

Chapitre 2

ANALYSES

2.1. La position extérieure globale du Luxembourg	88
2.1.1 Introduction	88
2.1.2 Evolutions de la position extérieure du Luxembourg: vue d'ensemble	88
2.1.2.1 Situation à la fin de l'année 2006	88
2.1.2.2 Evolutions à moyen terme (2002-2006)	90
2.1.2.3 Position extérieure et mondialisation	92
2.1.3 Structure par composante de la position extérieure du Luxembourg	93
2.1.3.1 La position des investissements directs	94
2.1.3.2 La position des investissements de portefeuille	95
2.1.3.3 La position des autres investissements (dépôts et crédits)	100
2.1.4 Conclusion	101
2.2 Le marché de change et des produits dérivés luxembourgeois dans le contexte international	102
2.2.1 Introduction et remarques méthodologiques	102
2.2.2 Le marché de change traditionnel	102
2.2.2.1 Montant des transactions	102
2.2.2.2 Poids relatif des différentes devises	104
2.2.2.3 Contreparties	104
2.2.3 Produits dérivés sur devises	105
2.2.3.1 Montant des transactions	105
2.2.3.2 Poids des différentes devises	107
2.2.3.3 Contreparties	107
2.2.4 Produits dérivés de taux d'intérêt	108
2.2.4.1 Montant des transactions	108
2.2.4.2 Poids des différentes monnaies	109
2.2.4.3 Contreparties	110
2.3 Analyse de l'évolution du secteur des OPC au plan international et au Luxembourg	112
2.3.1 Le développement des OPC aux Etats-Unis et en Europe	112
2.3.2 L'industrie européenne des OPC	113
2.3.3 L'évolution des OPC luxembourgeois	116
2.4 Résumé non technique du Cahier d'études «Taux d'intérêt de détail au Luxembourg: une étude aux niveau agrégé et au niveau individuel»	119
2.5 Résumé non technique du cahier d'études «Un indicateur d'activité pour le Luxembourg»	120

2.1 LA POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE DU LUXEMBOURG¹

2.1.1 Introduction

La position extérieure globale (PEG) est un état statistique qui recense les avoirs et les engagements financiers extérieurs d'un pays à un moment donné. D'après les dernières données annuelles disponibles à fin 2006, les avoirs extérieurs bruts du Luxembourg ont quasiment doublé sur cinq ans, en passant de 1 875 milliards d'euros à la fin de 2002 à 3 692 milliards à fin décembre 2006. Les engagements extérieurs bruts ont augmenté dans les mêmes proportions, passant de 1 859 milliards d'euros à fin 2002 à 3 648 milliards à la fin de l'année 2006. La position extérieure nette, c'est-à-dire la différence entre la valeur des avoirs et celle des engagements, a plus que doublé en atteignant 44,5 milliards à la fin de 2006 contre 17 milliards à fin 2002. La présente note analyse dans sa première partie les évolutions de la position extérieure, en montrant les facteurs (flux financiers et effets de valorisation) qui sont à la base de l'importante hausse des avoirs et des engagements financiers extérieurs du Luxembourg. La note illustre aussi l'une des utilisations possibles, à des fins d'analyse économique², des données de la position extérieure, à savoir la détermination du degré d'ouverture financière d'un pays.

Dans le contexte de la mondialisation, la position extérieure peut servir à calculer le taux d'ouverture financière d'une économie, défini généralement comme le ratio, par rapport au PIB, du stock des avoirs ou des engagements financiers extérieurs d'un pays. De ce point de vue le Luxembourg apparaît comme l'économie la plus ouverte de la zone euro, l'encours de ses avoirs financiers extérieurs bruts représentant près de 110 fois son PIB, loin devant l'Irlande et les Pays-Bas qui viennent en deuxième et troisième position, avec des avoirs extérieurs bruts représentant respectivement 11 fois et 7 fois le PIB. Même en comparaison avec les pays dont la structure économique reste dominée par les activités d'intermédiation financière, à l'instar de la Suisse, de Hong Kong ou de Singapour, le volume des avoirs extérieurs bruts du Luxembourg, en rapport avec le PIB, atteint des niveaux inégalés. Les avoirs extérieurs de la Suisse, de Hong Kong et de Singapour représentent respectivement 6 fois, 10 fois et 5 fois les PIB de ces trois pays. C'est au niveau de la position extérieure nette que le Luxembourg, avec ses avoirs extérieurs nets équivalents à 132% de son PIB, pourrait être comparé à la Suisse (115%), à Hong Kong (281%) ou à Singapour (83%).

Dans sa deuxième partie, la présente note analyse la structure de la position extérieure du Luxembourg dans toutes ses composantes, selon la classification fonctionnelle développée dans le Manuel du FMI sur la Balance des paiements (5^e édition). Cette deuxième partie présente également la ventilation, par secteur économique résident, des principales composantes de la position extérieure du Luxembourg, avec un accent particulier sur le secteur financier. Les données montrent que les volumes relativement élevés des encours d'avoirs et d'engagements financiers extérieurs du Luxembourg sont détenus (émis) par les trois principaux acteurs du secteur financier luxembourgeois, à savoir les entités financières spécialisées (sociétés holdings au sens de loi de 1929 et sociétés de participation financières), les autres organismes de placements collectifs (OPC) et les institutions financières monétaires (banques et OPC monétaires). La note conclut que les volumes relativement élevés mais très proches en valeur absolue des différents avoirs et engagements extérieurs s'expliquent par le rôle d'intermédiation financière internationale de l'économie luxembourgeoise.

2.1.2 Evolutions de la position extérieure du Luxembourg: vue d'ensemble

Cette première section présente d'abord les données annuelles les plus récentes, relatives à l'année 2006, avant d'analyser les évolutions à moyen terme ayant caractérisé la position extérieure du Luxembourg sur la période 2002-2006.

2.1.2.1 Situation à la fin de l'année 2006

Les avoirs financiers extérieurs des résidents du Luxembourg sont évalués à 3 692 milliards d'euros à fin 2006, ce qui représente une hausse de 524 milliards (16,5%) par rapport au niveau atteint à la fin de l'année 2005. De même, comparés à leur situation de fin 2005, les engagements financiers extérieurs ont progressé de 522 milliards (16,7%) pour s'établir à 3 648 milliards à fin 2006. La position extérieure nette du Luxembourg, c'est-à-dire la différence entre la valeur des avoirs et celle des engagements financiers extérieurs, s'est établie à 44,5 milliards d'euros (près de 132% du PIB) à la fin de 2006, soit une amélioration de 2,2 milliards (5%) par rapport au niveau enregistré à la fin de 2005.

Au cours de l'année 2006, l'augmentation de 524 milliards d'euros enregistrés par les avoirs extérieurs

¹ Note rédigée par Albert Lendele – Kola.

² Pour des plus amples informations sur l'utilité de la position extérieure dans l'analyse économique, voir Bulletin 2003/109 de la Banque de France (pp.33-57), et Bulletins de la BCL 2004/4 (p.92) et 2006/2 (p.77).

bruts s'explique à concurrence de 434 milliards par les nouveaux flux financiers et le reste (90 milliards, soit 2,8% de l'encours de 2005) par des effets de valorisation résultant des variations combinées des prix et des taux de change. De même la hausse de 522 milliards d'euros enregistrée par les engage-

ments découle en grande partie des nouvelles entrées de fonds (431 milliards d'euros) telles que recensées par la balance des paiements, et le reste (90 milliards d'euros, soit 2,9% de l'encours de 2005) est dû aux fluctuations des taux de change et des prix (voir tableau ci-dessous).

Tableau 1 Evolution de principales composantes de la position extérieure globale du Luxembourg entre 2006 et 2005 (en milliards EUR)

	Stocks à fin 2005 ⁽¹⁾	Flux de balance de paiement ⁽²⁾	Variations dues aux cours de change et de bourse et autres ajustements ⁽²⁾	Stocks à fin 2006 ⁽¹⁾
Position extérieure nette	42,4	2,7	-0,5	44,5
Avoirs extérieurs bruts	3 168,5	434,2	89,8	3 692,5
Engagements extérieurs bruts	-3 126,1	-431,5	-90,3	-3 647,9
Investissements directs	-19,1	-13,2	-35,6	-67,8
Luxembourgeois à l'étranger	757,2	86,6	-27,2	816,6
Etrangers au Luxembourg	-776,4	-100	-8,4	-884,5
Investissements de portefeuille	-87,4	-56,3	69,9	-73,9
Titres étrangers	1 560,5	144,5	140,8	1 845,8
Titres luxembourgeois-1 647,9	-200,9	-70,9	-1 919,7	
Produits dérivés	4,0	-7,1	3,5	0,4
Créances	15,4	-7,6	1,5	9,3
Engagements	-11,4	0,5	2,0	-8,9
Autres investissements	144,7	80,3	-39,4	185,6
Créances	835,2	210,7	-25,2	1 020,6
Engagements	-690,5	-130,3	-14,1	-834,9
Avoirs de réserve	0,236	0,024	-0,058	0,202

Notes: (1) Pour les stocks, un signe négatif représente un engagement et un signe positif une créance.

(2) Pour les flux et pour les variations, un signe négatif correspond à une augmentation des engagements et à une diminution des avoirs, un signe positif traduit une hausse des créances et une diminution des engagements.

Source: BCL.

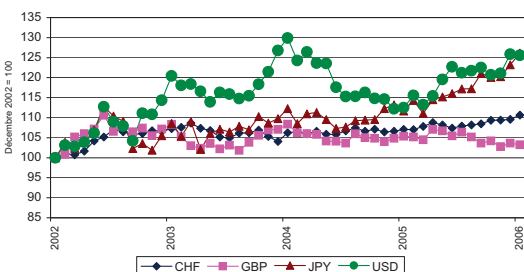
Les effets positifs de valorisation ayant affecté à la fois les avoirs et les engagements (presque dans les mêmes proportions, à savoir 2,8%) peuvent être décomposés en deux parties. D'un côté, les effets négatifs de variations de taux de change et de l'autre côté des effets de valorisation positifs provenant de la hausse des cours boursiers. A la fin de 2006, comparées à leurs niveaux de fin 2005, la plupart des devises se sont dépréciées par rapport à l'euro comme le montre le graphique ci-dessous³. Cette dépréciation a généré des moins-values tant à l'actif qu'au passif.

Toutefois, les cours boursiers ont fortement augmenté tant du côté des titres étrangers que des titres nationaux (voir graphique), ce qui a eu pour conséquence de générer d'importantes hausses de valeur tant à l'actif qu'au passif. Ces dernières plus-values s'étant avérées plus importantes en valeur, elles ont plus que compensées les effets négatifs induits par les variations des cours de change.

3 Par rapport aux quatre principales devises dans lesquelles sont libellées les avoirs et engagements financiers extérieurs du Luxembourg, entre fin décembre 2005 et fin décembre 2006, l'euro s'est apprécié de 11,6% par rapport au USD, de 3,3% par rapport au CHF et de 13% par rapport au JPY. L'euro s'est toutefois déprécié de 2% par rapport au GBP.

Graphique 1

Evolution des principaux cours de change (devise/EUR)

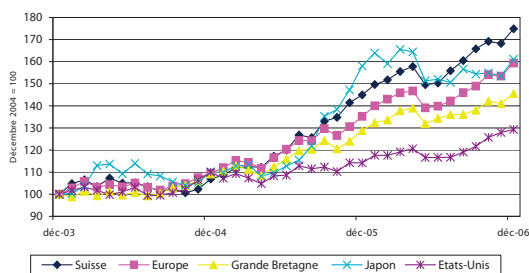


Source: Bloomberg, calculs BCL

Ces importantes évolutions s'expliquent surtout par les nouveaux flux financiers mais les effets de valorisation découlant des variations des prix des actifs et des cours de change sont néanmoins aussi significatifs.

Graphique 2

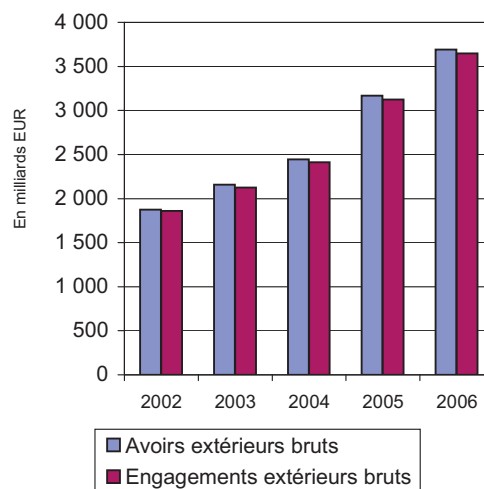
Evolution boursière dans les principaux pays partenaires



Source: Bloomberg, calculs BCL

Graphique 3

Evolution des encours d'avoirs et engagements financiers extérieurs bruts



Source: BCL

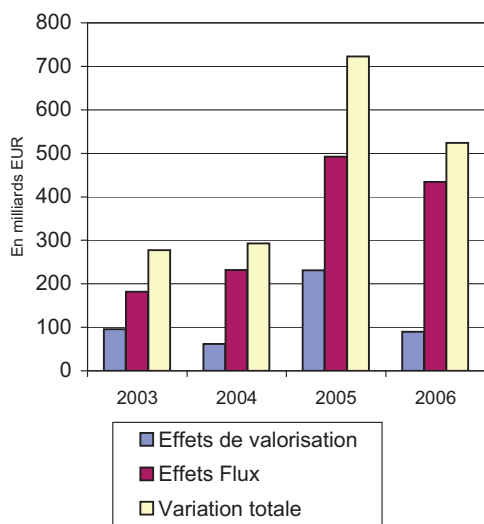
D'une année à l'autre, sur la période 2002-2006, la décomposition de la variation des avoirs extérieurs bruts laisse apparaître un premier constat: la domination des effets flux, qui représentent près de trois quarts de la variation totale des encours, sur les effets de valorisation (voir graphique ci-dessous). Ainsi entre 2002 et 2006, l'encours des avoirs extérieurs bruts a augmenté de 1 818 milliards d'euros, dont 1 339 milliards (74%) proviennent de nouveaux flux financiers sur cette période et 478 milliards correspondants à des effets de valorisation.

2.1.2.2 Evolutions à moyen terme (2002-2006)

Considérées sur les cinq dernières années (2002-2006), les évolutions de la PEG sont très importantes. Entre fin 2002 et fin 2006, les avoirs extérieurs ont quasiment doublé, en passant de 1 875 milliards d'euros à 3 692 milliards. Les engagements extérieurs bruts ont augmenté dans les mêmes proportions, passant de 1 859 milliards d'euros à fin 2002 à 3 648 milliards à la fin de l'année 2006. Quant à la position extérieure nette, elle a plus que doublé en atteignant 44,5 milliards à la fin de 2006 contre 17 milliards à fin 2002.

Graphique 4

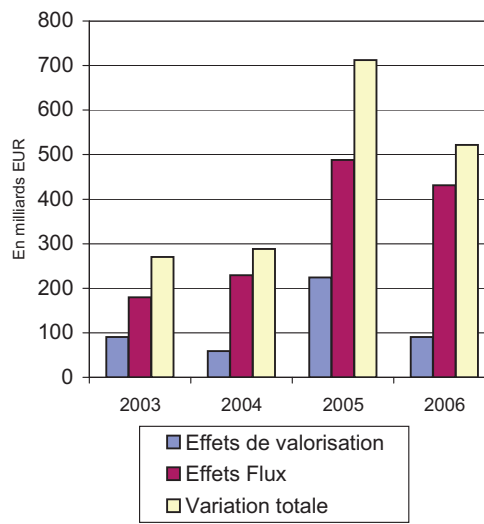
Effets de valorisation et effets flux sur la variation totale des avoirs bruts



Source: BCL

Graphique 5

Effets de valorisation et effets flux sur la variation totale des engagements bruts



Source: BCL

Du côté des engagements extérieurs bruts, le même constat s'impose: la variation totale des encours de 1 793 milliards d'euros sur la période 2002-2006 s'explique à concurrence de 1 329 milliards (74%) par des flux financiers entrants, tels qu'enregistrés dans la balance des paiements et le reste par des effets de valorisation.

Un deuxième constat que l'on peut tirer de l'évolution à moyen terme tient à la taille très similaire des encours d'avoirs et d'engagements financiers extérieurs et dans l'ampleur de la similarité des effets de valorisation qui en découlent. Cela reflète le rôle d'intermédiation financière internationale de l'économie luxembourgeoise. Les engagements souscrits correspondent à des fonds levés à l'étranger par les trois principaux sous-secteurs du secteur financier, à savoir les institutions financières monétaires (c'est-à-dire les banques et OPC monétaires), les autres organismes de placement collectifs et les entités financières spécialisées⁴. Les fonds collectés par les trois sous-secteurs sont généralement destinés à être réinvestis dans les actifs étrangers. Concrètement les engagements du Luxembourg sont en grande partie constitués d'un côté des titres de participation (parts d'OPC et actions des SPEs tels qu'enregistrés dans les investissements de portefeuille et dans les investissements directs) et de l'autre côté des dépôts collectés par les banques. Les capitaux collectés par les trois acteurs précités sont réinvestis essentiellement dans les actifs étrangers. Ceci explique les niveaux très proches des encours d'avoirs et d'engagements financiers extérieurs. Par conséquent les effets de valorisation ont

⁴ Les entités financières spécialisées ou *Special purpose entities* (SPEs en sigle) correspondent essentiellement aux sociétés holdings au sens de la loi de 1929 et aux sociétés des participations financières ou SOPARFI.

tendance à se compenser fortement limitant ainsi leur impact sur la position extérieure nette du Luxembourg. La variation de la position extérieure nette entre 2002 et 2006, aux erreurs et omissions nettes près, tient donc essentiellement aux surplus cumulés du compte courant.

Le rôle des flux de balance paiements comme principale source de la variation de la position extérieure est confirmé au niveau des principales composantes, à savoir au niveau des investissements directs, des investissements de portefeuille et des autres investissements (voir section 2.1.2.3 ci-dessous). Toutefois les investissements de portefeuille sont la composante la plus affectée par les effets de valorisation car les modifications des cours boursiers et des taux de changes y jouent pleinement alors que les deux autres composantes sont surtout affectées par des effets de change⁵.

2.1.2.3 Position extérieure et mondialisation

Les niveaux très élevés des encours d'avoirs et d'engagements extérieurs reflètent l'ampleur des relations financières qui lient le Luxembourg avec le reste du monde.

Dans le contexte de la mondialisation, la position extérieure donne certainement une indication sur le degré d'intégration financière d'un pays avec les marchés financiers internationaux.

De manière générale, le degré d'ouverture économique d'un pays s'évalue grâce à deux critères: le volume rapporté à son PIB de ses échanges extérieurs de biens et services ainsi que le volume de ses flux financiers extérieurs. Si la part des exportations et des importations de biens et services dans le PIB sert à mesurer le

degré d'ouverture de l'économie «réelle», l'ouverture financière d'un pays est généralement mesurée par le ratio, par rapport au PIB, du stock⁶ de ses avoirs ou de ses engagements financiers extérieurs.

Dans les comparaisons internationales, le Luxembourg occupe une place primordiale pour ses volumes élevés d'avoirs extérieurs bruts qui, à la fin de l'année 2006, représentent 10908% de son PIB (soit 109 fois plus élevés que le PIB). A titre indicatif, en volume, les avoirs extérieurs bruts de la zone euro (12 518 milliards d'euros à fin 2006) représentent 148% de son PIB tandis que ceux des Etats-Unis s'élèvent à 104% du PIB (13 194 milliards de dollars à fin 2006). Au sein de la zone euro, les volumes les plus élevés des avoirs extérieurs (en rapport avec le PIB) sont détenus par l'Irlande (1146% du PIB), les Pays-Bas (683% du PIB), la Belgique (280% du PIB) et la France (274% du PIB). Les volumes élevés des avoirs extérieurs bruts du Luxembourg sont intimement liés à son rôle d'intermédiation financière internationale comme en démontrent les paragraphes ci-dessous qui examinent la structure par composante de la position extérieure. Toutefois même dans la comparaison avec les pays ayant une structure économique dominée par les activités d'intermédiation financière, à l'instar de la Suisse ou de Hong Kong, le Luxembourg se distingue nettement au niveau du volume des avoirs bruts. Pour la Suisse, les avoirs extérieurs bruts représentent 599% du PIB, 1037% pour Hong Kong et 463% pour Singapour⁷. C'est plutôt au niveau de sa position extérieure nette que le Luxembourg se rapproche de ces trois derniers pays. A fin 2006, la position extérieure nette du Luxembourg s'est élevée, pour rappel, à 132% du PIB; celle de la Suisse s'est établie à 115% de son PIB, celle de Hong Kong s'élève à 281% de son PIB et celle de Singapour à 83% (données de fin 2005).

5 Pour les encours d'IDE, cela est dû à la méthodologie d'évaluation en vigueur (valeur comptable pour toutes les sociétés à l'exception des SPEs pour lesquels les encours sont basés sur le coût historique).

6 L'utilisation des stocks à la place des flux financiers est justifiée par le fait que, de toutes les façons, les stocks d'avoirs ou d'engagements financiers d'un pays sont le reflet, aux effets de valorisation près, des flux financiers historiques.

7 Données de fin 2005 pour Singapour.

Tableau 2 Position extérieure en% du PIB: comparaison internationale à la fin de 2006

	<i>Luxembourg</i>	<i>Hong Kong</i>	<i>Suisse</i>	<i>Singapour*</i>	<i>Zone euro</i>	<i>Royaume - Uni</i>	<i>Etats-Unis</i>	<i>Japon</i>	<i>Allemagne</i>	<i>Pays-Bas</i>	<i>Belgique</i>	<i>France</i>	<i>Irlande</i>
Avoirs extérieurs bruts	10908%	1037%	599%	463%	148%	406%	104%	110%	190%	683%	280%	274%	1146%
Engagements extérieurs bruts	10776%	756%	484%	381%	161%	429%	123%	68%	166%	682%	248%	269%	1153%
Position extérieure nette	132%	281%	115%	83%	-12,1%	-22%	-19%	42%	24%	1%	31%	5%	-6%

* Données de fin 2005 pour Singapour.

Source: IFS

2.1.3 Structure par composante de la position extérieure du Luxembourg

Cette section décompose la position extérieure du Luxembourg selon ses trois principales composantes, à savoir les investissements directs, les investissements de portefeuille et les autres investissements. Les «investissements directs» correspondent aux investissements qui ont pour finalité d'exercer un pouvoir de contrôle dans la gestion d'entreprises situées hors du territoire de l'investisseur. Par convention, le pouvoir de contrôle est présumé lorsque la participation de l'investisseur direct dépasse 10% du capital social de l'entreprise non-résidente. Dans la pratique, les capitaux d'investissements directs se subdivisent en participations au capital social, en bénéfices non rapatriés ainsi qu'en prêts intragroupes.

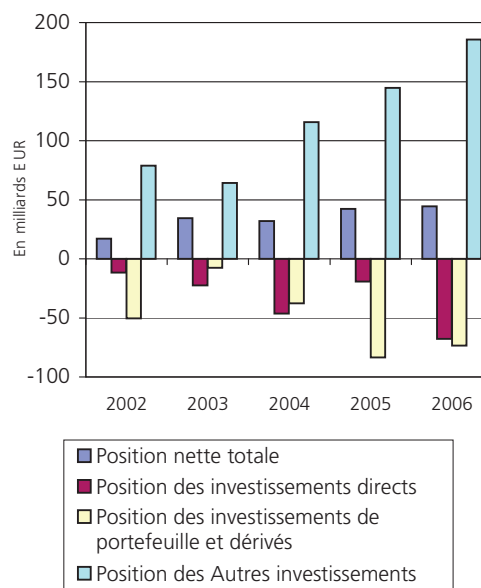
Les investissements de portefeuille couvrent les placements internationaux en valeurs mobilières, notamment sous forme des titres de créance et des titres de participation (à l'exclusion de ceux détenus dans le cadre d'une relation d'investissement direct c'est-à-dire plus de 10% du capital).

Les autres investissements regroupent principalement les crédits commerciaux, les prêts ou emprunts classiques ainsi que les dépôts bancaires et les monnaies fiduciaires.

Sur la période 2002-2006, la structure de la position extérieure nette montre des déficits récurrents dans les positions d'investissements directs (68 milliards d'euros pour 2006) et d'investissements de portefeuille (73 milliards en 2006), fortement compensés par une position créditrice excédentaire dans les autres investissements (185 milliards en 2006, voir graphique).

Graphique 6

Evolution de principales composantes de la position extérieure nette du Luxembourg



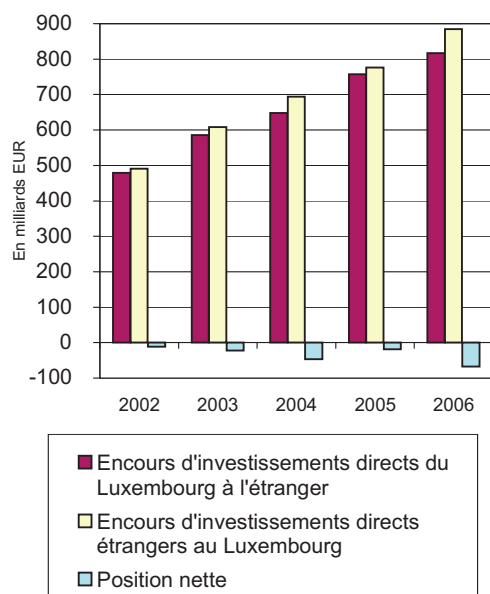
Source: BCL

2.1.3.1 La position des investissements directs

L'encours d'investissements directs (IDE) luxembourgeois à l'étranger est évalué à 817 milliards d'euros à fin 2006 contre 884 milliards pour les stocks d'investissements directs étrangers au Luxembourg. Comme la valeur de l'encours d'investissements directs étrangers dépasse celle des investissements directs luxembourgeois à l'étranger, le Luxembourg présente une position nette négative de 68 milliards d'euros à la fin de l'année 2006. L'analyse des données couvrant la période 2002-2006 montre que les engagements et les avoirs du Luxembourg au titre d'investissements directs sont très proches en valeur et affichent des variations quasi-identiques d'une année à l'autre (voir graphique).

Graphique 7

Evolution de la position des investissements directs



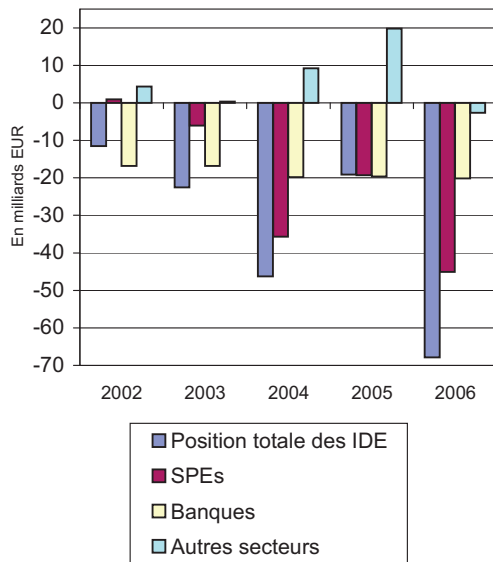
Source: BCL, STATEC

Le fait que les valeurs des encours IDE soient très proches tient à la prépondérance des entités financières spécialisées (SPEs ou «Special Purpose Entities») constituées essentiellement des sociétés holdings (au sens de la loi de 1929) et des autres sociétés des participations financières (SOPARFI). A fin 2006, sur les 884 milliards d'euros d'encours d'IDE étrangers au Luxembourg, 811 milliards (92%) correspondent à l'encours d'investissements directs des SPEs. De même sur un montant total de 817 milliards d'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger à fin 2006, 766 milliards (94%) émanent des entités financières spécialisées. Cette prépondérance des SPEs se remarque aussi dans la position des investissements directs du Luxembourg. Celle-ci s'est établie à 68 milliards d'euros fin 2006, dont 45 milliards pour les entités financières spécialisées, 20 milliards pour les banques résidentes et 3 milliards pour les autres branches d'activité. Si les encours des SPEs sont généralement de nature symétrique dans leur taille, avec des engagements correspondant presque aux avoirs, la position nette négative s'explique entre autres par le fait qu'une certaine partie des avoirs détenus par les SPEs prennent la forme d'investissements de portefeuille et la forme d'autres investissements (dépôts et crédits).

La position des investissements directs du Luxembourg reflète donc le rôle d'intermédiation financière internationale du pays, avec des avoirs et des engagements des SPEs s'inscrivant généralement dans le cadre stratégique des entreprises multinationales. Celles-ci visent à utiliser de manière optimale l'avantage que présente le Luxembourg dans ses différences avec les autres pays en matière d'infrastructures financières, de véhicules institutionnels et de régimes fiscaux.

Graphique 8

Evolution de la position nette des investissements directs par secteur résident



Sources: BCL, STATEC

2.1.3.2 La position des investissements de portefeuille

Les stocks d'investissements de portefeuille occupent une part importante dans la structure de la position extérieure globale du Luxembourg. Sur la période 2002-2006, le portefeuille des titres étrangers détenus par les résidents représente en moyenne 49% des avoirs extérieurs bruts du Luxembourg. De même, le portefeuille des titres luxembourgeois détenus par les non-résidents représente, en moyenne sur la période 2002-2006, 51% des engagements extérieurs bruts du Luxembourg.

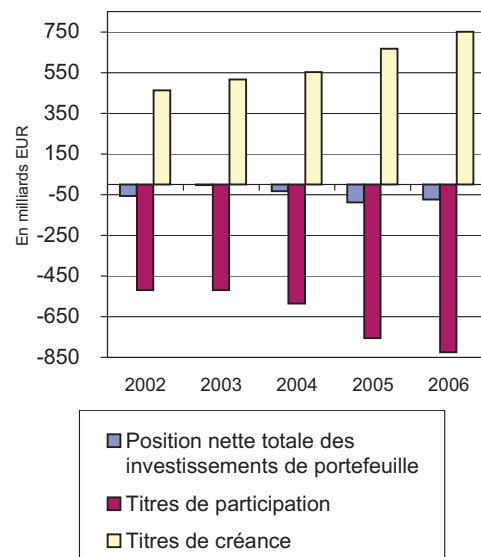
Par ailleurs les encours d'investissements de portefeuille ont affiché les taux de croissance les plus élevés parmi les autres composantes de la position extérieure du Luxembourg. La valeur du portefeuille des titres étrangers détenus par les résidents a plus que doublé passant de 880 milliards d'euros à fin 2002 à 1 845 milliards à fin 2006. De même les engagements de portefeuille du Luxembourg, c'est-à-dire les titres émis par les résidents et détenus par les non-résidents, ont plus que doublé en atteignant 1 920 milliards en 2006 contre 937 milliards en 2002. Comme souligné précédemment (voir section 2.1.3 ci-dessus et encadré ci-dessous), ces importantes

évolutions s'expliquent en grande partie par les nouveaux flux financiers mais aussi par des effets de valorisation découlant des variations des prix des actifs et des cours de change.

La différence entre les avoirs et les engagements de portefeuille montre que le Luxembourg affiche une position nette négative sur cette composante de la position globale. La position nette débitrice est passée de 57 milliards d'euros à fin 2002 à 74 milliards à fin 2006. Elle varie fortement en fonction du type d'instruments financiers. Elle est déficitaire pour les titres de participations (-824 milliards d'euros en 2006) alors qu'elle s'avère excédentaire pour les titres de dette (750 milliards en 2006, voir graphique).

Graphique 9

Position nette des investissements de portefeuille



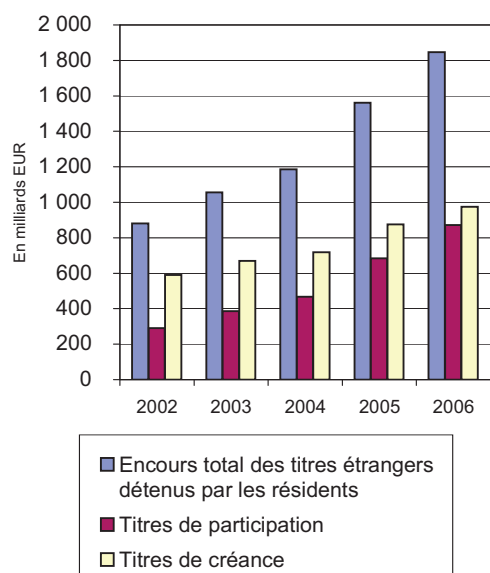
Source: BCL

Enfin, bien que la position nette soit négative, les avoirs et les engagements de portefeuille du Luxembourg sont très proches en valeur absolue et cela tient au rôle particulier des Organismes des placements collectifs (OPC). Sur la période 2002-2006, l'encours de titres luxembourgeois détenus par les non résidents est composé en moyenne à 88% de titres de participation (voir graphique), qui eux-mêmes correspondent à 97% aux parts d'OPC. Cette place considérable des fonds d'investissements dans les engagements du

Luxembourg met en évidence le rôle du pays en tant que plate-forme pour des activités d'intermédiation financière internationale. Cela d'autant plus qu'une grande partie des fonds collectés par les OPC est investie dans les titres émis par des non-résidents. En effet les OPC détiennent environ 70% (ou 1 290 milliards d'euros pour fin 2006) du volume global (1 845 milliards en 2006) des valeurs mobilières étrangères détenues par le Luxembourg.

Graphique 10

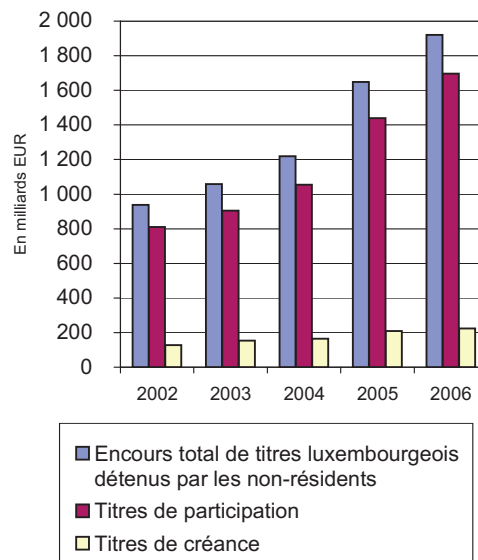
Encours de titres étrangers détenus par les résidents (en milliards EUR)



Source: BCL

Graphique 11

Encours de titres luxembourgeois détenus par les non-résidents (en milliards EUR)



Source: BCL

Répartition géographique des investissements de portefeuille du Luxembourg en 2006⁸

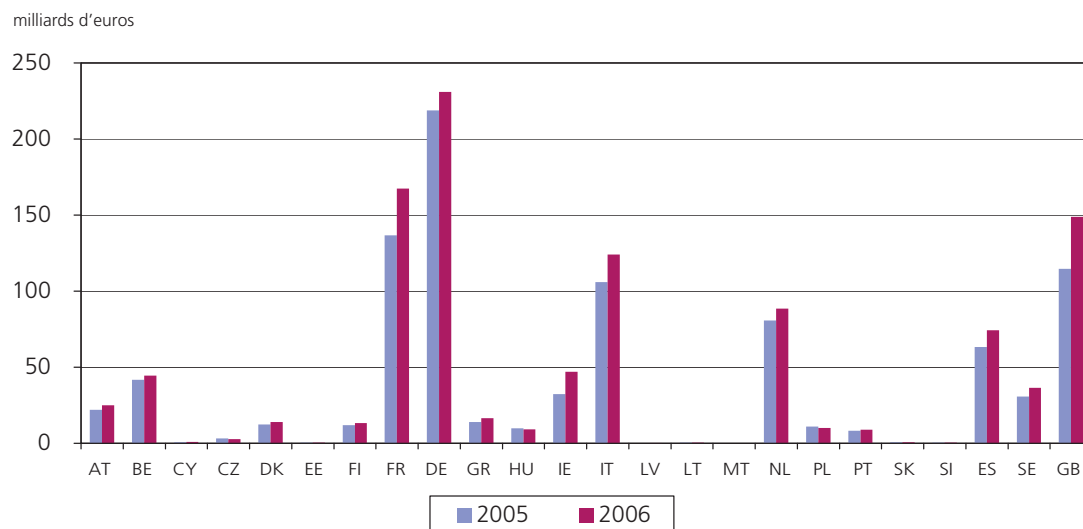
Les avoirs

A la fin de 2006, le Luxembourg détient des titres étrangers pour une valeur estimée à 1 845 milliards d'euros, soit une augmentation de 18% par rapport à 2005. Les investissements de portefeuille des luxembourgeois à l'étranger se composent de 47% de titres de participation et de 53% de titres de créance.

Bien que les investissements de portefeuille du Luxembourg à l'étranger soient répartis dans près de 160 pays, on observe une grande concentration d'actifs émis par des pays industrialisés. A l'instar de 2005, les cinq principales destinations en 2006, par ordre d'importance, sont les Etats-Unis, l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni et l'Italie. Les investissements des résidents restent d'ailleurs traditionnellement orientés vers les pays membres de l'Union européenne, notamment vers les pays de la zone euro. (Graphique 1).

Graphique 1

Investissement du Luxembourg dans les pays membres de l'UE (2005-2006)



Source: BCL

A la fin de 2006, près de 58% des avoirs luxembourgeois en titres étrangers sont des titres émis par les 24⁹ autres pays membres de l'Union européenne, la majeure partie de ces titres étant émis par les pays de la zone euro. Celle-ci absorbe 62% des investissements sous forme de titres de créances et 38% sous forme de titres de participations¹⁰.

Au sein de l'Union européenne, les titres émis par l'Allemagne atteignent respectivement 16% et 8% du stock de titres de créances et de titres de participation détenus par le Luxembourg, ce qui en fait le premier pays d'investissement des résidents luxembourgeois, devant la France et le Royaume-Uni.

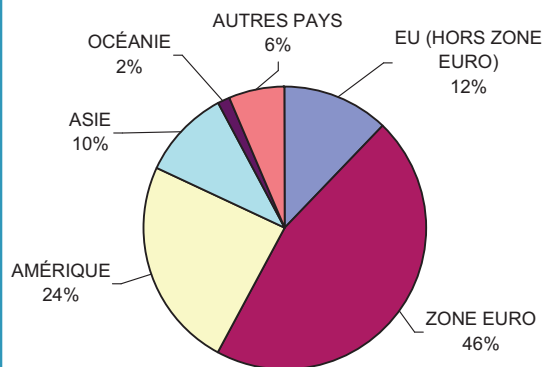
⁸ Encadré rédigé par Anh-Tuan BUI.

⁹ L'Union européenne comptait 25 pays membres en 2006.

¹⁰ Voir tableau 11.6: «Ventilation géographique des avoirs de portefeuille» sur notre site Internet (www.bcl.lu).

Graphique 2

Répartition des zones d'investissement des résidents luxembourgeois



Source: BCL

Au niveau mondial, ce sont les Etats-Unis qui constituent la première destination des avoirs de portefeuille luxembourgeois. En 2006, la part revenant aux actions et aux titres de créances américains est de respectivement 19% et 15%, et atteint au total 316 milliards d'euros, soit une progression de 23% en un an.

Cependant, le pays d'investissement des résidents luxembourgeois qui enregistre la plus forte progression en 2006 est la Chine. En tenant compte de la flambée des prix des actions chinoises (plus de 130% en un an, graphique 3) et la variation du taux de change de la devise chinoise, le yuan, la valeur des investissements en titres chinois a fait un bond d'environ 300% en un an. Plusieurs facteurs expliquent le pouvoir d'attraction de la Chine: la taille du marché, la croissance soutenue de l'économie et la relative stabilité politique et sociale. L'entrée de la Chine en 2001 à l'Organisation mondiale du commerce apporte également une certaine assurance à l'égard de la sécurité juridique pour les investisseurs étrangers.

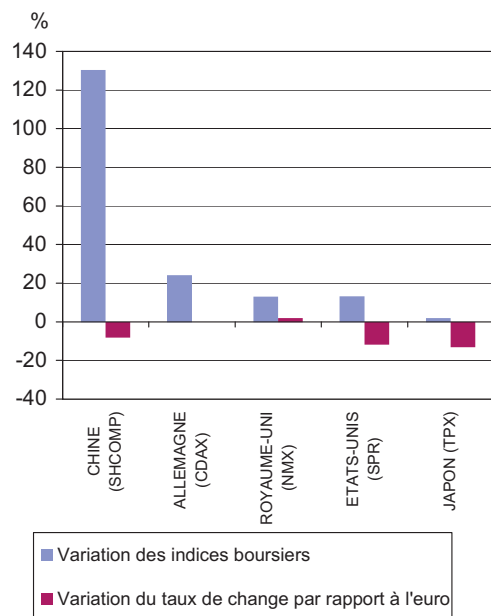
Un autre pays émergent qui attire les investisseurs luxembourgeois est l'Inde. Les investissements de portefeuille du Luxembourg dans ce pays enregistrent une augmentation de 66% en un an. A la fin de 2006, les titres émis par l'Inde et détenus au Luxembourg atteignent 16 milliards d'euros, dont 97% sont des titres de participation.

Malgré l'attrait de la Chine et de l'Inde, le Japon reste le premier pays d'investissement du Luxembourg en Asie en 2006, bien que la valeur des investissements des résidents dans ce pays accuse une diminution de 10% par rapport à 2005. Cette régression est due notamment à la dépréciation de la devise japonaise face à l'euro, qui est de l'ordre de 13% au cours de cette période.

A titre de comparaison internationale, les dernières données disponibles se référant à la fin 2005, le Luxembourg s'était classé cinquième en termes de valeur des titres étrangers détenus dans le cadre de l'investissement de portefeuille, derrière les Etats-Unis, le Royaume-Uni, l'Allemagne et la France. En effet, le Luxembourg détenait des titres étrangers pour une valeur de 1 560 milliards d'euros, soit 7% de la valeur totale des investissements estimée à 22 000 milliards d'euros selon les statistiques du Fonds monétaire international (FMI).

Graphique 3

L'Évolution des indices boursiers et du taux de change sur la période 2005-2006



Source: Bloomberg

Les engagements

D'un point de vue méthodologique, il est difficile de connaître les détenteurs étrangers de titres nationaux. La seule source disponible reste les informations des autres pays sur leurs détentions de titres luxembourgeois. Afin d'obtenir ces informations, le Fonds monétaire international organise chaque année depuis 2001 l'enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille (ou CPIS)¹¹ à laquelle participe un grand nombre de pays investisseurs. Les résultats de l'édition 2006 de la CPIS ne sont pas encore disponibles à la date d'arrêt de cet encadré.

Selon les derniers chiffres publiés par le FMI à l'issue de l'édition 2005 de cette enquête, le stock des titres luxembourgeois détenus par les non résidents atteignait 1 045 milliards d'euros à la fin de 2005, ce qui représente une progression de 28% en un an. Plus de 65% des titres luxembourgeois étaient détenus par les pays membres de la zone euro, parmi lesquels, l'Allemagne occupait la première place avec 207 milliards d'euros, suivie de l'Italie, la Belgique et la France. En dehors de cette zone, la Suisse et le Japon détenaient respectivement 97 et 64 milliards d'euros de titres luxembourgeois. Le tableau 1 détaille l'évolution de 2001 à 2005 des investissements de portefeuille des principaux pays investisseurs dans l'économie du Luxembourg.

L'encours de titres luxembourgeois détenus par les non résidents était composé de 75% de titres de participation (771 milliards d'euros), principalement de parts d'OPC et 25% d'obligations (273 milliards d'euros). A la fin de 2005, le stock de titres de participation détenus par les non résidents avait augmenté de 160 milliards en un an. Cette augmentation était due en grande partie aux acquisitions nettes, mais aussi aux effets de valorisation.

Il faut noter que les engagements en titres du Luxembourg vis-à-vis de l'étranger atteignaient 1 648 milliards d'euros à la fin de 2005¹². Comme tous les pays ne participent pas à la CPIS, l'enquête du FMI ne permet de déterminer les pays détenteurs que pour un montant de 1 045 milliards d'euros.

¹¹ CPIS: Coordinated Portfolio Investment Survey.

¹² Voir tableau 11.1 «Position extérieure globale du Luxembourg» sur notre site Internet (www.bcl.lu).

Tableau 3 Principaux détenteurs de titres émis par le Luxembourg

<i>en milliards d'euros</i>	2001	2002	2003	2004	2005
Allemagne	117	118	136	165	207
Italie	120	140	150	158	195
Suisse	83	78	84	88	97
Belgique	65	59	61	64	88
France	35	37	40	50	74
Japon	52	53	43	53	64
Grande-Bretagne	25	25	31	40	53
Etats-Unis	15	14	19	28	39
Espagne	8	12	16	27	38
Suède	18	19	24	28	31
Pays-Bas	9	8	11	18	27
Irlande	2	11	13	17	22
Autriche	7	7	8	10	14
Hong Kong	10	9	9	10	13
Chili	2	2	5	6	12
Finlande	2	2	4	6	9
Portugal	4	4	4	5	6
Norvège	2	2	3	4	6
Corée du Sud	0	0	1	3	6
Grèce	1	2	2	3	5
Autres pays	19	18	19	33	39
TOTAL	596	619	680	815	1 045

Source: FMI, BCL

2.1.3.3 La position des autres investissements (dépôts et crédits)

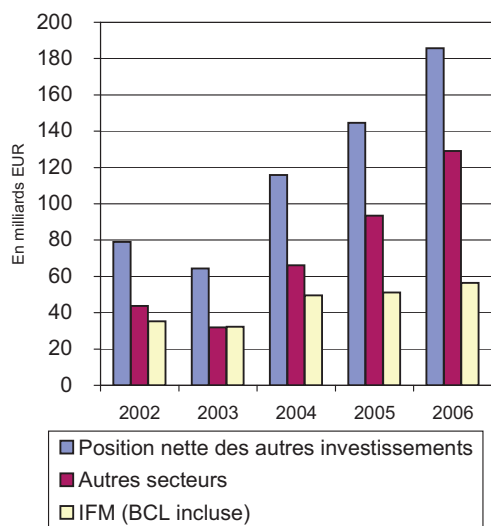
Les stocks d'autres investissements regroupent tous les avoirs et tous les engagements financiers extérieurs qui ne sont ni des investissements directs, ni de portefeuille, ni des avoirs de réserve. En pratique il s'agit principalement des crédits classiques, des dépôts bancaires ainsi que des crédits commerciaux. Les encours d'autres investissements constituent (avec les avoirs de réserve dans une très moindre mesure) les seules rubriques qui ont contribué, sur la période 2002-2006, au solde positif de la position extérieure globale du Luxembourg. Ce solde positif n'a cessé de grimper sur les dernières années atteignant 185 milliards fin 2006 (79 milliards fin 2002). Au sein des autres investissements, la position créditrice varie selon les secteurs résidents. Les autorités monétaires (c'est-à-dire la BCL), dont l'encours d'autres investissements se compose essentiellement des engagements ou des créances vis-à-vis de l'Eurosystème¹³, affiche une position créditrice de 5 milliards d'euros à fin 2006. Le solde positif de la position des institutions financières monétaires (BCL exclue) s'est élevé à 51 milliards d'euros à la fin de l'année 2006. Les encours

d'autres investissements des IFMs confirment d'ailleurs l'internationalisation très poussée des activités bancaires. Fin 2006, l'encours des dépôts des non-résidents (435 milliards d'euros) représente en effet 64% de tous les dépôts auprès des IFMs luxembourgeois. De même, du côté des actifs des IFMs, la clientèle non-résidente occupe une place importante avec un encours des crédits de 486 milliards d'euros à fin 2006 (81% du volume global des crédits). Enfin, soulignons l'évolution très importante des autres secteurs (entités financières spécialisées et OPC non monétaires essentiellement) dont la position nette dépasse systématiquement celle des IFMs (voir graphique). A la fin de 2006, les créances des autres secteurs (528 milliards d'euros) ont même dépassé celles des IFMs (486 milliards). Cette évolution est le résultat de la hausse continue du nombre d'entités financières non-bancaires ayant pour principal objectif la levée des fonds (sous forme d'émissions des titres de créance ou d'emprunts ordinaires) dont le produit est ensuite prêté à la maison-mère ou aux autres entités du groupe. De ce point de vue, une large part du solde positif de la position des autres investissements est la contrepartie directe des soldes négatifs des investissements directs et des investissements de portefeuille.

¹³ Plus explicitement, les engagements ou les avoirs nets de la BCL envers l'Eurosystème résultent des opérations de politique monétaire et de la gestion du système des paiements TARGET.

Graphique 12

Evolution de la position nette des autres investissements



Source: BCL

2.1.4 Conclusion

Sur les cinq dernières années, les encours d'avoirs et d'engagements financiers extérieurs du Luxembourg ont fortement augmenté. Entre fin 2002 et fin 2006, les avoirs extérieurs bruts ont quasiment doublé, en passant de 1 875 milliards d'euros à 3 692 milliards. Les engagements extérieurs bruts ont augmenté dans les mêmes proportions, passant de 1 859 milliards d'euros à fin 2002 à 3 648 milliards à la fin de l'année 2006. La position extérieure nette, c'est-à-dire la différence entre la valeur des avoirs et celle des engagements, a plus que doublé en atteignant 44,5 milliards à la fin de 2006 contre 17 milliards à fin 2002. Cette analyse a présenté ces évolutions, dans toutes les composantes de la position extérieure, en montrant les facteurs (flux financiers et effets de valorisation) qui ont été à la base de l'importante hausse des avoirs et des engagements financiers extérieurs du Luxembourg. D'une année à l'autre, sur la période 2002-2006, la décomposition de la variation des avoirs et des engagements extérieurs bruts laisse apparaître une prépondérance des effets flux qui représentent près de trois quarts de la variation totale des encours.

Par ailleurs, les avoirs et les engagements financiers sont non seulement très proches en valeur absolue mais aussi ils sont affectés de manière symétrique par les effets de valorisation. Cela reflète le rôle d'intermédiation financière internationale de l'économie luxembourgeoise. Les données montrent que

par rapport à la très petite taille de l'économie (au regard de son PIB), les volumes très élevés des encours d'avoirs et d'engagements financiers extérieurs du Luxembourg sont détenus (émis) à plus de 90%, par les trois principaux acteurs du secteur financier luxembourgeois, à savoir les entités financières spécialisées (holdings et SOPARFI), les organismes de placement collectifs (OPC) et les banques. Les fonds collectés à l'étranger par les trois acteurs précités sont généralement destinés à être réinvestis dans les actifs étrangers. Ceci explique les niveaux très proches de la valeur des engagements et des avoirs. Par conséquent les effets de valorisation sur les avoirs et sur les engagements ont tendance à se compenser fortement limitant ainsi leur impact sur la position extérieure nette du Luxembourg. La variation de la position extérieure nette entre 2002 et 2006, aux erreurs et omissions nettes près, tient donc essentiellement aux surplus cumulés du compte courant.

L'étude a également montré un exemple (parmi tant d'autres) de l'usage des données de la position extérieure dans l'analyse économique, à savoir la détermination du degré d'ouverture ou d'intégration financière d'un pays dans l'économie mondiale. Dans le contexte de la mondialisation, grâce aux données de la position extérieure, l'évolution du taux d'ouverture financière d'une économie (ratio, par rapport au PIB, du stock des avoirs ou des engagements financiers extérieurs) marque le rythme auquel ce pays s'intègre dans les marchés financiers internationaux. En comparaison avec les autres pays de la zone euro, le Luxembourg affiche un taux d'ouverture le plus élevé, ses avoirs financiers extérieurs bruts représentant plus de 100 fois son PIB. Dans la zone euro, les deux pays qui suivent sont l'Irlande et les Pays-Bas, avec des avoirs extérieurs bruts représentant respectivement 11 fois et 7 fois le PIB. Même dans la comparaison avec les pays ayant une structure économique dominée par les activités d'intermédiation financière, à l'instar de la Suisse ou de Hong Kong, le Luxembourg se distingue nettement par le volume de ses avoirs extérieurs bruts. Pour la Suisse, les avoirs financiers extérieurs bruts représentent 6 fois son PIB, 10 fois pour Hong Kong et 5 fois pour Singapour. C'est plutôt au niveau de sa position extérieure nette (132% du PIB) que le Luxembourg se rapproche de ces trois derniers pays. Fin 2006, les avoirs extérieurs nets de la Suisse se sont établis à 115% de son PIB, ceux de Hong Kong à 281% de son PIB et ceux de Singapour à 83% de son PIB.

Enfin cette analyse a montré la structure par postes de la position extérieure nette sur la période 2002-2006, une structure caractérisée par des déficits récurrents dans les positions d'investissements directs et d'investissements de portefeuille, fortement compensés par une position excédentaire dans les autres investissements (dépôts et crédits).

2.2 LE MARCHÉ DE CHANGE ET DES PRODUITS DÉRIVÉS LUXEMBOURGEOIS DANS LE CONTEXTE INTERNATIONAL¹

2.2.1 Introduction et remarques méthodologiques

En avril 2007, la BRI a coordonné au niveau international un nouveau recensement triennal sur l'activité des marchés des changes et des produits dérivés échangés de gré à gré. L'enquête avait pour objectif d'obtenir une information significative et cohérente au niveau international sur la taille, la structure et l'évolution de l'activité de ces marchés. Les statistiques issues sont destinées à augmenter la transparence de ces marchés et permettront ainsi aux banques centrales et aux intervenants dans ces marchés de mieux comprendre les évolutions et comportements des systèmes financiers.

La Banque centrale du Luxembourg, comme 54 autres Banques centrales ou autorités monétaires, s'est associée à cette enquête en invitant début mars 2007 toutes les banques de la place financière de rapporter leur activité sur le marché global des changes et des produits dérivés échangés de gré à gré au cours du mois d'avril 2007. L'objet de cette analyse est de présenter l'évolution de ces différents marchés sur la place financière de Luxembourg et de voir celle-ci dans un contexte international. Sur les 154 établissements de crédit contactés, 114 ont rapportés des transactions dépassant le seuil du million de dollar US en valeur arrondie.

Il importe de préciser que l'enquête menée a porté uniquement sur les flux de transactions enregistrés au cours du mois d'avril 2007. Les informations concernant les encours des produits de change «traditionnel» et des produits dérivés visés par cette enquête ont fait l'objet d'une enquête distincte à laquelle la BCL n'a pas participé.

En ce qui concerne les produits dérivés, cette enquête a été limitée aux instruments dérivés négociés sur les

marchés de gré à gré (la BRI collectant régulièrement, par ailleurs, une information statistique sur l'activité des marchés organisés) et ne concerne que les transactions ayant pour sous-jacents des taux d'intérêts ou des devises (les marchés des matières premières ou des indices boursiers ne sont donc pas inclus dans cette analyse).

La collecte se fait sur base géographique, c'est à dire que les flux sont constitués de toutes les opérations effectuées sur le territoire national, quelle que soit la nationalité de l'établissement résident déclarant.

Les données sont présentées sous la forme d'une moyenne journalière nette. Celles concernant le marché luxembourgeois sont de type «net-gross», c'est à dire après élimination de l'incidence de la double comptabilisation résultant des transactions effectuées entre banques déclarantes de la place de Luxembourg. Certains chiffres relatifs à l'activité mondiale et calculés par la BRI sont de type «net-net», c'est à dire que la BRI a effectué une correction sur l'agrégation des données nationales «net-gross», en éliminant l'incidence des opérations transfrontalières entre banques déclarantes.

2.2.2 Le marché de change traditionnel

2.2.2.1 Montant des transactions

Le volume d'activité de la place financière du Luxembourg dans l'ensemble des trois segments du marché «traditionnel», représentant 97% de la totalité du marché de change, a atteint une moyenne journalière de près de 42,6 milliards de dollars US en avril 2007. Ceci représente une forte croissance par rapport aux 14,5 milliards enregistrés en avril 2004 (+194%), qui faisait suite à une légère hausse de 12% de l'activité entre 2001 et 2004.

¹ Note rédigée par Romain Perrard.

Tableau 1 Evolution des opérations sur le marché de change traditionnel au Luxembourg²

Instruments	Volume				Variations		
	1998	2001	2004	2007	1998-2001	2001-2004	2004-2007
Change au comptant	7 794	4 184	3 126	13 323	-46%	-25%	326%
-résidents	1 313	709	590	3 076			
-non-résidents	6 481	3 475	2 535	10 247			
Terme sec	1 250	1 160	1 717	5 234	-7%	48%	205%
-résidents	242	362	678	2 255			
-non-résidents	1 008	798	1 040	2 979			
Swaps cambistes	13 114	7 563	9 623	24 015	-42%	27%	150%
-résidents	726	229	247	2 072			
-non-résidents	12 388	7 334	9 377	21 942			
Total	22 158	12 907	14 466	42 572	-42%	12%	194%

(moyennes journalières en millions USD, élimination du double comptage national)
Source: BCL.

Alors qu'elles subissaient encore une baisse de 25% sur la période allant de 2001 à 2004, les opérations de change au comptant manifestent un renversement de tendance avec une amélioration de 326% sur la période allant de 2004 à 2007, tandis que les opérations sur les marchés du terme sec (+205%) et des swaps cambistes (+150%) voient leurs taux de croissance s'accroître par rapport aux observations de la période précédente (respectivement +48% et +27% sur la période allant de 2001 à 2004). La part de marché entre établissements domestiques demeure relativement modeste, bien que passant de 10% à 17%. Cela s'explique en partie par les nombreuses opérations que les filiales luxembourgeoises effectuent avec leur maison-mère à l'étranger. L'activité s'articule autour des opérations de swaps cambistes (56% de l'activité en 2007 et 67% en 2004) et des opérations de change au comptant (31% de l'activité en 2007, contre 22% en 2004).

Au niveau global, le marché de change traditionnel a connu un accroissement de l'activité sans précédent. Sur base de données provisoires, la moyenne journalière est passée de 1 880 milliards de dollars US en avril 2004 à 3 209 milliards de dollars US en avril 2007, soit une progression de 71% (données «net-net»). En termes net-gross, la moyenne journalière est passée de 2 408 à 3 989 milliards de dollars US, soit une progression de 66% sur la même période. La part du

Luxembourg au niveau mondial s'est améliorée en passant de 0,6% (16^e rang) en 2004 à 1,1% en 2007 (14^e rang)³.

Le Royaume-Uni a encore étendu sa position dominante sur les marchés de change: ainsi la moyenne quotidienne anglaise s'est élevée à 753 milliards de dollars US en 2004, représentant 31,3% de l'activité mondiale, contre 1 359 milliards de dollars US en 2007, soit 34,1% du marché mondial. Bien que leur position relative se soit légèrement détériorée, avec respectivement 461 milliards de dollars US en 2001 et 664 milliards en 2007, les Etats-Unis occupent, avec 16,6%, une confortable seconde place, devant nettement la Suisse dont la part de marché est de 6,1%.

Au niveau de la zone euro, la part relative du Luxembourg s'est également améliorée passant de 4,3% à 10%, lui permettant ainsi de gagner trois places au classement de cette zone pour se situer au quatrième rang, derrière la France, l'Allemagne et la Belgique. Le niveau d'activité des intervenants de la zone euro a progressé de près de 32%, passant de 327 milliards de dollars US (13,6% de l'activité mondiale) en 2004 à 431 milliards de dollars US en 2007 (10,8%).

En termes d'instruments, la croissance globale de l'activité des marchés de change traditionnel s'est traduite

2 Ce tableau présente les résultats de l'enquête pour les catégories d'opérations suivantes: **Spot – Change au comptant**: le dénouement de l'opération a lieu dans les 48h; **Outright forward – Terme sec**: l'échéance de livraison est supérieure à 48h; **Foreign exchange swap – Swap cambiste**: consiste en l'achat et la vente simultanés un certain montant de devises, l'un au comptant, l'autre à terme, sans échange périodique de paiements d'intérêts.
3 BIS, Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2007, Preliminary global results, September 2007. La BRI publiera les résultats finaux globalisés seulement le 18 décembre 2007, postérieurement à la publication de ce bulletin.

par une augmentation de la moyenne journalière des swaps cambistes de 81 %, passant de 944 milliards de dollars US en avril 2004 à 1 714 milliards de dollars US en avril 2007, des opérations de change au comptant qui ont évolué de 621 milliards à 1 005 milliards de USD (+ 62%) ainsi que le terme sec qui a gagné 74% pour atteindre un volume quotidien de 362 milliards de dollars US (données «net-net»).

2.2.2.2 Poids relatif des différentes devises

Comme en 2004, le dollar US confirme à Luxembourg sa position de première devise sur le marché de change avec une implication dans 84% des opérations⁴. Avec 70% des transactions, l'euro pour sa part a gagné du terrain (+15 points de pourcentage (p.p.)) au dépens du yen (-6 p.p.), de la livre sterling (-2 p.p.), du franc suisse (-3 p.p.) ainsi que des autres devises (-6 p.p.).

Tableau 2 La répartition selon les devises et instruments au Luxembourg en 2007

	USD	EUR	JPY	GBP	CHF	Autres	Total
Change au comptant	9 435	10 092	1 213	1 562	1 065	3 280	26 646
Terme sec	4 157	4 472	500	250	428	660	10 467
Swaps cambistes	22 251	15 345	2 046	3 160	1 619	3 607	48 030
Total	35 843	29 909	3 759	4 972	3 112	7 548	85 143
en %	84%	70%	9%	12%	7%	18%	200%

(moyennes journalières en millions USD, élimination du double comptage national)

Dans la mesure où chaque transaction implique 2 devises, la somme des parts relatives de chaque devise dans les échanges quotidiens vaut 200%.

Source: BCL.

Sur le plan international, les parts de marché du dollar US ainsi que du yen ont légèrement régressé sur la période considérée avec respectivement 86% (-3 p.p.) et 17% (-3p.p.). Selon la BRI, cette détérioration s'explique principalement par des effets d'évaluation suite à la dépréciation de ces devises entre 2004 et 2007. Tout comme en 2004, l'euro était impliqué dans 37% des transactions sur les marchés de change internationaux. D'autres devises telles que le dollar australien (7%) ou le dollar néozélandais (2%) ont pu étendre leur part de marché, notamment suite à des stratégies de portage de la part des investisseurs institutionnels internationaux ou suite à des effets d'évaluation positifs. Les devises de pays émergents ont par ailleurs été engagées dans près de 20% des transactions sur les marchés de change traditionnels au mois d'avril 2007. Les autres devises impliquées sont la livre sterling, qui représente 15% de part de marché (- 2p.p.) et le franc suisse qui a légèrement élargi sa part à 7% (+ 1p.p.)

Au sein de la zone euro, le dollar US et l'euro étaient impliqués dans respectivement 83% et 61% des opérations de change, suivis par le yen (12%), la livre sterling (13%) et le franc suisse (9%). A l'exception de la livre

sterling (-2 p.p.), la variation des parts relatives de ces devises sur la période allant d'avril 2004 à avril 2007 était négligeable⁵.

2.2.2.3 Contreparties

Il n'est pas surprenant que le secteur bancaire soit le plus actif sur les marchés de change traditionnels avec 72% du volume des transactions réalisées en avril 2007. Cependant, sur les 3 exercices considérés, une tendance à la baisse peut être notée en faveur du secteur des Autres intermédiaires financiers, qui a accru de manière concomitante sa part de marché de 14% en 2001 à 23% en 2007. Bien que le volume de ses opérations de change ait doublé, la clientèle non-financière perd en importance et ne représente plus que 5% du marché national.

Au niveau international, seulement 43% des opérations sur les marchés de change se font entre banques déclarantes, alors que ce rapport est de 65% au sein de la zone euro. Les parts des Autres intermédiaires financiers et de la clientèle non-financière sont de, respectivement, 40% et 17% au plan global et, respectivement, 23% et 12% dans les 13 pays de la zone euro.

⁴ Dans la mesure où chaque transaction implique 2 devises, la somme des parts relatives de chaque devise dans les échanges quotidiens vaut 200%.

⁵ ECB – Press release – 25 September 2007 – BIS triennial survey 2007.

Tableau 3 Evolution du marché de change traditionnel au Luxembourg selon l'instrument financier, la résidence et le secteur d'activité

Instruments	Contreparties																	
	Banques déclarantes						Autres intermédiaires financiers						Clientèle non-financière					
	2001		2004		2007		2001		2004		2007		2001		2004		2007	
	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%
Change au comptant	3 335	80	2 208	71	8 433	63	444	11	616	20	4 242	32	405	10	302	10	648	5
dont non-résidents	3 012	90	2 090	95	7 940	94	266	60	275	45	1 880	44	197	49	170	56	427	66
Terme sec	524	45	593	35	2 288	44	358	31	637	37	2 096	40	278	24	487	28	850	16
dont non-résidents	499	95	577	97	2 258	99	135	38	193	30	494	24	164	59	270	55	228	27
Swaps cambistes	6 444	85	8 493	88	19 901	83	976	13	912	9	3 521	15	144	2	218	2	593	2
dont non-résidents	6 320	98	8 429	99	19 213	97	922	94	815	89	2 249	64	92	64	133	61	480	81
Total	10 303	80	11 294	78	30 622	72	1 778	14	2 166	15	9 859	23	827	6	1 007	7	2 091	5
dont non-résidents	9 831	95	11 097	98	29 411	96	1 323	74	1 283	59	4 623	47	454	55	572	57	1 134	54

(moyennes journalières en millions USD, élimination du double comptage national)
Source: BCL

Près de 83% du volume des transactions réalisées au mois d'avril 2007 par les banques déclarantes de la place financière du Luxembourg avait une contrepartie non-résidente. Cette proportion est plus importante pour les transactions avec d'autres banques déclarantes, puisqu'elle oscille entre 95% et 98% durant les trois exercices considérés. La faible part de marché des établissements de crédits locaux s'explique en partie par l'importance des opérations réalisées par les filiales luxembourgeoises d'établissements étrangers avec leur maison-mère ou d'autres entités du groupe international auquel elles appartiennent.

Partant d'un rapport de 90% en avril 2001 et 2004, ce changement repose sur l'activité du secteur des Autres intermédiaires financiers dont la part des transactions avec des non-résidents est passée de 74% en 2001 à 47% en 2007. Ce développement est également un reflet de l'évolution très dynamique de ce secteur regroupant entre autres les OPCVM, les hedge funds, les sociétés de titrisation, les Sicars dont le nombre ne cesse de croître.

Produits dérivés de gré à gré

En chiffres «net-net», l'activité sur le marché global des produits dérivés (devises et taux d'intérêt) a atteint une moyenne journalière d'environ 2 100 milliards de dollars US en avril 2007, soit une progression de 71% par rapport à la même période, il y a trois ans. La croissance a été particulièrement forte (+111%) pour les marchés des dérivés de devises avec un volume de transactions

quotidiennes touchant les 300 milliards de dollars US⁶ et tout aussi considérable pour le segment des marchés des dérivés de taux (+64%), dont le volume des transactions journalières est beaucoup plus important avec près de 1 700 milliards de dollars US.

Sur le marché global des produits dérivés (devises et taux d'intérêt), le Luxembourg figure à la 21^e place au classement établi par l'enquête menée par la BRI au mois d'avril, avec une part de 0,2% des 2 542 milliards de dollars US de transactions journalières (chiffres «net-gross»). Les trois premières places sur ces marchés reviennent au Royaume-Uni (1 081 milliards de dollars US, 42,5%), aux Etats-Unis (607 milliards, 23,9%) et à la France (183 milliards, 7,2%).

Une part de marché global de 18,8% revient à la zone euro, soit un volume moyen d'opérations journalières de 478 milliards de dollars US. Au sein de la zone euro, la France tient la première place (183 milliards de dollars US, 38,3%), suivie de l'Allemagne (93 milliards, 19,5%) et de l'Irlande (85 milliards, 17,8%). Comme en 2004, le Luxembourg occupe le 9^e rang avec une part relative de 1% du marché européen.

2.2.3 Produits dérivés sur devises

2.2.3.1 Montant des transactions

Après deux périodes de recul, le marché luxembourgeois des produits dérivés sur devises a affiché une

⁶ L'unité de compte pour la fourniture des renseignements demandés a été le dollars US.

excellente performance en avril 2007 avec une hausse de 934% par rapport à avril 2004. En comparaison au marché de change traditionnel, la moyenne journalière des transactions de 1 285 millions de dollars US ne correspond cependant qu'à 3% de celui-ci, après 0,9%

en 2004 avec 124 millions de dollars US. Sur le marché total des produits dérivés (devises et taux d'intérêt), sa part de marché équivaut à 27,4% après des niveaux insignifiants de respectivement 1,7% en 2004 et de 3,8% en 2001.

Tableau 4 Evolution sur le marché des produits dérivés sur devises au Luxembourg⁷

Instruments	Volume				Variations		
	1998	2001	2004	2007	1998-2001	2001-2004	2004-2007
Swaps de devises	162	66	7	715	-59%	-90%	10 242%
-résidents	8	11	0	34			
-non-résidents	154	55	7	682			
Options de change	379	110	117	570	-71%	7%	385%
-résidents	18	5	24	40			
-non-résidents	361	105	93	530			
Autres instruments	0	0	0	0	0%	0%	0%
Total	541	176	124	1.285	-67%	-29%	934%

(moyennes journalières en millions USD, élimination du double comptage national)

Source: BCL.

En avril 2007, les swaps de devises ont subi une remarquable hausse de 10 242% et ont atteint un niveau de 715 millions USD en 2007. Si en 2004, les transactions de swaps de devises étaient pratiquement inexistantes, les banques ont rapporté une reprise de l'activité sur ce type de produit dérivé. De leur côté, les options de change ont affiché une hausse de 385% par rapport à 2004.

Sur le plan international, le marché des produits dérivés sur devises est en hausse de +108%, soit une progression de la moyenne quotidienne des transactions de 151 milliards de dollars US par rapport au mois d'avril 2004, ce qui mène à un niveau de 291 milliards de dollars US, correspondant en valeur relative à 14% du marché global des produits dérivés (devises et taux d'intérêt) ou à 9% du marché de change traditionnel (en chiffres «net-net»). Avec un niveau journalier moyen de 80 milliards de dollars US, le marché des swaps de devises s'est distingué par un taux de croissance de 281% en avril 2007. Pour leur part, les options de change sont passées de 117 milliards de dollars US en avril 2004 à 212 milliards trois ans plus tard, soit une augmentation de 81%.

Au sein de la zone euro, la situation ainsi que l'évolution du marché des produits dérivés sur devises est

comparable à celle observée au Luxembourg. Du mois d'avril 2004 au mois d'avril 2007, ce marché a enregistré une hausse remarquable de 586% en évoluant d'un volume moyen journalier de transactions de 14 milliards de dollars US à un volume de 96 milliards de dollars US. Il en découle qu'en valeur relative, ce niveau des opérations correspond à 21,8% (contre 5% en 2004) du marché total des produits dérivés (devises et taux d'intérêt) des 13 pays membres de la zone euro et même à 25% (contre 5% en 2004) du marché de change traditionnel.

A l'origine de l'évolution favorable de ce marché se trouve une forte croissance des opérations sur les swaps de devises dont la moyenne journalière est passée de deux à 81 milliards de dollars US, soit une augmentation de 3 950%. Les opérations avec options n'ont connu qu'une croissance modeste de 17% et atteint un volume quotidien de 14 milliards de dollars US. La ventilation des parts de marché entre les instruments du marché des produits dérivés de change est également très volatile; ainsi la part des swaps de devises est passée de 14% en avril 2004 à 84% en 2007. A remarquer qu'au niveau global, ces rapports étaient de 10% en 2001, de 15% en 2004 et de 28% en 2007.

⁷ Ce tableau présente les résultats de l'enquête pour les catégories d'opérations suivantes: **Currency swap** – Swap de devises: incluse, contrairement au swap cambiste, des échanges périodiques de paiement d'intérêts; **OTC Option** – Option de change (achetée ou vendue); cette option procure le droit ou l'obligation d'achat ou de vente d'un certain montant de devises.

2.2.3.2 Poids des différentes devises

Au Luxembourg, le dollar US a été utilisé dans 69%⁸ des transactions au mois d'avril 2007 contre 76% trois années auparavant. L'euro quant à lui a gagné en parts de marché au niveau national en étant l'objet de 63% des opérations en avril 2007 contre 59% en 2004. Le couple de devises le plus utilisé a été USD/EUR, suivi des couples EUR/CHF et USD/GBP.

Si au plan international, la part de marché du dollar US est restée assez constante, avec 79% en 2004 et 80% en 2007, à l'inverse, au sein de la zone euro, cette part a progressé de 75% à 94% sur la période étudiée. Sur le marché mondial, les acteurs ont le plus recours aux couples USD/EUR, USD/Autres et USD/JPY, tandis que dans la zone euro l'ordre est le suivant: USD/EUR, USD/JPY et USD/GBP. Du mois d'avril 2004 au mois d'avril 2007, l'euro a perdu des parts de marché tant au niveau global, de 44% à 41%, que dans la zone euro, où sa part tombe de 66% à 58%.

Tableau 5 La répartition selon les devises et instruments au Luxembourg

Currency	Total		Currency swaps		Options	
	2004	2007	2004	2007	2004	2007
USD contre	94	886	7	626	87	260
USD/EUR	50	556	-	441	50	115
USD/JPY	15	73	7	52	8	22
USD/GBP	11	102	-	32	11	70
USD/CHF	14	55	-	43	14	11
USD/Autres devises	5	100	0	57	5	43
	-	-				
EUR contre	24	252	-	89	24	163
EUR/JPY	5	33	-	0	5	33
EUR/GBP	-	49	-	20	0	29
EUR/CHF	2	106	-	68	2	37
EUR/Autres devises	16	64	-	0	16	64
Autres couples de devises	6	148	-	1	6	147
Tous couples de devises	124	1 285	7	715	117	570

(moyennes journalières en millions USD, élimination du double comptage national)
Source: BCL

2.2.3.3 Contreparties

La tendance au niveau des contreparties sur le marché des produits dérivés sur devises est quasiment la même que pour le marché de change traditionnel. Si la part des transactions avec des établissements bancaires comme contrepartie est la plus importante avec 54% du marché, il faut cependant relever la croissance de l'activité des Autres intermédiaires financiers, qui représentait seulement 9% des opérations

en 2001 contre 40% en 2007. De ce fait, la clientèle non-financière ne compte plus que pour 6% de ce marché.

Il importe également de souligner que le développement de l'activité des non-résidents explique la forte progression de l'activité générale entre 2004 et 2007. Ceux-ci se sont présentés comme contreparties dans 94% des transactions en avril 2007, contre, respectivement, 81% et 91% en 2004 et en 2001.

⁸ Dans la mesure où chaque transaction implique 2 devises, la somme des parts relatives de chaque devise dans les échanges quotidiens vaut 200%.

Tableau 6 Evolution du marché des produits dérivés sur devises au Luxembourg selon le type d'instrument, la résidence et le secteur d'activité

Instruments	Contreparties																	
	Banques déclarantes						Autres intermédiaires financiers						Clientèle non-financière					
	2001		2004		2007		2001		2004		2007		2001		2004		2007	
	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%
Swap de devises	52	78	7	100	291	41	11	17	0	/	424	59	4	6	0	/	0	/
dont non-résidents	48	93	7	100	259	89	4	40	0	/	423	100	4	100	0	/	0	/
Options de change	82	75	63	54	402	71	5	4	26	22	91	16	23	21	29	25	77	14
dont non-résidents	79	97	63	100	375	93	3	68	2	8	89	98	22	96	29	99	67	86
Total	134	76	70	56	693	54	16	9	26	21	515	40	26	15	29	23	78	6
dont non-résidents	128	95	70	100	633	91	8	48	2	8	511	99	26	97	29	99	67	86

(moyennes journalières en millions USD, élimination du double comptage national)

Source: BCL

Sur le plan international, le marché des produits dérivés sur devises est bien plus équilibré entre les différents types d'intervenants: les transactions que les établissements de crédits ont rapportées se font pour 35% avec des contreparties du milieu bancaire, pour 42% avec des Autres intermédiaires financiers et pour 23% avec la clientèle non-financière. Pour sa part, la zone euro est marquée par la prédominance du secteur bancaire, avec 73% des transactions, suivi des Autres intermédiaires financiers, avec 25%, et du secteur non-financier qui n'est contrepartie que dans 2% de l'ensemble des transactions.

2.2.4 Produits dérivés de taux d'intérêt

2.2.4.1 Montant des transactions

Par opposition aux marché de change traditionnel et de produits dérivés sur devises, le marché des produits

dérivés de taux d'intérêt au Luxembourg affiche une forte baisse dans l'enquête de 2007. Ainsi, les opérations diminuent de 54% par rapport à 2004, tendance qui peut être observée dans chacun des compartiments du marché: les swaps de taux d'intérêt, avec une part de marché de 90%, ont baissé de 30% en volume. Le résultat apparaît encore plus négatif pour les accords de taux futurs (FRA) qui diminuent de 89% en volume pour occuper une part de marché de 6% seulement en 2007. Après une progression sur trois exercices consécutifs, de 1998 à 2004, les options de taux sont passées d'une part de marché de 15% à 4%. Si pour les exercices 2001 et 2004, le marché des produits dérivés de taux représentait 96%, voire 98% du marché total des produits dérivés (devises et taux d'intérêt), la baisse de l'activité en avril 2007 se répercute sur sa part relative qui a diminué à 73%.

Tableau 7 Evolution sur le marché des produits dérivés de taux d'intérêt au Luxembourg⁹

Instruments	Volume				Variations		
	1998	2001	2004	2007	1998-2001	2001-2004	2004-2007
Accords de taux futur	348	1 191	1 822	203	242%	53%	-89%
-résidents	1	0	0	0			
-non-résidents	347	1 191	1 822	203			
Swaps de taux	1 574	2 658	4 385	3 054	69%	65%	-30%
-résidents	37	22	95	94			
-non-résidents	1 537	2 636	4 289	2 960			
Options de taux	87	607	1 132	152	598%	86%	-87%
-résidents	4	110	110	4			
-non-résidents	83	487	1 022	149			
Autres instruments	0	0	0	0	0%	0%	0%
Total	2 009	4 456	7 339	3 409	122%	65%	-54%

(moyennes journalières en millions USD, élimination du double comptage national)

Source: BCL

Au niveau international, la tendance générale s'est caractérisée par une nette augmentation des transactions sur les marchés des produits dérivés de taux d'intérêts; celle-ci a atteint 64%, aboutissant à un niveau d'échange de 1 684 milliards de dollars US (données «net-net») en moyenne journalière. Cette hausse s'observe sur tous les segments d'instruments financiers, mais surtout sur celui des swaps de taux avec une croissance de 588 milliards de dollars US (95%), soit à 1 209 milliards au mois d'avril 2007. Les marchés des options de taux et des FRA ont enregistré une croissance comparativement moins élevée, mais qui atteint toutefois 44 milliards de dollars US (+26%), soit 215 milliards de dollars US pour les premiers et 25 milliards (+11%), soit 258 milliards de dollars US, pour les seconds.

Au niveau de la zone euro, le marché total des produits dérivés de taux présente une performance positive d'avril 2004 à 2007 avec un marché en croissance de 71 milliards de dollars US, soit +26%, et a atteint un niveau journalier moyen des opérations de 345 milliards de dollars US. L'image est cependant plus nuancée lorsque nous observons les différents segments d'instruments. Les options de taux ont connu une hausse de 92% (+12 milliards de dollars US en valeur absolue à

25 milliards), suivi des swaps de taux avec une croissance de 31% (+64 milliards de dollars US à 270 milliards), tandis que le marché des FRA subissait une baisse de 13% (-7 milliards de dollars US à 48 milliards).

En termes de part de marché, la situation est comparable au niveau international, avec des parts relatives de 72% pour les swaps de taux, de 15% pour les FRA et de 13% pour les options de taux. Elle l'est également au niveau des treize pays ayant adopté l'euro, où le marché des swaps de taux représente une part relative de 78%, le marché des FRA 14% et celui des options de taux de 7% du marché total des produits dérivés de taux. Les Autres instruments ne comptent que pour des montants insignifiants.

Avec un volume moyen des transactions journalières de 3,4 milliards de dollars US, le rôle du Luxembourg au plan international est plutôt marginal.

2.2.4.2 Poids des différentes monnaies

Au mois d'avril 2007, 94% des transactions sur le marché des produits dérivés de taux d'intérêt au Luxembourg pouvaient être regroupées sur trois devises, à savoir l'euro (56%), le dollar US (21%) et la livre sterling (17%). En comparaison, au mois d'avril 2004,

⁹ Ce tableau présente les résultats de l'enquête pour les catégories d'opérations suivantes: **Forward rate agreement (FRA) – Accord de taux futur**: transaction où les deux parties s'accordent au moment de la conclusion du contrat sur un taux d'intérêt à payer ou à recevoir, pour une période donnée et commençant à une date ultérieure donnée; **Swap de taux d'intérêt**: accord dans le but d'échanger des paiements périodiques liés aux taux d'intérêt sur une seule monnaie; cet échange peut concerner un taux fixe contre un taux variable, ou un taux variable contre un autre taux variable basé sur un indice différent; **Option de taux d'intérêt**: contrat d'option de gré à gré qui donne le droit de payer ou de recevoir un taux d'intérêt prédéterminé sur un montant principal convenu à l'avance et pendant une certaine période de temps; ce type de contrat recouvre diverses catégories d'options, parmi lesquelles on peut citer les caps, les floors, les collars, les swaptions, les corridors ou encore les warrants.

l'euro a cédé 28 points de pourcentage (p.p.), notamment au bénéfice de la livre sterling (+15 p.p.) et du dollar US (+11 p.p.). 92% des transactions en euro au mois d'avril 2007 ont concernés les activités de swaps, tandis que les 8% restant se partagent entre FRA et options.

Tableau 8 *La répartition selon les devises et instruments au Luxembourg*

<i>Devise</i>	<i>2001</i>	<i>2004</i>	<i>2007</i>
FRAs	1 191	1 822	203
US dollar	648	25	16
Euro	309	1795	117
Livre sterling	51	3	70
Autres	182	0	0
Swaps	2 657	4 385	3 054
US dollar	644	441	705
Euro	1 406	3 504	1 753
Yen japonais	26	76	0
Livre sterling	119	165	400
Franc suisse	68	99	87
Courronne suédoise	25	23	59
Autres	369	76	49
Options	606	1 132	152
US dollar	246	241	11
Euro	329	891	36
Livre sterling	0	0	105
Autres	32	0	0
Total	4 454	7 339	3 409
US dollar	1 538	707	732
Euro	2 044	6 190	1 907
Yen japonais	27	76	0
Livre sterling	171	168	575
Franc suisse	73	99	87
Courronne suédoise	25	23	59
Autres	582	76	49

(moyennes journalières en millions USD, élimination du double comptage national)

Source: BCL

Au plan international, l'euro a maintenu sa première place avec une part relative de 39% de la moyenne quotidienne des transactions sur le marché global des produits dérivés de taux d'intérêt, qui s'est élevée à 1 684 milliards de dollars US au mois d'avril 2007. Cependant, trois années plus tôt, la part de marché de l'euro s'élevait encore à 45%. Le dollar US a cédé peu de terrain en passant de 34% à une part relative de 32%. Le yen japonais a pour sa part gagné 4 p.p. et représente 8% du total des transactions.

Dans la zone euro, le marché des produits dérivés de taux, qui atteint 345 milliards de dollars US en moyenne journalière, a été dominé par l'euro avec une part relative de 81% du volume des activités, suivi du dollar US (8%) et de la livre sterling (5%).

Les swaps de taux d'intérêt en euros ont représenté 64% des opérations dans la zone euro (57% en avril 2004). Au niveau global, leur importance est également significative avec une part de 31% (28% en avril 2004) du marché total des produits dérivés de taux d'intérêt.

2.2.4.3 Contreparties

La structure est la même que celle que nous avons pu observer pour les autres marchés, à savoir une très forte internationalisation, avec 97% des transactions effectuées avec des non-résidents, ainsi qu'une prédominance des établissements bancaires figurant comme contrepartie pour 83% du volume total des transactions effectuées au Luxembourg.

Tableau 9 Evolution du marché des produits dérivés de taux au Luxembourg selon le type d'instrument, la résidence et le secteur d'activité

Instruments	Contreparties																	
	Banques déclarantes						Autres intermédiaires financiers						Clientèle non-financière					
	2001		2004		2007		2001		2004		2007		2001		2004		2007	
	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%
Accords de taux futur	1 043	88	122	7	47	23	144	12	917	50	156	77	4	0	784	43	0	/
dont non-résidents	1 043	100	122	100	47	100	144	100	917	100	156	100	4	100	784	100	0	/
Swaps de taux	2 384	90	4 062	93	2 753	90	274	10	306	7	284	9	0	/	17	0	17	1
dont non-résidents	2 362	99	4 042	100	2 659	97	274	100	248	81	284	100	0	/	0	0	17	100
Options de taux	464	76	436	39	26	17	16	3	300	27	119	78	127	21	395	35	7	5
dont non-résidents	464	100	436	100	22	86	16	100	300	100	119	100	17	13	285	72	7	100
Autres instruments	0		0		0		0		0		0		0		0		0	
Total	3 891	87	4 620	63	2 826	83	433	10	1 523	21	559	16	131	3	1 196	16	24	1
dont non-résidents	3 869	99	4 600	100	2 729	97	433	100	1 465	96	559	100	21	16	1 069	89	24	100

(moyennes journalières en millions USD, élimination du double comptage national)

Source: BCL

Il est intéressant de noter que les Autres intermédiaires financières, ainsi que la clientèle non-financière résidentes, ont été totalement absents du marché des produits dérivés de taux d'intérêt. Le constat est identique en ce qui concerne les banques résidentes qui ont été complètement inactives sur le marché des FRA. Quant au marché des swaps de taux, 90% de l'activité revient au secteur bancaire.

Au niveau global, les transactions entre banques déclarantes ont représenté 47% des transactions contre

75% dans la zone euro. Il est remarquable que sur le plan international, les Autres intermédiaires financiers comptent pour une part importante du volume total des transactions journalières (44%), tandis que dans la zone euro, leur rôle est réduit à une part de 21% seulement.

Finalement, nous pouvons constater que la ventilation entre secteurs au Luxembourg fait preuve de certaines similitudes avec celle de la zone euro.

2.3 ANALYSE DE L'ÉVOLUTION DU SECTEUR DES OPC AU PLAN INTERNATIONAL ET AU LUXEMBOURG¹

Au cours des dix dernières années, l'industrie luxembourgeoise des organismes de placement collectif a connu un succès considérable qui l'a propulsée au deuxième rang mondial derrière les Etats-Unis, devançant ainsi la France.

L'objectif est, d'une part, de comparer l'évolution de l'industrie des organismes de placement collectif (OPC) aux Etats-Unis et en Europe et, d'autre part, d'analyser plus en détail le développement des OPC luxembourgeois dans le contexte européen.

La comparaison de l'industrie des OPC de différents pays se heurte à un obstacle qui, sans rendre une comparaison impossible, la handicape sensiblement. Sans analyser plus en détail les divergences des règles comptables qui, contrairement à celles d'application pour l'industrie bancaire, ne sont que peu harmonisées entre les divers pays sujets à cette analyse, la simple collecte de données comparables est un casse-tête.

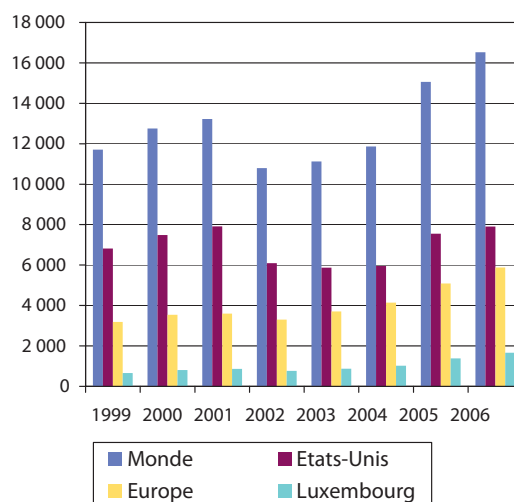
En effet, alors que certains pays publient des informations sur les fonds d'investissement sans autre distinction, d'autres publient seulement des informations sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM ou UCITS) et d'autres encore des statistiques très détaillées en fonction de critères légaux et ou économiques tels que la politique d'investissement par exemple.

2.3.1 Le développement des OPC aux Etats-Unis et en Europe

L'analyse du développement des OPC aux Etats-Unis et en Europe est effectuée sur base de données portant exclusivement sur les OPCVM puisque celles-ci sont disponibles pour les deux zones géographiques.

Graphique 1

Les OPCVM dans un contexte mondial



Source: ICI Investment Company Institute

Tel qu'il ressort du graphique ci-dessus, qui reflète l'évolution des actifs nets sous gestion des organismes de placement collectif dans les principales zones mondiales au cours des dernières années, l'industrie des fonds de placement maintient sa croissance depuis l'année 2003.

Au 31 décembre 2006, l'Europe et en particulier l'industrie luxembourgeoise des OPCVM ont atteint à nouveau des positions record; alors que les actifs nets des OPCVM européens ont atteint 5 880 milliards d'euros, ceux du Luxembourg s'élevaient à 1 662 milliards d'euros. Toutefois, l'industrie américaine des OPCVM confirme sa position de leader mondial avec des actifs nets de 7 609 milliards d'euros. Les Etats-Unis représentent 47,5% des actifs nets face à l'Europe dont la part s'élève à 34,2%; au sein de l'Europe, le Luxembourg représente 9,6% des actifs nets suivi de la France avec 7,7%. On notera cependant que l'industrie européenne des OPCVM a augmenté sa part de marché dans les actifs nets totaux recensés au détriment de celle des Etats-Unis. En effet, alors que la part de marché des pays européens est passée de 27,2% à 35,6% entre fin 1999 et fin 2006, celle des Etats-Unis a reculé de 58,2% à 47,8%. Celle des autres pays a légèrement augmenté passant de 14,6% à 16,6%.

¹ Note rédigée par Xavier Harnick.

Dans ce contexte, il importe de mentionner que ce graphique ne fait pas clairement ressortir la croissance de l'industrie américaine des OPCVM, notamment pour ce qui est de la période allant de 2002 à 2006. Alors que le cours de change USD / EUR moyen pour l'année 2002 était de 1,05, celui de l'année 2006 était de 1,31. Dans la mesure où les actifs nets sont exprimés en euros il importe de mentionner qu'au cours de la période précitée la seule détérioration du cours de change du USD vis-à-vis de l'EUR implique que le volume des actifs nets des OPCVM américains, exprimés en euros, affiche un taux de croissance (29,8%) plus faible alors que ces mêmes actifs exprimés en USD affichent un taux de croissance nettement plus soutenu (62,9%). Notons finalement qu'au cours de la même période, c'est-à-dire de fin 2002 à fin 2006, les actifs nets des OPCVM européens ont augmenté de 78,1%.

La croissance observée dans l'industrie des OPCVM à la fin des années 1990 a été nettement interrompue à la suite de la baisse des marchés boursiers, survenue au début de l'année 2001, qui a par la suite été accentuée par les attaques terroristes en septembre 2001. Ainsi, la fin de l'année 2001 tout comme l'année 2002 ont été marquées par une baisse sensible de la valeur nette des actifs sous gestion.

Cette baisse s'explique, d'une part, par une valorisation moins favorable des actifs, due à la baisse globale des marchés financiers et, d'autre part, par des apports nets moindres en capital, voire des retraits nets de capital. En effet, face à la perte de valeur des actifs sous gestion, les investisseurs moins avertis ont souvent tendance à choisir la voie sûre, à savoir le désinvestissement, même si ce dernier implique la réalisation de moins-values. Ce comportement des investisseurs s'explique tant par la volonté de vouloir «limiter» les moins-values que par la recherche d'investissements moins rémunérateurs mais également moins risqués tels que les dépôts en banque et/ou les titres publics.

Par contre, lorsque la reprise s'amorce et que les marchés financiers affichent des performances parfois très importantes, les investisseurs reprennent confiance et procèdent de nouveau à des apports nets en capital dans le but de participer aux bénéfices réalisés sur les marchés financiers. Ainsi, dès 2003, la reprise des marchés et la perspective d'un rendement supérieur aux produits d'épargne classique ont réduit l'aversion au risque dans le chef des épargnants qui ont à nouveau recherché la voie des investissements en bourse.

Les comportements décrits ci-dessus touchent souvent les investisseurs qui ne disposent que de moyens limités et qui souhaitent participer aux bénéfices réalisés sur les marchés boursiers sans réellement prendre en considération les risques inhérents aux investissements en bourse. Bien souvent, ces investisseurs n'apprécient pas à juste titre le fait que les marchés financiers connaissent des hauts et des bas, que les investissements sur ces marchés sont davantage des investissements à long terme et qu'ils doivent être effectués avec des fonds dont l'investisseur n'a pas besoin pour financer son existence dans le court, voire le moyen terme. Le besoin de moyens de financement, parfois combiné à la peur d'une dégradation additionnelle et/ou durable de la valeur des investissements, oblige parfois ces placeurs à désinvestir lorsque les marchés sont à la baisse. Ainsi, ces investisseurs encourent souvent des moins-values qu'ils auraient pu éviter s'ils avaient maintenu leurs investissements en attendant l'embellie sur les marchés.

2.3.2 L'industrie européenne des OPC

La seconde partie s'attache à l'analyse plus détaillée de l'industrie européenne des OPC, et plus particulièrement celle des pays membres de l'Union monétaire dans sa composition actuelle. Cette restriction qui écarte la Suisse et le Royaume-Uni est choisie délibérément parce que les pays membres de l'Union monétaire sont tenus de fournir des statistiques très fines sur le secteur des OPC à l'Eurosystème. Ainsi, la limitation de l'analyse à ces pays permettra d'effectuer une analyse plus fine par sous-catégories d'OPC, définies en fonction de leur politique d'investissement. On notera également que l'analyse ne sera plus limitée aux seuls OPCVM, mais on analysera par la suite l'ensemble de la population des OPC.

Au 30 juin 2007, le volume des actifs nets des OPC des 13 pays membres de la zone euro s'élevait à 6 749 milliards d'euros se décompose essentiellement en 2 056 milliards d'euros pour le Luxembourg et 1 609 milliards d'euros pour la France. Tel que précisé ci-dessus, le Luxembourg est donc le centre financier européen le plus important en matière de fonds d'investissement avec 30,5% de parts de marché, suivi par la France avec une part de marché de 23,8%.

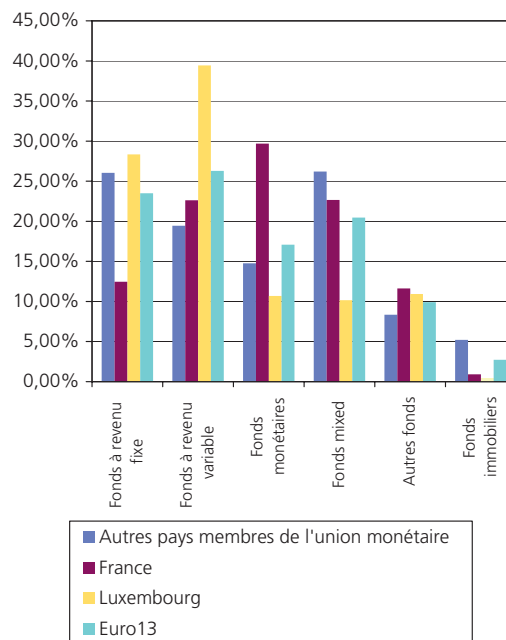
Dans ce contexte, on notera que les OPC des deux pays précités se sont disputés la prédominance au niveau européen pendant plusieurs années. Depuis l'année

2004, l'industrie luxembourgeoise des OPC a confirmé sa position de leader européen face à celle de la France. Ce développement s'explique essentiellement par la composition du secteur des OPC dans ces deux pays. En effet, d'une part, la part des OPC monétaires est très importante en France (29,7%), alors qu'elle est relativement limitée au Luxembourg (10,7%), et d'autre part, la part des OPC d'actions est très importante au Luxembourg (39,4%), alors qu'elle est plus limitée en France (22,6%). De plus, on notera également que la part des OPC d'obligations se limite à 12,5% en France contre 28,3% au Luxembourg.

Ces différences s'expliquent en partie par les caractéristiques des deux centres financiers. Les OPC luxembourgeois sont majoritairement orientés vers une clientèle internationale, qui peut certainement être considérée comme sophistiquée et qui est habituée à accepter certains risques lors de sa quête de rendements supérieurs à ceux du marché monétaire. Par contre, les OPC français sont fortement orientés vers une clientèle plus variée qui se compose aussi bien d'investisseurs avertis que de clients «normaux» dont l'aversion au risque est nettement plus marquée. De plus, il faut rappeler dans ce contexte, que la France a une longue tradition des SICAV monétaires qui étaient défiscalisées pendant longtemps et donc fort attractives pour les «petits épargnants». Bien que la défiscalisation n'existe plus, ce véhicule d'investissement reste un outil d'investissement privilégié en France.

Graphique 2

Politique d'investissement en juin 2007



Sources: BCE, CSSF

Compte tenu des caractéristiques des deux marchés, il est évident que les OPC luxembourgeois ont su davantage profiter de l'essor boursier au cours des dernières années. La valeur nette de leurs actifs a donc fortement augmenté en raison de l'évolution des cours des valeurs en bourse mais également par un apport net considérable en capital. Ce dernier est évidemment motivé par les performances remarquables des OPC luxembourgeois qui génèrent la confiance du public. Dans ce contexte, on notera que les émissions nettes en France s'élevaient au total à 253,4 milliards d'euros pour l'année 2006². Au Luxembourg, la situation étant presque identique, les émissions nettes se chiffraient à 241,3 milliards d'euros en 2006 et pour la première moitié de l'année 2007 à 131 milliards d'euros.

Le graphique suivant confirme l'analyse qui précède, à savoir que la part des OPC d'actions dans l'ensemble des OPC luxembourgeois est proportionnellement plus élevée que celle occupée par les OPC d'actions dans les autres pays européens. De plus, le graphique révèle également que la part des différentes sous-catégories

² Les chiffres pour l'année 2007 ne sont pas encore disponibles.

d'OPC est plus équilibrée au Luxembourg que dans la majorité des autres pays de la zone euro et aux Etats-Unis. En effet, en termes d'actifs nets les OPC d'actions représentent plus de 55% du total des OPC au Etats-Unis alors que les OPC d'obligations représentent moins de 15%.

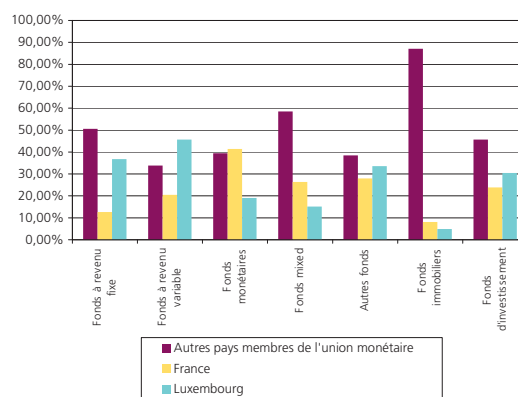
Ce constat n'est guère surprenant et peut s'expliquer par divers facteurs. En ce qui concerne la différence entre le Luxembourg et les autres pays européens, cette disparité s'inscrit dans l'analyse faite ci-dessus suivant laquelle les OPC luxembourgeois s'adressent à une clientèle, en moyenne, plus fortunée et plus sophistiquée qui est prête à courir des risques accrus pour des rendements plus importants. Par contre, la disparité observée entre les Etats-Unis et l'Europe s'explique sans doute par des facteurs plus complexes. D'abord, la tradition «entrepreneuriale» des américains est nettement plus marquée que celle des européens qui témoignent d'une plus grande aversion au risque. Cet esprit entrepreneurial constitue la toile de fond d'un marché d'actions dont la taille excède évidemment celle du marché européen d'actions, ceci d'autant plus qu'aux Etats-Unis la création d'entreprises passe davantage par l'émission d'actions, alors qu'en Europe elle passe souvent par le financement bancaire. Dans ce contexte, on notera également que les actions américaines sont traditionnellement émises avec une valeur nominale nettement inférieure à celles des émissions européennes, ce qui les rend accessibles même à la petite épargne. Ensuite, les Etats-Unis se caractérisent par une propension à épargner nettement inférieure à celle observée en Europe; bien que cet élément en soi n'explique pas le fait que les américains investissent davantage en actions, soit directement soit par l'intermédiaire d'OPC d'actions, il peut témoigner du fait que les américains ont une aversion au risque moins nuancée que les européens et sont partant prêts à effectuer des investissements plus risqués pour autant que la perspective d'un rendement supérieur soit donnée. Finalement, il importe de noter que les Etats-Unis disposent d'un marché qui utilise depuis toujours une monnaie unique, à savoir le dollar américain. Ainsi, les placements des investisseurs ne sont pas cantonnés dans leur Etat d'origine, mais ils ont la possibilité de rechercher des placements dans des sociétés situées dans différents Etats membres de l'Union monétaire sans encourir un risque de change. En Europe, par contre, les investisseurs qui ont recherché des placements hors de leur pays d'origine ont jusqu'à la fin du siècle dernier été exposés au risque de change, ce qui évidemment constitue un frein aux investissements transfrontaliers.

Ce dernier élément d'explication est d'autant plus intéressant qu'il contribue également à expliquer la diminution de la part de marché des Etats-Unis dans l'industrie mondiale des OPC au profit de l'Europe au cours des 7 dernières années (cf. ci-dessus). En effet, l'introduction de la monnaie unique en Europe a éliminé les risques de change stimulant ainsi les investissements transfrontaliers. De plus, il va de soi que la libre circulation des capitaux ainsi que l'intégration des marchés financiers européens à la suite de l'introduction de la monnaie unique ont également contribué à promouvoir l'industrie européenne des OPC.

On notera également la forte concentration des OPC immobiliers au niveau des autres pays membres de l'Union monétaire. Ces fonds immobiliers s'élevaient à un total de 184,5 milliards d'euros au 30 juin 2007. Il s'agit essentiellement de fonds allemands à hauteur de 102,8 milliards d'euros. Cette concentration de fonds immobiliers en Allemagne est entre autre le résultat de la réunification de l'Allemagne en 1989. A partir de l'année 1990, afin de stimuler le développement de l'ex République Démocratique Allemande, l'Etat allemand cherchait à attirer des investisseurs par le biais de subventions et d'avantages fiscaux. De plus, à la suite de l'effondrement du «Neuer Markt» en 2000 beaucoup de petits épargnants ont cherché refuge dans des valeurs de placement moins risquées, c'est-à-dire dans des fonds de placement immobiliers.

Graphique 3

Parts de marché en juin 2007



Sources: BCE, CSSF

2.3.3 L'évolution des OPC luxembourgeois

Les premiers OPC luxembourgeois ont été créés dans les années 1950 sur base de législations existantes et partant principalement de la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales et de la loi du 31 juillet 1929 sur les sociétés holdings.

Bien que le législateur ait doté les OPC d'un régime juridique spécifique dès 1983 l'industrie des OPC a pris son véritable essor à la suite de la transposition en droit luxembourgeois par la loi du 30 mars 1988 de la directive CE/85/611.

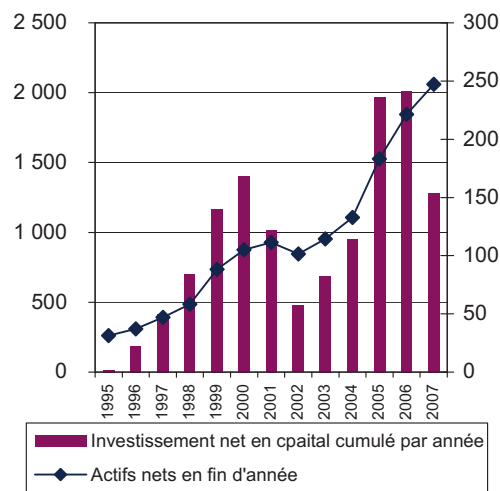
La nouvelle législation, complétée le 19 juillet 1991 par la loi sur les OPC dont les parts étaient réservées aux investisseurs institutionnels, a rapidement porté ses fruits parce que le Luxembourg fut le premier pays à transposer la directive. Ainsi, contrairement aux OPC d'autres pays européens, les OPC luxembourgeois ont pu pleinement profiter du «passeport européen» qui leur facilitait la commercialisation de leurs parts dans les autres pays membres.

Le développement, initié par un avantage législatif certain, a permis aux différents acteurs luxembourgeois intervenant dans l'industrie des OPC de développer un volume d'activité critique qui est d'une importance capitale dans le domaine de la commercialisation des parts, la garde des actifs, etc.. La masse critique n'a pas seulement permis à l'industrie luxembourgeoise de mettre en place les structures et les processus de travail nécessaires aux activités des OPC mais également d'en parfaire l'efficacité dans le but de limiter les frais administratifs qui revêtent une importance certaine dans ce domaine d'activités. De plus, cette phase initiale a également permis au Luxembourg de développer la compétence nécessaire pour cette nouvelle activité et de gagner au fil du temps la confiance des investisseurs.

Ces divers éléments relevant du domaine législatif et du domaine économique ont permis à l'industrie luxembourgeoise des OPC de connaître un essor considérable au cours des dix dernières années. Toutefois, on notera aussi que cet essor a été interrompu à deux reprises, à savoir en 2001-2002 à la suite des perturbations sur les marchés financiers, générés notamment par les attentats du 11 septembre 2001 et, sur base des informations disponibles, en 2007 par la crise de l'immobilier américain.

Graphique 4

Evolutions des actifs nets et de l'apport net en capital (en milliards d'euros)



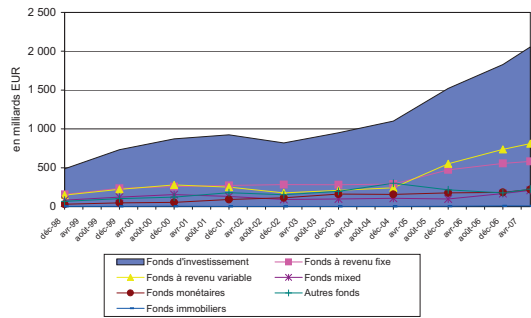
Source: CSSF

Le graphique qui suit illustre le développement des OPC, ventilés en fonction de leur politique d'investissement.

Il confirme l'analyse intuitive que les OPC investissant dans des valeurs mobilières à revenu variable ont connu des fortunes contrastées en fonction des développements des marchés financiers alors que les OPC investissant en valeurs mobilières à revenu fixe ont été nettement moins influencés par ces développements. Ainsi, les OPC investissant en valeurs mobilières à revenu variable ont connu en 2001-2002 un recul plus prononcé que les OPC investissant dans des actifs moins sensibles aux fluctuations des marchés financiers. Par contre, dans la phase de croissance des marchés boursiers au cours des années 2005 à mi 2007, les OPC investissant en valeurs mobilières à revenu variable ont témoigné d'un développement très important qui s'explique non seulement par l'essor des indices boursiers mais aussi par des apports nets en capital importants. En effet, en phase de croissance forte, les investisseurs ont tendance à «oublier» leur aversion au risque et à vouloir profiter du développement pour maximiser le rendement de leurs placements.

Graphique 5

Evolution annuelle des fonds d'investissement au Luxembourg

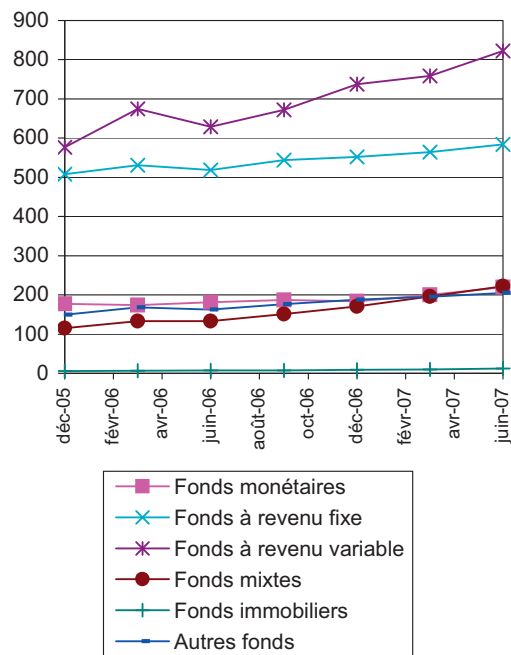


Source: CSSF

La bonne tenue des marchés financiers en 2006 s'est évidemment répercutée sur le développement des fonds d'investissement qui ont connu une hausse de 20,26% au Luxembourg en termes de variation des actifs nets. Si on observe de plus près les politiques d'investissement, tout en considérant leur poids relatif dans le total, on remarque une forte augmentation au niveau des fonds à revenu variable, des fonds mixtes et des autres fonds. Au courant de l'année 2007, cette évolution à la hausse, au total 11,6%, s'est poursuivie.

Graphique 6

Evolution trimestrielle des fonds d'investissement au Luxembourg



Source: CSSF

Tableau 1 Les émissions nettes en pourcentage

	Fonds d'investissement	Fonds monétaires	Fonds non monétaires	Fonds à revenu fixe	Fonds à revenu variable	Fonds mixtes	Fonds immobiliers	Autres fonds
Mär-06	7,0%	-0,8%	8,0%	5,9%	9,2%	11,0%	8,2%	8,1%
Jun-06	2,8%	6,7%	2,3%	2,4%	-0,2%	9,7%	26,9%	5,8%
Sep-06	2,0%	3,4%	1,8%	0,3%	1,8%	7,3%	6,3%	2,2%
Dez-06	3,2%	-0,5%	3,6%	1,4%	4,2%	9,3%	17,7%	2,4%
Mär-07	3,6%	8,6%	3,0%	2,0%	1,7%	11,7%	4,8%	3,4%
Jun-07	3,3%	5,6%	3,1%	3,2%	0,4%	10,2%	18,4%	5,2%

Source: CSSF

Tableau 2 L'effet de marché en pourcentage

	Fonds d'investissement	Fonds monétaires	Fonds non monétaires	Fonds à revenu fixe	Fonds à revenu variable	Fonds mixtes	Fonds immobiliers	Autres fonds
Mär-06	3,2%	-0,9%	3,7%	-1,3%	7,8%	4,2%	0,8%	4,5%
Jun-06	-6,0%	-2,6%	-6,4%	-4,7%	-6,5%	-9,6%	-4,8%	-8,8%
Sep-06	4,5%	-0,2%	5,1%	4,5%	5,2%	6,6%	-5,9%	6,2%
Dez-06	2,8%	-1,2%	3,2%	0,0%	5,5%	3,8%	4,9%	3,9%
Mär-07	0,9%	0,6%	0,9%	0,2%	1,1%	2,7%	2,5%	0,3%
Jun-07	4,0%	4,0%	4,0%	0,3%	8,0%	3,5%	2,1%	-0,1%

Source: CSSF

Toutefois, on notera que contrairement aux sept premiers mois de l'année 2007, l'apport net en capital est peu élevé en août avec 166 millions d'euros alors que qu'au mois de septembre nous constatons un retrait net en capital de 607 millions d'euros. Ainsi, la crise de l'immobilier américain a donc également touché les OPC luxembourgeois par le biais des perturbations générées sur les marchés financiers.

2.4 RÉSUMÉ NON TECHNIQUE DU CAHIER D'ÉTUDES «TAUX D'INTÉRÊT DE DÉTAIL AU LUXEMBOURG: UNE ÉTUDE AUX NIVEAU AGRÉGÉ ET AU NIVEAU INDIVIDUEL¹»

Un certain nombre d'études récentes a permis de montrer que le niveau des taux d'intérêt, tout autant que le degré et la vitesse de transmission des conditions de financement, était hétérogène au sein de la zone euro. Par conséquent, nous avons souhaité analyser ces éléments dans le cadre des banques luxembourgeoises, et, partant, nous prononcer sur une éventuelle spécificité des données luxembourgeoises par rapport à celles d'autres pays membres de la zone euro. Pour ce faire, nous avons conduit une analyse portant sur les crédits immobiliers, les crédits à la consommation et les dépôts tant au niveau agrégé qu'au niveau individuel. La période d'observation s'étend de 1993 à 2007 (données trimestrielles).

Notre travail utilise trois axes d'analyses: Une étude des relations de long terme entre les taux de référence du marché (taux de la Banque centrale, taux du marché monétaire et rendement des emprunts d'Etat à dix ans) et les taux de détail sur base agrégée. Une étude en panel de la transmission à court terme des conditions de financement. Et, pour finir, une étude sur base individuelle des relations de long terme entre les conditions de financement et les taux des banques luxembourgeoises les plus significatives.

Il est apparu que les résultats sont assez conformes aux attentes théoriques, dans la mesure où, sur le long

terme, la formation des taux débiteurs et créditeurs est expliquée par l'évolution des taux du marché.

A court terme, le degré de transmission du taux de la Banque centrale aux taux des crédits immobiliers est égal à l'unité, tandis que pour les crédits à la consommation comme pour les dépôts, le degré de transmission le plus élevé est obtenu à partir du taux du marché monétaire. Les vitesses de transmission de ces taux du marché aux taux de détail des banques sont plus élevées pour les dépôts et les crédits immobiliers que pour les crédits à la consommation. Ceci s'explique par les spécificités du segment des crédits à la consommation au Luxembourg: forte disparité entre les taux d'intérêt de chacune des banques de l'échantillon et niveau élevé de concentration des nouveaux contrats. A l'opposée, le segment des dépôts apparaît plus concurrentiel et affiche des disparités moins fortes entre les taux d'intérêt des banques.

Les résultats obtenus au niveau de chaque banque sont plutôt cohérents avec ceux obtenus au niveau agrégé. Ainsi des relations de long terme entre au moins une variable de financement (taux de la Banque centrale, taux du marché monétaire et rendement des emprunts d'état à dix ans) et le taux de détails (immobiliers, consommation et dépôt) est identifiable dans une majorité de banques.

¹ Par Yann Wicky.

2.5 RÉSUMÉ NON TECHNIQUE DU CAHIER D'ÉTUDES

«UN INDICATEUR D'ACTIVITÉ POUR LE LUXEMBOURG¹»

L'élaboration d'un indicateur synthétique d'activité de la BCL pour l'économie luxembourgeoise repose sur le modèle à facteurs dynamiques généralisé, introduit par Forni, Hallin, Lippi et Reichlin (2000², 2005³). Cette approche permet de résumer, à des fins d'analyses conjoncturelles, l'information contenue dans un vaste ensemble de séries économiques et financières. En effet, le modèle à facteurs dynamiques généralisé postule l'existence d'un nombre réduit de facteurs qui sont à l'origine des variations de chacune des séries individuelles de l'échantillon. Ces facteurs, qui peuvent être vus comme des chocs fondamentaux qui influencent l'ensemble de l'économie expliquent une partie non-négligeable des évolutions de chaque série.

Cette méthodologie des modèles à facteurs dynamiques généralisé est appliquée à un échantillon composé de 99 séries. Il s'agit d'une part du PIB trimestriel – qui est mensualisé par interpolation linéaire – et, d'autre part, de 98 séries mensuelles. Ces dernières couvrent un champ relativement large puisque l'échantillon est composé d'indices de prix, de séries financières, de soldes d'opinion issus d'enquêtes de conjoncture, d'indices de la production industrielle, de chiffres d'affaires, de statistiques relatives à l'emploi et au commerce extérieur. Les résultats obtenus montrent que trois facteurs permettent d'expliquer plus de 60% de la variance totale de l'échantillon et, in fine, de construire l'indicateur d'activité.

Le graphique 1 présente l'indicateur d'activité obtenu à partir des données qui étaient disponibles fin novembre 2007⁴. Par construction, cet indicateur d'activité fluctue autour de zéro. Lorsqu'il évolue au-dessus (en-dessous) de zéro, l'activité croît à un rythme supérieur (inférieur) à sa moyenne historique – qui équivaut à un taux de croissance trimestriel du PIB de +1,1% environ. Lorsqu'au contraire il se situe à un niveau proche de zéro, l'activité croît à un rythme proche de sa moyenne historique.

L'indicateur a fait l'objet de plusieurs évaluations. Dans un premier temps, ses propriétés explicatives et prédictives ont été explorées. Pour ce faire, plusieurs régressions reliant le taux de croissance du PIB publié

par le STATEC à l'indicateur d'activité ont été considérées. Ces équations ont été estimées sur la période allant du second trimestre 1995 au second trimestre 2007. Les résultats d'estimations des équations font apparaître que rétrospectivement, les mouvements de l'indicateur d'activité permettent d'anticiper ceux du PIB de manière relativement satisfaisante.

Dans un second temps, les sources potentielles de révisions de l'indicateur ont été étudiées et quantifiées. La première vient de la prise en compte de nouvelles données. Dans notre cas, la fréquence mensuelle de publication des séries implique que chaque mois, 98 observations supplémentaires par rapport à la période précédente sont prises en compte pour la construction de l'indicateur. La seconde est due au traitement statistique des séries de l'échantillon. Il s'agit principalement des corrections des variations saisonnières et des points aberrants qui, effectuées mensuellement, entraînent des variations dans l'historique des séries. La dernière source de révisions retrospectives est liée à la publication des comptes trimestriels, qui s'accompagnent de révisions du PIB. Les simulations qui ont été effectuées montrent que, toutes choses égales par ailleurs, la prise en compte de 98 nouvelles observations implique des révisions des valeurs présentes et passées de l'indicateur. En moyenne, l'ampleur de la révision mensuelle est modeste. Les 12 derniers points sont cependant relativement plus révisés au mois le mois, avec une amplitude moyenne proche de 0,10 point. Le traitement statistique des séries mensuelles, pour sa part, ne semble pas être un facteur additif contribuant aux révisions de l'indicateur. Les révisions du PIB, en revanche, expliquent en grande partie celles de l'indicateur d'activité. Ainsi, entre les deux dernières publications des comptes trimestriels⁵, l'ampleur de la révision moyenne de l'indicateur a été de l'ordre de 0,30 points. Ce dernier chiffre mérite néanmoins d'être relativisé, puisqu'il tombe à 0,15 point lorsque l'ensemble des révisions des comptes trimestriels⁶ sont prises en compte.

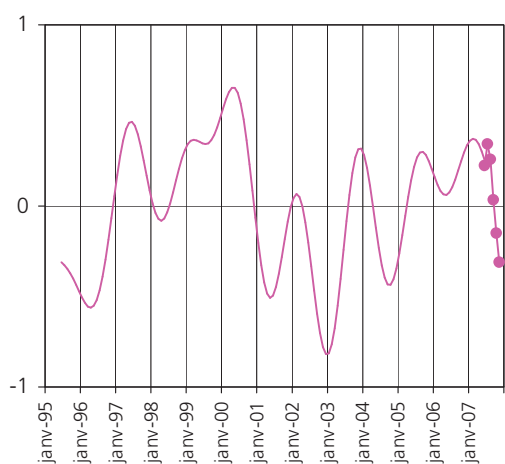
Au final, l'indicateur synthétique d'activité de la BCL pour l'économie luxembourgeoise est le reflet des évolutions à moyen-terme de l'activité. Il fournit une

- 1 Cette note a été rédigée par Muriel Nguiffo-Boyom. Elle s'inscrit dans le prolongement des travaux présentés dans le Rapport Annuel 2006 (pp. 32-33) et le Bulletin 2007/1 de la BCL (pp. 76-79), qui portaient sur des versions préliminaires de l'indicateur d'activité.
- 2 *The generalized dynamic factor model: Identification and estimation*, *The Review of Economics and Statistics*, 82 (4), pp. 540-554.
- 3 *The generalized dynamic factor model: one-sided estimation and forecasting*, *Journal of the American Statistical Association*, 100, pp. 830-840.
- 4 Le trait plein représente les valeurs prises par l'indicateur entre juin 1995 et juin 2007, période au cours de laquelle les 99 séries sont disponibles. Les pointillés représentent les valeurs brutes prises par l'indicateur entre juillet et novembre 2007. Ces valeurs sont provisoires, car certaines séries ne sont pas disponibles jusqu'en novembre 2007.
- 5 Les comptes trimestriels des premier et second trimestres 2007 ont été publiés respectivement les 6 juillet et 10 octobre 2007.
- 6 Il s'agit des 8 publications des comptes trimestriels qui ont eu lieu depuis le 25 avril 2005.

information mensuelle sur les performances relatives de l'économie du Grand-duché. Si les simulations ont montré que l'indicateur d'activité est sujet à révisions, il n'en reste pas moins que l'ampleur de celles-ci reste modérée. A ce stade, l'indicateur est calculé sur base expérimentale, pouvant donc faire l'objet de modifications méthodologiques.

Graphique 1

L'indicateur d'activité du Luxembourg



Source: BCL