bruts	Engagements extérieurs bruts	Position extérieure nette
Luxembourg	12 193%	12 096%	97%
Hong Kong	1 283%	975%	309%
Singapour	698%	474%	224%
Suisse	559%	425%	134%
Japon	118%	65%	53%
Chine	69%	39%	30%
Etas-Unis	140%	157%	-17%
Zone euro	165%	178%	-13%

Sources : IFS, FMI

INDICATEUR DE L'ÉVOLUTION DE LA COMPÉTITIVITÉ : LE TAUX DE VARIATION DU TAUX DE CHANGE EFFECTIF RÉEL (SEUIL +/-5% SUR 3 ANS).

L'évolution du taux de change effectif réel est souvent utilisée dans les études de compétitivité d'une économie. Puisqu'il mesure le rapport entre les prix étrangers et les prix domestiques exprimés dans une monnaie commune, son taux de variation traduit l'évolution des prix domestiques par rapport aux prix des pays partenaires compte tenu des taux de change bilatéraux. L'accroissement du taux de change effectif réel reflète ainsi une appréciation réelle de l'économie par rapport aux partenaires commerciaux intervenant dans les pondérations de l'indice. Cette appréciation réelle pourrait provenir soit d'une appréciation des taux de change nominaux, soit d'une hausse plus rapide des prix domestiques par rapport à ceux des pays partenaires.

Pour cet indicateur, la Commission européenne a retenu un seuil d'alerte de +/-5% de variation sur trois ans pour les pays de la zone euro et un seuil de +/-11% pour les autres pays de l'UE non-membres de la zone euro. Le Luxembourg, bien qu'ayant perdu de la compétitivité au cours de la dernière décennie, n'atteint pas ce seuil. Ce dernier présente en effet l'inconvénient majeur de reposer sur une fenêtre d'observation réduite (3 ans seulement). Par ailleurs, tous les pays de la zone euro semblent avoir gagné en compétitivité en 2010, dans la plupart des cas suite à une dépréciation des taux de change bilatéraux. Évalué sur la base de l'indicateur de la Commission, le Luxembourg enregistre un léger gain de compétitivité en 2010. La BCL publie régulièrement² les indicateurs de compétitivité basés sur l'évolution des prix et coûts salariaux relatifs. Ces indicateurs montrent pour la plupart que l'économie luxembourgeoise a subi une forte perte de compétitivité au cours de la dernière décennie.

2 Voir Rapport Annuel 2010, pp. 16-20.

Tableau 4

Variations annuelles du taux de change effectif réel (seuil : +-5% sur trois ans pour la zone euro et +-11% pour les autres pays)

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Belgique	-1,9%	0,3%	3,0%	0,9%	0,5%	0,1%
Bulgarie	-2,3%	3,6%	9,1%	5,0%	5,1%	1,8%
République tchèque	1,9%	-4,0%	15,1%	2,9%	5,0%	5,5%
Danemark	-3,5%	2,4%	2,3%	1,0%	0,0%	-0,8%
Allemagne	-4,3%	0,7%	0,9%	1,7%	-0,1%	-1,0%
Estonie	-2,0%	0,9%	7,1%	5,0%	2,3%	1,9%
Irlande	-6,8%	-1,5%	3,7%	3,3%	0,9%	-0,1%
Grèce	0,0%	2,1%	2,0%	1,0%	1,0%	-0,1%
Espagne	-2,3%	0,3%	2,6%	1,8%	1,6%	0,7%
France	-3,1%	0,2%	1,7%	0,9%	0,1%	-0,8%
Italie	-3,5%	1,0%	1,7%	1,3%	0,3%	-0,8%
Chypre	-2,3%	0,9%	2,7%	-0,5%	0,4%	0,4%
Lettonie	-6,1%	4,2%	11,1%	7,1%	4,2%	-0,5%
Lituanie	-3,1%	5,7%	7,0%	3,6%	1,3%	-0,4%
Luxembourg	-1,0%	0,9%	2,1%	1,0%	0,9%	1,3%
Hongrie	2,5%	-5,6%	3,1%	11,1%	-4,5%	1,8%
Malte	-3,5%	0,2%	3,6%	1,8%	1,4%	-0,1%
Pays-Bas	-3,3%	1,8%	0,7%	0,4%	-0,3%	-1,0%
Autriche	-2,6%	0,8%	0,6%	0,8%	-0,3%	-0,8%
Pologne	7,1%	-15,1%	9,6%	3,5%	2,4%	12,0%
Portugal	-2,4%	-0,7%	0,7%	1,2%	0,8%	-0,5%
Roumanie	2,2%	-7,5%	-5,0%	8,4%	7,4%	18,2%
Slovénie	-1,7%	1,9%	2,2%	1,6%	0,4%	-1,0%
Slovaquie	-3,3%	6,5%	8,9%	9,8%	5,8%	3,0%
Finlande	-4,0%	2,3%	2,1%	0,8%	-0,5%	-1,7%
Suède	7,7%	-7,6%	-2,0%	1,2%	0,0%	-3,6%
Royaume-Uni	2,1%	-9,9%	-12,7%	2,0%	1,0%	-1,5%

Source : Commission européenne

INDICATEUR DE L'ÉVOLUTION DE LA PART DES MARCHÉS À L'EXPORTATION

L'évolution des parts de marché à l'exportation peut également donner une indication sur la compétitivité d'une économie. Pour cet indicateur, la Commission a établi un seuil d'alerte de -6% de taux de variation sur cinq ans. Sur l'horizon considéré (2005-2010), Le Luxembourg n'affiche qu'un léger accroissement (+2%) de sa part de marché, qui atteint 0,46% en 2010³.

En conclusion, les indicateurs de déséquilibres extérieurs présentent à première vue une situation relativement favorable de l'économie luxembourgeoise, en comparaison avec les autres pays de l'UE, même si cet état de fait est souvent imputable aux limites des indicateurs privilégiés. Le solde courant et la position extérieure nette affichent des excédents récurrents, même si ces excédents se sont contractés au cours de trois dernières années, essentiellement (mais pas exclusivement) sous les effets négatifs de la crise financière. L'indicateur de compétitivité présente quant à lui une image moins favorable, même s'il s'est amélioré légèrement en 2010.

Dans son article 4, al.2, le règlement prône la prudence dans l'analyse des indicateurs et la prise en compte des spécificités nationales. Les résultats du Luxembourg, en matière de besoin de financement et de position extérieure, doivent donc être analysés et interprétés en tenant compte de sa spécificité, à savoir une petite économie très ouverte, spécialisée dans les services d'intermédiation financière internationale.

3 Pour une étude plus détaillée de la part de marché du Luxembourg à l'exportation, voir E. Walch et P. Guarda, « Compétitivité et exportations », Bulletin 2008/1, pp.82-89 ainsi que P. Hoeck, « Determinants of market share evolution of Luxembourg exports of goods and services: a constant market share analysis for 2002-2008 », Working Paper n°56 du STATEC (2011).

Tableau 5

Parts de marché à l'exportation

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Belgique	2,03	2,11	2,11	2,16	2,15	2,29
Bulgarie	0,15	0,15	0,15	0,14	0,14	0,13
République tchèque	0,76	0,75	0,74	0,71	0,67	0,65
Danemark	0,87	0,93	0,95	0,94	0,96	0,98
Allemagne	8,53	8,80	8,82	9,09	8,88	8,88
Estonie	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Irlande	1,15	1,27	1,10	1,20	1,18	1,26
Grèce	0,33	0,37	0,40	0,39	0,38	0,40
Espagne	2,09	2,22	2,15	2,26	2,20	2,25
France	3,67	3,92	3,87	4,02	4,12	4,34
Italie	3,03	3,17	3,32	3,54	3,47	3,57
Chypre	n,a	n,a	n,a	0,06	0,06	0,06
Lettonie	0,07	0,07	0,07	0,07	0,06	0,06
Lituanie	0,14	0,13	0,14	0,12	0,12	0,12
Luxembourg	0,46	0,47	0,46	0,48	0,45	0,43
Hongrie	0,61	0,62	0,63	0,64	0,58	0,58
Malte	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Pays-Bas	3,19	3,24	3,20	3,24	3,18	3,29
Autriche	1,12	1,20	1,22	1,29	1,25	1,30
Pologne	1,10	1,08	1,07	1,00	0,93	0,87
Portugal	0,40	0,43	0,42	0,44	0,43	0,42
Roumanie	0,32	0,32	0,31	0,29	0,27	0,25
Slovénie	0,17	0,18	0,18	0,19	0,17	0,17
Slovaquie	0,39	0,39	0,41	0,37	0,32	0,28
Finlande	0,54	0,57	0,65	0,65	0,64	0,64
Suède	1,26	1,23	1,29	1,35	1,34	1,35
Royaume-Uni	3,75	3,76	3,79	4,19	4,60	4,59

Source : Commission européenne

2.10 LES COMPTES FINANCIERS

Les comptes de patrimoine fournissent une vue d'ensemble détaillée des avoirs et engagements financiers des secteurs institutionnels domestiques²⁰ et du reste du monde. Ces actifs et passifs sont répartis par instrument financier²¹. Pour chaque secteur, le patrimoine financier net résulte de la différence entre le total des actifs et le total des engagements financiers.

La variation des patrimoines financiers nets entre le début et la fin d'un trimestre résulte, d'une part, des transactions financières effectuées au cours de la période et d'autre part des autres variations, qui se composent principalement des variations de prix et de cours de change. Les comptes financiers enregistrent les transactions financières et mettent en évidence la manière dont les différents secteurs institutionnels affectent leur épargne ou trouvent les ressources financières dont ils ont besoin.

20 Ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages, sociétés financières, sociétés non financières et administrations publiques.

21 Numéraire et dépôts, crédits, titres à revenus fixes, actions et participations, parts d'organismes de placement collectif, provisions techniques d'assurance et autres comptes à payer/à recevoir.