

2 REVENUS DES INVESTISSEMENTS DANS LA BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG⁹

2.1 INTRODUCTION

La position extérieure globale et le solde des revenus des investissements analysent de manière complémentaire l'état des relations économiques que le Luxembourg entretient avec le reste du monde. La première présente l'état des avoirs et engagements avec l'extérieur et la seconde les revenus générés par ces investissements.

Au 31/12/2007, le Luxembourg réalise 14% des investissements directs effectués par les résidents de la zone euro dans le reste du monde et 23% des investissements de portefeuille¹⁰. Les revenus de ces investissements luxembourgeois exercent donc un impact significatif à la fois sur l'économie nationale et sur celle de la zone euro.

Ces revenus d'investissements ne sont pas directement collectés auprès des contreparties résidentes mais sont estimés en combinant des sources d'information variées. L'objet de ce chapitre est de présenter deux évolutions méthodologiques importants que la BCL a mises en œuvre récemment. Ces évolutions permettent de se rapprocher des recommandations internationales (FMI et BCE) en la matière.

En premier lieu, la collecte Titre par Titre, qui sera effective début 2009, permettra d'affiner considérablement l'estimation des revenus sur titre, en particulier ceux des OPC.

En second lieu, l'estimation des revenus des *Special Purpose Entities* renforce la cohérence entre les positions d'investissement et les flux de revenu correspondants.

2.2 REVENUS DES OPC ET COLLECTE TITRE PAR TITRE

2.2.1 Données de cadrage sur les revenus des investissements

Les revenus des investissements se dégradent entre 2006 et 2007, le solde passant de -3,6 à -5,1 milliards d'euros. Cette dégradation est particulièrement marquée pour les revenus des investissements directs.

Tableau 3

Revenus des investissements dans la balance des paiements du Luxembourg (en millions d'euros)

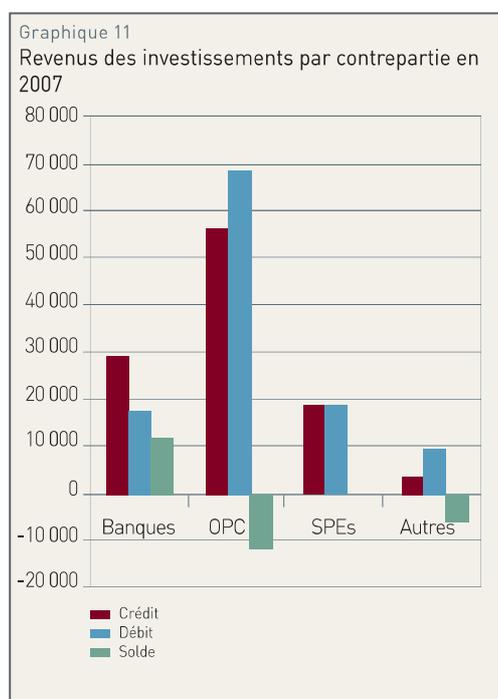
	Revenu total des investissements	dont investissements directs	dont investissement de portefeuille	dont autres investissements
2004	380	-4 541	2 831	2 090
2005	-1 147	-4 097	2 365	585
2006	-3 565	-4 998	2 797	-1 364
1 ^{er} trim.	-787	-1 684	1 371	-474
2 ^e trim.	-1 413	-706	-436	-271
3 ^e trim.	-381	-754	614	-241
4 ^e trim.	-983	-1 855	1 248	-377
2007 (P)	-5 125	-7 340	3 076	-862
1 ^{er} trim. (P)	-1 300	-2 548	1 531	-282
2 ^e trim. (P)	-2 153	-1 859	-88	-206
3 ^e trim. (P)	-727	-2 003	1 533	-257
4 ^e trim. (P)	-946	-929	101	-117
2008				
1 ^{er} trim. (P)	-1 185	-2 454	1 513	-243

Source: BCL, STATEC

⁹ Par Paul Feuvrier

¹⁰ Voir encadré «Contribution du Luxembourg à la position extérieure globale de la zone euro» – bulletin 2006/2 de la BCL p. 80.

Les revenus générés par les actifs luxembourgeois dans le reste du monde sont ainsi bien inférieurs aux revenus que les investisseurs étrangers tirent de leurs placements au Luxembourg.



Source: BCL

Les banques, les OPC et les SPEs sont les principales contreparties générant des revenus d'investissements. Les revenus que les OPC tirent de leurs actifs à l'étranger ne compensent pas les revenus distribués par ces mêmes OPC au reste du monde. Il serait cependant tout à fait abusif de conclure à la lecture de ce résultat que le secteur des OPC contribue négativement au solde courant du Luxembourg. En effet, les échanges de services doivent également être pris en compte. Au final, si les OPC contribuent au solde négatif des revenus des investissements, leur contribution globale à la balance courante du Luxembourg est cependant très positive.

En effet, les OPC placent leurs avoirs essentiellement en titres de créances et titres de participation. Ces avoirs génèrent des revenus enregistrés en crédit dans la balance des paiements. Les intérêts d'emprunts correspondants génèrent un solde négatif du revenu des autres investissements. Le revenu total des OPC est redistribué aux détenteurs de parts qui sont pour l'essentiel non-résidents.

Ces détenteurs non-résidents acquittent par ailleurs des frais de gestion, ce qui, dans la balance des paiements, correspond à des exportations de services financiers (crédit).

Enfin, les promoteurs non-résidents réalisent des investissements directs en créant des sociétés de gestion au Luxembourg. Une partie des frais de gestion que l'on vient d'évoquer est rétrocédée aux promoteurs sous la forme de bénéfices d'investissements directs, ce qui représente un revenu versé au reste du monde (débit).

Malgré la distribution à l'étranger de revenus d'investissements pour un montant de 5,1 milliards d'euros, le secteur des OPC contribue positivement à hauteur de 2,5 milliards d'euros au compte courant de 2007, contribution croissante depuis 2004.

Tableau 4
Contribution des OPC au compte courant du Luxembourg (en millions d'euros)

	Compte courant	dont OPC	Services financiers	dont OPC	Revenu des investissements	dont OPC
2004	3 254	1 890	7 499	6 600	380	-4 710
2005	3 321	2 332	9 583	8 500	-1 147	-6 168
2006	3 547	2 572	12 852	11 600	-3 565	-9 028
2007 (p)	3 570	2 459	15 447	14 100	-5 125	-11 641

Source: BCL, STATEC

Après la présentation de ces quelques données de cadrage relatives aux OPC, venons-en à présent à la méthodologie statistique à proprement parler. Avant de présenter (à partir d'un exemple) comment on estimera à partir de 2009 les revenus des OPC, il est au préalable nécessaire d'introduire succinctement les collectes statistiques auprès des OPC non monétaires et Titre par Titre.

2.2.2 Revenus des OPC sur la base du Titre par Titre

Le projet de collecte auprès des OPC a été décrit dans la circulaire 2007/211 «Nouvelle collecte statistique auprès des OPC non monétaires – Modification de la collecte statistique auprès des OPC monétaires».

Avant d'en présenter l'impact sur les revenus, évoquons rapidement la valeur ajoutée de ce projet pour la balance des paiements du Luxembourg.

Il est, de manière générale, souhaitable pour la qualité des statistiques produites de compléter les flux de balance des paiements enregistrés par la BCL par une information auxiliaire permettant de confirmer ou non les agrégats obtenus. A cet égard, on peut dans la situation actuelle «caler» les flux de balance des paiements sur:

- Le bilan mensuel des banques (tableau statistique S1.1),
- Le hors-bilan trimestriel des banques (tableau statistique S2.5),
- Le bilan mensuel des OPC monétaires (tableau statistique S1.3),
- Les souscriptions de part d'OPC monétaires et non monétaires (tableau mensuel O1.1 de la CSSF),
- L'actif net d'OPC monétaires et non monétaires (tableau O1.1 de la CSSF).

Les bilans des OPC non monétaires ne sont à l'heure actuelle disponibles que sur base trimestrielle et de manière agrégée dans le hors bilan des banques (tableaux S2.5). Par conséquent, on est à l'heure actuelle dans l'impossibilité, avant la réception du tableau S2.5, de confirmer les opérations d'investissements des OPC (sauf pour les OPC monétaires) déclarées en balance des paiements par une information auxiliaire. Or la production de la balance des paiements est à périodicité mensuelle. En outre, le tableau S2.5 ne fournit pas de détail par OPC mais seulement des agrégats du hors-bilan des banques.

En permettant de combler cette lacune, la mise en œuvre du projet de collecte auprès des OPC sera donc d'un grand intérêt pour la balance des paiements. Tous les OPC au dessus d'un certain seuil (en termes de Valeur Nette d'Inventaire) feront l'objet d'un reporting détaillé. En pratique, la collecte OFI devrait couvrir 95% de l'actif net des OPC luxembourgeois.

Le reporting auprès des OPC prévoit à la fois un reporting sur la base du Titre par Titre et un reporting bilantaire agrégé (Tableau 5).

Tableau 5
Schéma de collecte auprès des OPC

1 Actif	Subdivisions			
	Echéance initiale	Pays	Devise	Secteur économique
Créances	agr	agr	agr	agr
Titres de créances détenus	tpt	tpt	tpt	
Actions et parts d'OPC	tpt	tpt	tpt	
Actifs immobilisés	agr	agr	agr	agr
Autres actifs	agr	agr	agr	
Instruments financiers dérivés	tpt	tpt	tpt	
Total	agr	agr	agr	agr

2 Passif	Subdivisions			
	Echéance initiale	Pays	Devise	Secteur économique
Emprunts	agr	agr	agr	agr
Parts émises	tpt	tpt	tpt	
Autres passifs	agr	agr	agr	
Instruments financiers dérivés	tpt	tpt	tpt	
Total	agr	agr	agr	agr

agr: données collectées de manière agrégée en suivant une ventilation détaillée

tpt: données collectées sur la base du Titre par Titre

En gras: rubriques utilisées pour le calcul des revenus

Source: BCL

A l'actif, on pourra calculer les revenus sur la base du Titre par Titre en distinguant les différents instruments. La BCL disposera, via le reporting auprès des OPC et la collecte Titre par Titre, du détail du portefeuille titres des OPC, ce qui permettra d'affiner considérablement le calcul des revenus, comme le résume le tableau 6.

Tableau 6
Vers une collecte plus détaillée auprès des OPC

Type d'OPC	Système de collecte actuel		Système en vigueur à partir de 2009	
	Monétaire	Non monétaire	Monétaire	Non monétaire
Périodicité	Mensuelle	Trimestrielle	Mensuelle	Mensuelle
Bilan mensuel disponible	Oui	Non	Oui	Estimation à partir du bilan trimestriel
Collecte Titre par Titre	Non	Non	Oui	Oui

Source: BCL

Dans le cadre de la collecte «Titre par Titre» (mise en œuvre au Luxembourg en 2009), les contreparties ne fournissent pas seulement au compilateur un agrégat statistique (par exemple les titres du marché monétaires émis en Allemagne et libellés en euros) mais l'ensemble des éléments qui composent cet agrégat, c'est-à-dire des informations individuelles relatives aux titres qui composent l'agrégat statistique.

Dans cette approche, les revenus des investissements sont calculés au niveau individuel (micro économique), donc au niveau du titre et non plus au niveau agrégé comme aujourd'hui. Dans le cas d'un OPC, on connaît chaque mois le détail du portefeuille titres à l'actif. On est ainsi en mesure de calculer le revenu de l'OPC en faisant la somme des revenus courus sur tous les titres.

La CSDB (Centralised Securities Database) est une base de données coordonnée par la BCE et produite par le SEBC, impliquant une étroite collaboration entre la Banque centrale européenne et les Banques Centrales Nationales. La mise en place de cette base de données poursuit deux objectifs:

- d'une part, fournir au SEBC une base de données de référence pour les instruments financiers, essentiellement titres de créance et titres de participation,
- d'autre part, permettre la compilation de statistiques, en particulier pour la balance des paiements.

La collecte Titre par Titre sera articulée avec la CSDB, en particulier pour la collecte des variables relatives aux revenus des investissements.

2.2.3 De l'approche «créditeur» à l'approche «débiteur»

On peut estimer le revenu des titres de créance par deux méthodes.

Approche «créditeur» (méthode actuelle, préconisée par le cinquième manuel de la balance des paiements et actuellement mise en œuvre par la BCL)

Le calcul du revenu se base sur le taux d'intérêt du marché:

Revenu couru = rendement x valeur de marché du titre

Approche «débiteur» (point de vue de l'émetteur, méthode en vigueur à partir de 2009)

Le calcul du revenu se base sur le taux d'intérêt en vigueur au moment de l'émission du titre:

Revenu couru = part due à la différence entre le prix de remboursement et le prix d'émission + coupon couru

Quels sont les points forts et les points faibles de chaque approche ? Du point de vue pratique et dans un contexte de collecte Titre par Titre, l'approche «débiteur» fournit sans doute des données de meilleure qualité que l'approche «créditeur».

Dans l'approche «créditeur», les flux de revenus dépendent chaque mois des caractéristiques du marché (yield to maturity) et ne sont donc pas connus au départ. Si les marchés sont volatils, la collecte de l'information est particulièrement difficile. Par ailleurs, les informations sont à collecter auprès des détenteurs du titre, qui peuvent se succéder à un rythme élevé avant que le titre n'arrive à échéance (marché secondaire).

Dans l'approche «débiteur», on collecte les caractéristiques d'un titre de créance négociable auprès de l'émetteur. Les flux de revenus générés sont connus dès le départ et ne sont, en principe, pas amenés à être révisés jusqu'à ce que le titre arrive à maturité. On ne parle ici cependant que du montant des revenus et pas des caractéristiques des détenteurs du titre au fil du temps (secteur économique et nationalité), qui, elles, peuvent changer. L'approche «débiteur» est actuellement retenue par les comptables nationaux.

2.2.4 Revenus des OPC dans la balance des paiements: un exemple

On décrit ici à partir d'un exemple le traitement futur des revenus d'un OPC Luxembourgeois dans la balance des paiements. Le niveau de détail présenté est celui du sixième manuel de balance des paiements (non encore finalisé). Par ailleurs, les traitements mentionnés ici ne pourront être effectifs que lorsque les nouvelles collectes que l'on vient d'évoquer seront opérationnelles.

Le tableau 7 présente les revenus perçus par l'OPC durant un trimestre et le tableau 8, les enregistrements correspondants en balance des paiements.

Tableau 7
Revenus des OPC en balance des paiements – un exemple

Opération	Rubrique		C/D	Source	Jan.	Fév.	Mar.
Revenus courus et perçus (actif)	Intérêts courus sur titres de créances LT émis à l'étranger (approche "débiteur")	(a)	C	TPT	30	30	30
	Dividendes reçus sur titres de participations étrangers	(b)	C	TPT	50	10	7
	Revenus courus sur fonds d'investissement non-résidents	(c)	C	TPT	5	8	3
	Dividendes perçus sur fonds d'investissement non-résidents	(c paie.)	C	TPT	0	0	2
	Revenus courus sur fonds d'investissement résidents	(d)	C	TPT	2	3	1
	Dividendes perçus sur fonds d'investissement résidents	(d paie.)	C	TPT	0	0	0,5
	Intérêts courus sur dépôt à l'étranger	(e)	C	OPC	3	3	3
	Intérêts courus sur dépôt résident	(f)	C	OPC	1	1	1
Intérêts versés	Intérêts courus sur une dette étrangère	(g)	D	OPC	4	4	4
	Intérêts courus sur une dette résidente	(h)	D	OPC	3	3	3
Frais	Frais de gestion	(x)	C	OPC	6	0	0
	Frais de gestion à la charge des actionnaires non-résidents	(y) = (x)* 96%	C	OPC	6	0	0
Revenu couru de l'OPC	Revenu couru de l'OPC (y compris sur actifs résidents)	(i) = (a) +(b) + (c) +(d)+ (e)+(f)-(g)-(h)	Net	EST	84	48	38
	96% alloués aux non-résidents	(j) = (i)* 96%	Net	EST	81	46	36
Revenus effectivement perçus et versés par l'OPC	Paiement d'intérêts sur les obligations étrangères (compte financier) - désinvestissement (+) en obligations	(k)	Net	TPT	0	0	120
	Dividendes payés aux actionnaires du fond	(l)	D	TPT	0	20	0
	Dividendes payés aux actionnaires non-résidents du fond	(m) = (l)* 96%	D	EST	0	19	0

C = Crédit, D = Débit

TPT: source = TPT + CSDB

OPC: source = application d'un taux d'intérêt de référence aux positions correspondantes du bilan autres que les positions en titres.

Le bilan de l'OPC est fourni à périodicité trimestrielle et estimé à périodicité mensuelle.

EST: estimations BCL

Source: BCL

Tableau 8
Enregistrement des revenus de l'OPC

Compte courant	Crédit			Débit			Net		
	Jan.	Fév.	Mar.	Jan.	Fév.	Mar.	Jan.	Fév.	Mar.
	Services financiers	6						6	
Frais de gestion directement facturés	6						6		
Revenus des investissements de portefeuille									
Investissements de portefeuille	85	48	40	81	46	36	4	2	4
Revenus sur actions et fonds d'investissement autres qu'intérêts	55	18	10	81	46	36	-26	-28	-26
Dividendes sur actions autres que fonds d'investissement	50	10	7				50	10	7
Revenus sur fonds d'investissement	5	8	3	81	46	36	-76	-38	-33
Dividendes sur fonds d'investissement			2	6		19	-6		-17
Bénéfices réinvestis	5	8	1	75	46	17	-70	-38	-16
			1 = 3-2	75 = 81-6		17 = 36-19			
Dividendes sur fonds d'investissement résidents - LU	2	3	1				2	3	1
Intérêts	30	30	30				30	30	30
Court terme									
Long terme	30	30	30				30	30	30
Autres investissements	3	3	3	4	4	4	-1	-1	-1
Revenus sur actions et fonds d'investissement autres qu'intérêts									
Dont: revenus sur fonds d'investissement									
Intérêts	3	3	3	4	4	4	-1	-1	-1
Intérêts - LU	1	1	1	3	3	3	-2	-2	-2

Compte financier	Actif			Passif			Net		
	Jan.	Fév.	Mar.	Jan.	Fév.	Mar.	Jan.	Fév.	Mar.
Revenus des investissements de portefeuille	-35	-38	89	75	46	17	40	8	106
F5P Actions et fonds d'investissement	-5	-8	-1	75	46	17	70	38	16
F51P Actions autres que fonds d'investissement									
F511P cotées									
F512P non cotées									
F52P Fonds d'investissement	-5	-8	-1	75	46	17	70	38	16
			-1 = -1-2	75 = 81-6		17 = 36-19			
dont F521P Fonds monétaires									
F3P Titres de créance	-30	-30	90				-30	-30	90
			-30 + 120						

Source: BCL



Pour les revenus sur titres de créance, on calcule les revenus courus (en utilisant à la fois la CSDB et la collecte Titre par Titre) en suivant l'approche débiteur (a). On sait par ailleurs à quelle date les intérêts sont effectivement payés (k).

Pour les titres de participation, on calcule (toujours en utilisant à la fois la CSDB et la collecte Titre par Titre) les dividendes perçus sur les actions (b) ainsi que sur les fonds d'investissement ((c), (d)).

Finalement, pour les revenus des autres investissements, on calcule les intérêts courus sur les dépôts (actif) et emprunts (passif) en appliquant un taux d'intérêt de référence (benchmark yield) aux positions correspondantes à l'actif et au passif, ces positions étant disponibles via le reporting des OPC.

Afin d'aboutir aux revenus distribués au reste du monde (débit), on calcule le revenu couru de l'OPC (i) en effectuant la somme des revenus sur actifs (résidents ou non), nets des intérêts d'emprunts. Les revenus perçus sur les actifs résidents sont naturellement exclus des crédits de balance des paiements.

Une des caractéristiques du secteur des OPC au Luxembourg est que ces OPC sont presque intégralement commercialisés à l'étranger. On suppose que les OPC résidents comptant parmi leurs actionnaires d'autres OPC résidents forment l'essentiel de la clientèle résidente des OPC. On estime (hors-bilan des banques et bilans annuels des OPC de la CSSF) que 4 % de l'actif des OPC résidents est constitué de parts d'autres OPC luxembourgeois. On en déduit que 96% des détenteurs d'OPC luxembourgeois sont non-résidents et on alloue 96% des revenus courus du fond au reste du monde (j). Cette allocation se fait entièrement sur le poste «fonds d'investissement», quel que soit l'instrument financier (obligation, action, dépôt) ayant généré le revenu à l'actif.

Par ailleurs, le fond distribue un dividende à ses actionnaires (l).

De plus, l'OPC facture à ses actionnaires des frais de gestion (x).

Passons à présent à l'enregistrement de ces opérations en balance des paiements.

Les revenus courus sur titres de créance sont enregistrés dans le compte financier en tant qu'accroissement de l'actif (-). Le paiement effectif des intérêts vient contrebalancer ce flux en diminuant l'actif (+). Dans notre exemple, le paiement de + 120 vient contrebalancer le revenu couru (-30), si bien que le solde est +90. Dans le cas où les coupons sont de fait payés tous les mois (ou si le compilateur ne dispose pas d'information en la matière), les intérêts courus ne sont pas enregistrés dans le compte financier.

Les dividendes sur actions autres que fonds d'investissement étant effectivement payés, aucune transaction n'est enregistrée dans le compte financier.

Pour les dividendes sur OPC, la CSDB donne à la fois les «revenus courus» des OPC et les dividendes effectivement payés. Le revenu couru est réinvesti tous les mois. Le revenu effectivement reçu en mars (2) est retiré du revenu couru (3) si bien que le bénéfice réinvesti se limite à 1. La distinction entre revenu couru et revenu versé par les OPC résidents n'exerce aucun impact sur la balance des paiements.

Le revenu couru de l'OPC défini plus haut est réinvesti dans le fond, ce qui constitue chaque mois un accroissement du passif (+), sous la rubrique «fonds d'investissements».

Les frais de gestion payés en janvier (6) sont retirés de la rubrique correspondante (81) si bien que le montant réinvesti se limite à 75.

Dans le compte courant, le dividende distribué par l'OPC en mars (19) est retiré des bénéfices réinvestis, l'ensemble «revenu des fonds d'investissement» (36 en mars) demeurant égal au «revenu couru» du fond. Dans le compte financier, la distribution effective du dividende entraîne un désinvestissement (-), qui vient contrebalancer l'investissement initial (36).

2.3 CONTRIBUTION DES SPES AUX REVENUS DES INVESTISSEMENTS

2.3.1 Définition d'une Special Purpose Entity (SPE)

Il n'existe pas de définition reconnue internationalement des Special Purpose Entities (SPEs). On se réfère généralement davantage à des formes juridiques nationales qu'à une activité économique. Au Luxembourg, les SPEs sont des entités regroupant diverses catégories de sociétés financières non-bancaires:

- Sociétés Holdings,
- Auxiliaires financiers,
- Autres intermédiaires financiers.

L'activité de la plupart de ces sociétés se limite à la prise de participation dans d'autres sociétés luxembourgeoises ou étrangères et à la gestion de ces participations. Elles peuvent également gérer des valeurs mobilières, émettre des emprunts obligataires ou encore effectuer des opérations de titrisation. Elles n'exercent pas d'activités industrielles ou commerciales propres.

2.3.2 Définition des revenus courus et méthode de calcul

Le concept de revenu «couru» signifie que les revenus sont enregistrés sur la base des droits et obligations constatés. La méthode décrite ici s'inspire donc de celle qu'on vient de voir à propos des OPC. On prend l'exemple d'un titre de créance émis à l'étranger et détenu par un résident luxembourgeois. On suppose que ce titre de créance donne droit au versement d'un intérêt à une période donnée mais que le créancier ne perçoit pas immédiatement cet intérêt sur son compte bancaire au Luxembourg. L'intérêt étant dû, il sera toutefois, selon le principe des revenus courus, enregistré au crédit de la balance des paiements.

2.3.3 Résumé de la méthode

Le tableau suivant (Tableau 9) résume les stocks en présence (avoirs et engagements), les flux de revenus afférents pour les différents types d'investissement et la méthode proposée pour le calcul des revenus. Par exemple, la première ligne se lit comme suit: les SPEs (résidents luxembourgeois) réalisent des investissements directs dans le reste du monde dont les encours sont consignés sous le code FMI 519. Pour estimer les revenus générés par ces investissements, on utilise, comme on le verra dans la suite, des taux de dividende issus de sources externes.

Les avoirs d'investissements directs (FMI 519) génèrent des dividendes enregistrés au crédit (FMI 332 – crédit). Réciproquement, les engagements d'investissements directs (FMI 569) génèrent des dividendes enregistrés au débit (FMI 332 – débit).

Tableau 9
Méthodologie résumée du calcul des revenus des SPEs

	Positions		Flux		
	Code FMI	Libellé	Méthode de calcul des revenus	Code FMI	Sens
Avoirs dans le reste du monde	519	Investissements directs des SPEs à l'étranger	Taux de dividende – source Bloomberg	332	Crédit
	539	Prêts octroyés par les SPEs aux filiales du groupe à l'étranger	Taux d'intérêt à long terme – source FMI	334	Crédit
Engagements au Luxembourg	569	Investissements directs de l'étranger dans des SPEs résidentes	Répartition des dividendes générés par les avoirs (519 et 539) selon une ventilation géographique définie	332	Débit
	589	Prêts octroyés par les filiales du groupe à l'étranger aux SPEs résidentes	Répartition des intérêts générés par les avoirs (519 et 539) selon une ventilation géographique définie par les engagements (589)	334	Débit

Source: BCL

Les précisions suivantes sont utiles.

Le taux de rendement des avoirs en capital des SPEs dans un pays donné est celui des sociétés cotées. En particulier, on n'opère aucune distinction selon le secteur d'activité.

Le taux d'intérêt appliqué sur les créances détenues sur les autres filiales du groupe dans un pays donné est le taux d'intérêt long terme fourni par le FMI et correspondant au rendement des emprunts d'Etat.

Les deux hypothèses précédentes sont d'autant plus difficiles à accepter qu'on sait par ailleurs que les transactions entre filiales d'un même groupe se font très probablement à des prix qui ne sont pas des prix de marché mais au contraire, dans la limite des règles juridiques et fiscales, à des prix de «transfert». Dans certains cas, cette distorsion de prix peut être la principale justification de l'existence de la SPE. Cependant, dans le cas où des prix de transferts seraient pratiqués, le FMI recommande alors d'utiliser plutôt des prix de marché, ce qui va dans le sens de la méthode présentée ici. Enfin, la question des prix de transfert et de leur traitement statistique dépasse le cadre des SPEs en posant un problème global aux statistiques économiques.

L'hypothèse d'une compensation parfaite entre les revenus entrants et sortants, bien que forte, se justifie cependant par l'équilibre relatif de la position nette du Luxembourg en termes de stocks d'investissements directs. Ainsi, le solde de la position SPEs du Luxembourg au 31/12/2007, donc les avoirs des SPEs nets de leurs engagements, ne représentaient que 7,4% des avoirs des SPEs.

On suppose que les bénéfices tirés des investissements des SPEs sont distribués à l'actionnaire final, le SPE n'étant qu'un élément intermédiaire dans la chaîne des actionnaires. Par ailleurs, on estime que les revenus perçus sur l'actif sont immédiatement distribués au passif (pas de décalage temporel).

En l'absence de tout proxy permettant de calculer la part des bénéfices distribués ou réinvestis, on suppose que tous les bénéfices sont distribués. On n'enregistre par conséquent aucune entrée dans le compte financier et on ne calcule pas de bénéfices réinvestis pour les SPEs.

En conclusion, la méthode proposée ici présente donc un caractère relativement arbitraire. En effet, d'autres méthodes auraient également été envisageables. On aurait ainsi pu estimer des revenus courus sur les engagements (débits) et calculer les crédits au prorata des positions à l'actif (méthode symétrique de la méthode retenue ici). On estime cependant que la ventilation géographique de la contrepartie non-résidente est meilleure à l'actif qu'au passif, ce qui plaide en faveur de la première méthode.

Ces hypothèses méthodologiques étant posées, présentons à présent le détail du calcul des revenus des SPEs.

2.3.4 Calcul effectif des revenus courus

On opère en plusieurs étapes:

- (i) On calcule des revenus «courus» sur les avoirs (crédits) en distinguant les opérations en capital des autres investissements. A ce stade on obtient des dividendes et intérêts ventilés par pays. On reviendra plus loin sur ce calcul des revenus courus mais on suppose (pour présenter globalement la méthode) qu'ils sont connus.
- (ii) L'hypothèse de compensation parfaite entre les revenus entrants et sortants s'écrit:

$$\sum_{p=1}^P (\text{FMI 332 } C_p + \text{FMI 334 } C_p) = \sum_{p=1}^P (\text{FMI 332 } D_p + \text{FMI 334 } D_p)$$

Avec:

$\text{FMI 332 } C_p$ = dividendes reçus au titre des avoirs luxembourgeois dans le pays p (crédit du code FMI 332) – calculés,

$\text{FMI 334 } C_p$ = intérêts perçus sur les créances luxembourgeoises dans le pays p (crédit du code FMI 332) – calculés,

$\text{FMI 332 } D_p$ = dividendes versés au titre des engagements luxembourgeois dans le pays p (débit du code FMI 332) – non encore calculés,

$\text{FMI 334 } D_p$ = intérêts versés sur les dettes luxembourgeoises dans le pays p (débit du code FMI 332) – non encore calculés.

On calcule d'abord globalement (sans utiliser la décomposition par pays) la ventilation des débits entre opérations en capital des autres investissements (FMI 332 D et FMI 334 D) au prorata des stocks correspondants FMI 539 et FMI 589.

- (iii) On calcule enfin la ventilation géographique détaillée de FMI 332 D d'une part et de FMI 334 D d'autre part en utilisant encore une fois les engagements correspondants 569 et 589.

Pour les opérations en capital, on a:

$$\forall p^*, \underbrace{\text{FMI 332 } D_{p^*}}_{\text{Dividendes versés au pays } p^* \text{ (débit)}} = \underbrace{\frac{\sum_{p=1}^P \text{FMI 569}_p}{\sum_{p=1}^P \text{FMI 569}_p + \sum_{p=1}^P \text{FMI 589}_p}}_{\text{poids global des opérations en capital dans les engagements}} \underbrace{\left(\sum_{p=1}^P \text{FMI 332 } C_p + \text{FMI 334 } C_p \right)}_{\text{revenus sur actif}}$$

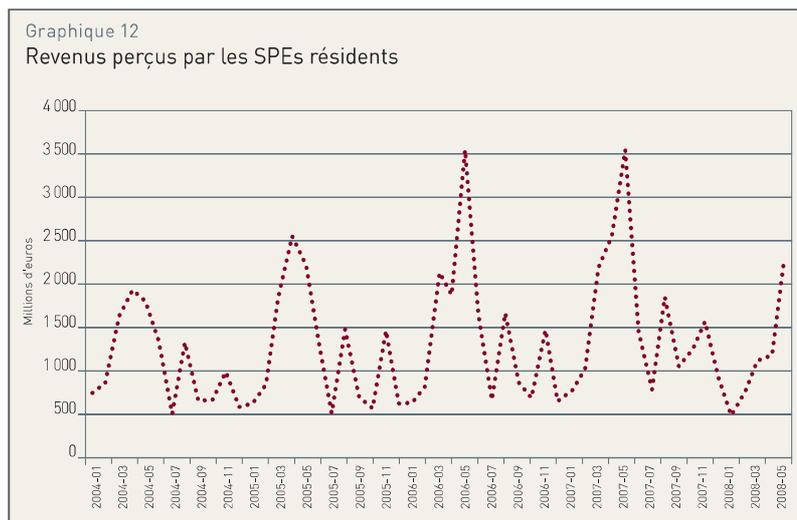
$\underbrace{\text{W FMI 569}_{p^*}}_{\text{Poids du pays } p^* \text{ dans les engagements à l'aune des opérations en capital}}$

avec:

$$\text{W FMI 569}_{p^*} = \frac{\text{FMI 569}_{p^*}}{\sum_{p=1}^P \text{FMI 569}_p}$$

Pour les prêts intra groupe (iii):

$$W \text{ FMI } 589_{p^*} = \frac{\text{FMI } 589_{p^*}}{\sum_{p=1}^p \text{FMI } 589_p}$$



Source: BCL

2.3.5 Revenus estimés

Les revenus perçus par les SPEs résidents s'élèvent en 2008 à 18 milliards d'euros. Ces revenus présentent une forte composante saisonnière, qui s'explique par le poids élevé des investissements en capital (générateurs de dividendes) dans le stock d'investissements des SPEs. En effet, si le versement de dividendes s'effectue régulièrement tout au long de l'année aux Etats-Unis ainsi qu'au Royaume Uni, il présente en revanche de fortes composantes saisonnières en Europe continentale ainsi qu'au Japon.

2.4 CONCLUSION

L'estimation de revenus des SPEs sur la base des revenus courus améliore fortement la comparabilité internationale des données luxembourgeoises. De même, la collecte Titre par Titre combinée à celle relative aux OPC permettra d'affiner l'estimation du revenu des OPC et constituera une innovation considérable, vu le poids des fonds d'investissements au Luxembourg.

Enfin, dans un souci de cohérence avec les recommandations internationales (sixième manuel de balance des paiements publié par le FMI), on passera pour les revenus des titres de créance d'une approche «créditeur» (actuellement préconisée par le cinquième manuel et appliquée par la BCL) à une approche «débiteur». Cette approche est déjà retenue par les comptables nationaux (compte du reste du monde), si bien que la cohérence entre les deux sources (balance des paiements et comptabilité nationale) sera renforcée.