

2.2 LA POSITION EXTERIEURE GLOBALE DU LUXEMBOURG¹⁶

2.2.1 Définition et méthodologie

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. Couplée à la balance des paiements, la PEG constitue un indicateur clé dans l'analyse de la situation des «comptes extérieurs» d'un pays ou d'une région économique donnée. Les deux agrégats sont d'ailleurs très liés. L'augmentation ou la réduction des avoirs extérieurs nets (d'engagements) ne peut résulter que de deux sources: le surplus ou le déficit de la balance des paiements courants et les gains ou les pertes en capital sur actifs déjà détenus ou sur passifs. La différence entre les deux agrégats provient du fait que la balance des paiements recense, sur une période donnée, les flux financiers entre résidents et non-résidents alors que la PEG inventorie, à une date donnée, les stocks d'avoirs et d'engagements financiers extérieurs.

Les principes méthodologiques appliqués à l'élaboration de la position extérieure globale et de la balance des paiements du Luxembourg sont globalement conformes à la méthodologie générale mise au point par le FMI dans la 5^{ème} édition du Manuel de la balance des paiements (1993). Dans ce manuel, le FMI recommande que les données soient suffisamment détaillées pour permettre d'établir la position extérieure par catégories d'instruments financiers et par principaux secteurs de

l'économie. L'un des objectifs de la présente analyse est d'ailleurs de répondre à cette recommandation en mettant clairement en évidence le niveau de l'épargne que les principaux secteurs résidents consacrent aux actifs étrangers. Ces derniers sont divisés en cinq postes, conformément à la classification du compte des opérations financières de la balance des paiements: les investissements directs, les investissements de portefeuille, les produits dérivés, les autres investissements et les avoirs de réserve. Au sein de chaque poste, à l'exception des investissements directs¹⁷, les instruments financiers sont répertoriés selon quatre secteurs économiques résidents: les autorités monétaires (la banque centrale), les administrations publiques, les institutions financières monétaires (hors banque centrale) et les autres secteurs. Cette dernière catégorie regroupe les OPC non monétaires, les intermédiaires financiers non bancaires (sociétés des participations financières essentiellement), les compagnies d'assurance, les sociétés industrielles ainsi que les ménages.

Concernant la méthodologie d'évaluation des différents avoirs et engagements financiers extérieurs, le FMI recommande l'évaluation au prix courant du marché là où cela est possible, notamment pour les actifs cotés sur un marché. Il convient de souligner que l'application plus ou moins stricte de cette recommandation affecte largement le résultat de la position extérieure dans son ensemble (voir encadré ci-dessous).

Les effets de change et de prix sur la position extérieure

La variation de la position extérieure globale entre deux périodes données résulte normalement de nouvelles transactions financières, des réévaluations et des autres ajustements qui se sont produits entre les deux périodes et qui ont affecté les niveaux des stocks. La pratique par laquelle les compilateurs vérifient la cohérence entre les statistiques de balance des paiements et de position extérieure est connue sous le terme de réconciliation des flux avec les stocks. Cet exercice suppose que les compilateurs disposent d'informations complètes sur les différents éléments indiqués ci-dessus. Les nouvelles transactions financières ne posent généralement pas de problèmes car elles sont fournies par les données de la balance des paiements. Les autres ajustements sont normalement attribuables aux reclassements, aux opérations exceptionnelles telles que la monétisation ou démonétisation de l'or, à l'annulation unilatérale de dettes, ainsi qu'à l'expropriation sans dédommagement.

Les réévaluations proviennent des variations des prix des actifs et des taux de change, certains actifs étant libellés en monnaies étrangères. C'est à ce niveau que la méthodologie de valorisation des instruments financiers affecte souvent non seulement les niveaux des encours mais aussi le solde lui-même de la position extérieure globale. Ceci est particulièrement important pour le Luxembourg au regard du volume relativement élevé (près

¹⁶ Note rédigée par Monsieur Albert Lendele Kola

¹⁷ Pour les investissements directs, la distinction se limite aux investissements des banques commerciales et des «autres secteurs». Les investissements directs des autorités monétaires et des administrations publiques sont très limités en pratique.

de 2 mille milliards d'euros) des avoirs et engagements extérieurs bruts. Une variation des prix ou de change, même mineure, et qui n'affecte pas dans les mêmes proportions les avoirs et les engagements, peut augmenter ou réduire considérablement le solde de la position extérieure globale du Luxembourg. Au cas où le solde de la balance courante resterait nul, partant de la situation de fin 2004, une augmentation de 2% de la valeur des engagements extérieurs du Luxembourg accompagnée d'une hausse de 1% des avoirs extérieurs aurait un impact considérable sur la position nette qui passerait ainsi de 27,8 milliards d'euros à 3,8 milliards à la période suivante. Ceci illustre mieux l'importance des effets de valorisation sur la position extérieure nette.

Pour mieux isoler les effets de valorisation, les informations minimales requises devraient au moins distinguer pour tous les actifs et passifs, ceux qui sont cotés sur un marché organisé ainsi que la devise de cotation. Toutefois, dans la compilation de la PEG du Luxembourg, l'application plus ou moins stricte du principe d'évaluation au prix du marché varie selon l'instrument financier et selon le secteur détenteur (émetteur). Les encours d'investissements directs des sociétés holdings et SOPARFI (entités financières spécialisées ou SPEs en sigle) sont évalués au coût historique tant pour les avoirs que pour les engagements. Ceci tient au fait qu'à ce stade l'enquête annuelle sur les encours d'investissements directs ne couvre pas la majorité des SPEs. Les données de ce secteur sont estimées par cumul des flux évalués à leurs prix historiques de marché, tels qu'enregistrés dans la balance des paiements. Pour les autres entreprises qui font l'objet d'une enquête, leurs encours d'investissements directs sont évalués à la valeur comptable. En effet, l'évaluation au prix courant du marché, qui correspond en fait à la valeur boursière, n'est pas actuellement appliquée aux encours d'investissements directs du Luxembourg étant donné que les filiales des multinationales établies au Luxembourg sont rarement cotées en bourse indépendamment de leur groupe. Ce constat est valable aussi pour les filiales des entreprises luxembourgeoises à l'étranger. Le mode d'évaluation retenue pour les investissements directs affecte largement la position extérieure du Luxembourg.

Les valeurs mobilières détenues ou émises (investissements de portefeuille) sont évaluées tantôt à la valeur courante du marché tantôt au coût historique ou au coût d'acquisition. Le mode d'évaluation varie en effet selon le secteur et selon les sources des données. Les titres étrangers détenus par la BCL en tant qu'autorité monétaire ou par le Trésor luxembourgeois sont évalués à leurs valeurs de marché. De même le principe d'évaluation au prix du marché est appliqué aux titres détenus par les compagnies d'assurance et par les OPC de droit luxembourgeois. En revanche, les informations sur les titres étrangers détenus par les banques proviennent de leurs bilans statistiques où ils sont évalués tantôt au prix courant du marché, tantôt au coût historique, tantôt au plus faible montant entre le coût d'acquisition et le prix de marché.

En ce qui concerne les engagements de portefeuille (titres émis par les résidents et détenus par les étrangers), le mode d'évaluation varie également selon le secteur émetteur ou selon les sources de données. Pour les titres de participation émis par les résidents, deux modes d'évaluation sont appliqués. Le premier s'applique aux parts d'OPC et correspond à la valeur nette d'inventaire qui constitue en quelque sorte leurs valeurs de marché. De même, les actions émises par les autres entreprises résidentes sont évaluées aux cours en vigueur à la Bourse de Luxembourg. Par contre, les obligations émises par les résidents sont évaluées à la valeur nominale. Tout comme pour les investissements directs, l'utilisation de plusieurs modes d'évaluation affecte aussi les résultats de la réconciliation des flux avec les stocks présentés dans cet encadré.

Les autres investissements (prêts, dépôts, crédits commerciaux) sont évalués à la valeur nominale ou comptable.

Le tableau ci-après présente les résultats de la réconciliation de la position extérieure globale du Luxembourg à fin 2004, en mettant en évidence d'un côté les flux recensés par la balance des paiements et de l'autre côté les effets de change, de prix et d'autres ajustements dans leur globalité. Là où les informations sont disponibles, les effets de change sont clairement séparés des effets prix. C'est le cas notamment des investissements de portefeuille (actifs et passifs) et des autres investissements des institutions financières monétaires (voir tableau).

Notons d'emblée qu'une partie non négligeable des créances et des engagements est libellée dans des devises qui, en 2004, se sont dépréciées par rapport à l'euro, ce qui a généré des moins-values¹⁸. En revanche, les cours

¹⁸ Par rapport aux quatre principales devises dans lesquelles sont libellées les avoirs et engagements financiers extérieurs du Luxembourg, entre fin 2004 et fin 2003, l'euro s'est déprécié de 1% par rapport au CHF mais s'est apprécié de 7,3% par rapport au USD et de 3,3% par rapport au JPY. L'euro est resté stable par rapport au GBP.

boursiers ont fortement augmenté tant du côté des titres étrangers que des titres nationaux. Dans l'ensemble, qu'il s'agisse d'avoirs ou d'engagements, l'effet positif des variations des cours boursiers a largement compensé l'effet négatif de l'appréciation de l'euro. Concernant les principales composantes des créances et d'engagements financiers extérieurs du Luxembourg, l'exercice de réconciliation a fourni les résultats présentés dans le tableau ci-après.

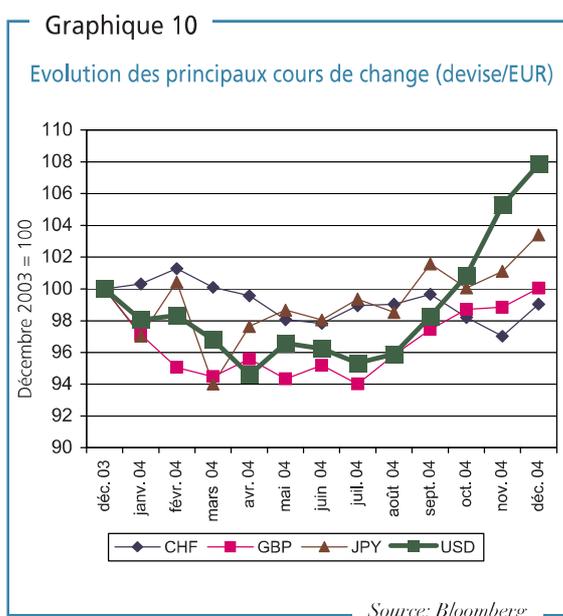


Tableau 3 Evolution de principales composantes de la position extérieure globale du Luxembourg (en milliards EUR)

| | Stocks à fin 2003 | Flux de balance des paiements | Variations dues aux cours de change et de bourse et autres ajustements | Stocks à fin 2004 |
|--|-------------------|-------------------------------|--|-------------------|
| Position extérieure nette | 24,0 | 2,8 | 0,8 | 27,7 |
| Avoirs extérieurs bruts | 2 153,3 | 230,9 | 37,9 | 2 422,1 |
| Engagements extérieurs bruts | -2 129,2 | -228,1 | -37,3 | -2 394,6 |
| Investissements directs | -27,5 | 3,6 | -25,9 | -49,8 |
| Luxembourgeois à l'étranger | 586,8 | 65,8 | -5,7 | 646,9 |
| Etrangers au Luxembourg | -614,3 | -62,2 | -20,2 | -696,7 |
| Investissements de portefeuille | -1,1 | -41,5 | 3,7 | -38,9 |
| Titres étrangers | 1 055,6 | 69,7 | 60,8 | 1 186,1 |
| Titres luxembourgeois | -1 056,7 | -111,2 | -57,1 | -1 225,0 |
| Produits dérivés | -4,5 | 2,5 | -0,5 | -2,5 |
| Créances | 6,9 | 2,5 | -0,5 | 8,9 |
| Engagements | -11,4 | 0,07 | 0,0 | -11,4 |
| Autres investissements | 56,8 | 38,2 | 23,7 | 118,7 |
| Créances | 503,6 | 93,0 | -16,4 | 580,2 |
| Engagements | -446,8 | -54,8 | 40,0 | -461,5 |
| Avoirs de réserve | 0,247 | 0,005 | -0,009 | 0,243 |

Source: BCL

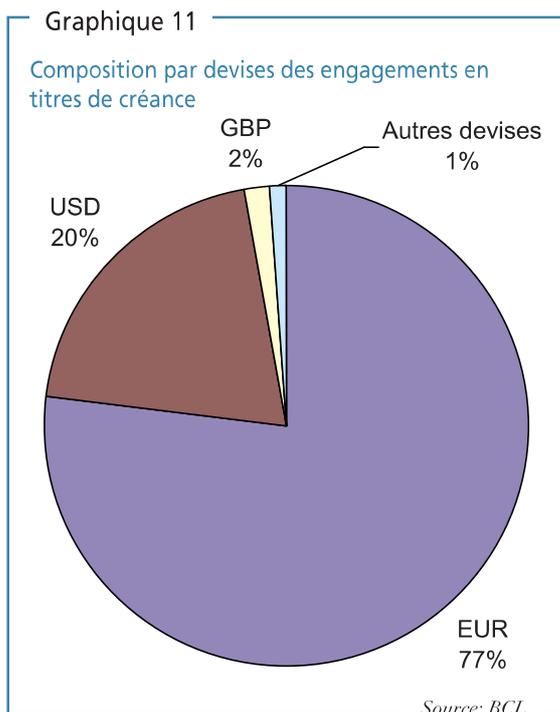
Notes: (1) Pour les stocks, un signe négatif représente un engagement et un signe positif une créance;

(2) Pour les flux, 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.

(3) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

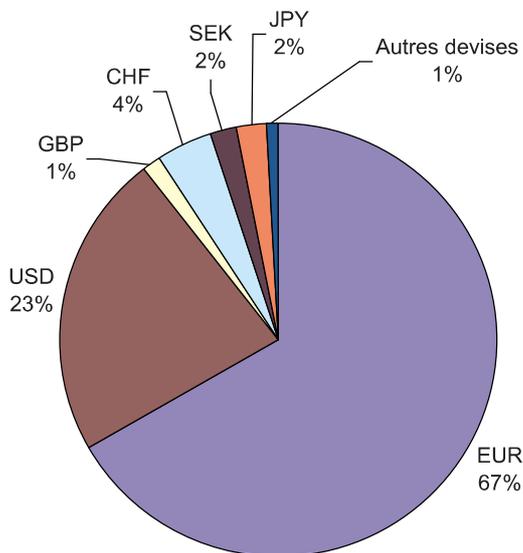
Comparées à l'année 2003, au total les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont augmenté de 269 milliards d'euros en 2004 dont 231 milliards s'expliquent par les nouveaux flux financiers et 38 milliards (1,76% de l'encours initial) par des plus-values provenant des variations combinées des prix et des taux de change. De même, entre 2003 et 2004, les engagements extérieurs du Luxembourg ont globalement augmenté de 265 milliards d'euros, dont l'essentiel (228 milliards) s'explique par de nouveaux flux financiers tels qu'enregistrés dans la balance des paiements de 2004 et le reste (37 milliards, soit 1,75% de l'encours initial) par des variations de change et des prix. Puisque les avoirs et les engagements extérieurs ont généré des plus-values de taille similaire, au total, la variation de la position extérieure nette entre 2004 et 2003 s'explique essentiellement par le surplus du compte courant (2,85 milliards d'euros en 2004). Les effets combinés de change et de prix ont eu certes un impact positif sur les avoirs extérieurs nets mais limité à 859 millions d'euros.

Au niveau de différentes composantes de la PEG, les effets de valorisation ont été particulièrement importants pour les investissements de portefeuille. Du côté des avoirs, l'appréciation de l'euro a généré des pertes de change estimées à 42 milliards d'euros (soit 4% de l'encours initial). Toutefois, la hausse des cours boursiers (voir graphique) a augmenté la valeur des titres étrangers à concurrence de 102,3 milliards d'euros (soit 9,8% par rapport à l'encours initial). Au total, les effets combinés des variations de change et de prix se sont avérés positifs (60,8 milliards d'euros, soit 5,8% de l'encours initial). La même tendance a été observée du côté des engagements de portefeuille même si les effets de change y ont été beaucoup moins importants (près de 5 milliards) que les effets-prix (52 milliards d'euros, soit 6% de l'encours initial).



Graphique 12

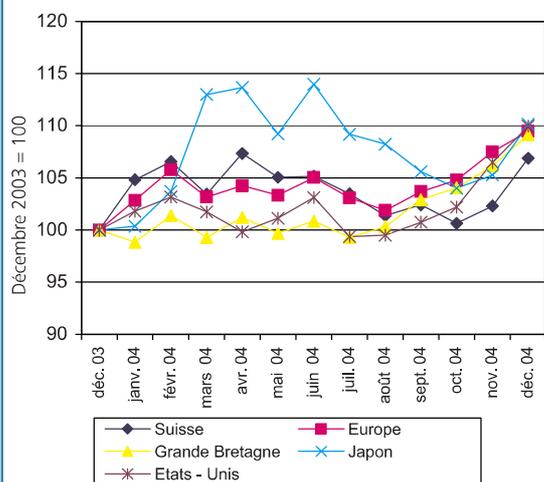
Composition par devises des engagements en titres de participation



Source: BCL

Graphique 13

Evolution des cours boursiers



Source: Bloomberg

L'appréciation de l'euro a également eu un impact négatif sur les autres principales composantes de la PEG du Luxembourg. Exprimés en euros, les investissements directs à l'étranger, dont une part non négligeable est libellé en monnaies étrangères, ont subi une perte de valeur de 5,7 milliards d'euros (1% de l'encours initial). Même si cela n'apparaît pas comme tel pas dans le tableau ci-dessus¹⁹, l'effet négatif de change a joué également

¹⁹ En raison d'une compensation avec un ajustement positif de près de 25 milliards lié à un reclassement d'un encours comptabilisé auparavant dans les autres investissements (engagements).

dans les investissements directs étrangers au Luxembourg et dans les autres investissements. Pour ces derniers, la situation bilantaire des IFMs luxembourgeois est très éloquent à ce sujet. Les pertes de change subies par les IFMs sur l'encours de crédits consentis à la clientèle non-résidente sont estimée à 7,6 milliards d'euros, soit 2% de l'encours à fin 2003. Du côté passif, les effets négatifs de change sur l'encours de dépôts de la clientèle non-résidente sont très lourds (14,6 milliards d'euros, soit 4,1% de l'encours de 2003).

Tableau 4 Effets de change sur l'encours d'autres investissements des IFMs

| | Encours 2003 | Flux | Variations de change | Encours 2004 |
|-------------|--------------|--------|----------------------|--------------|
| Créances | 386,303 | 33,861 | -7,559 | 412,605 |
| Engagements | 356,303 | 24,732 | -14,646 | 366,389 |

Source: BCL

2.2.2 La position extérieure globale nette et ses principales composantes à fin 2004

Les avoirs financiers bruts du Luxembourg vis-à-vis des non-résidents sont évalués à 2 422 milliards d'euros à la fin de l'année 2004 alors que les engagements financiers bruts ont totalisé 2 394 milliards d'euros. La position extérieure nette du Luxembourg, c'est-à-dire la différence entre les avoirs et les engagements extérieurs bruts, s'est établie à 27,8 milliards d'euros à fin 2004 contre 24 milliards à la fin de l'année 2003 (données révisées). Exprimés en pourcentage du PIB nominal, les avoirs extérieurs nets (ou position extérieure nette) du Luxembourg sont ainsi passés de 100% du PIB en 2003 à 108% à fin 2004. Cette hausse reflète essentiellement le surplus du compte courant entre 2004 et 2003 qui a atteint 2,85 milliards d'euros (soit 11% du PIB de 2004). Comme souligné dans l'encadré ci-dessus, l'amélioration de la position financière extérieure d'un pays sur une période donnée ne peut résulter que de deux sources: d'un côté l'excédent de balance courante qui se traduit forcément par une accumulation des créances sur le reste du monde ou par une réduction des engagements extérieurs nets et de l'autre côté des plus values résultant des modifications des prix ou des taux de change. Or l'économie luxembourgeoise ne cesse d'accumuler des excédents courants dont la moyenne a avoisiné les 11% du PIB au cours de la dernière décennie (1995-2004, voir graphique).

Graphique 14

Evolution de surplus courant du Luxembourg en % du PIB



Source: STATEC

Le volume relativement élevé des avoirs extérieurs nets du Luxembourg se comprend donc au regard des excédents courants dégagés dans les échanges avec le reste du monde. Toutefois, dans l'analyse économique, il convient d'interpréter le solde de la position extérieure globale avec prudence car il est fortement tributaire de la méthodologie de valorisation des instruments financiers. Ainsi, la position extérieure peut présenter un solde positif ou négatif selon le mode d'évaluation adoptée pour une catégorie donnée ou pour l'ensemble des instruments considérés. A titre d'exemple, l'évaluation du stock d'investissements directs en valeur comptable ou en valeur boursière peut transformer un solde positif en solde négatif ou vice-versa. Cela a été observé notamment en France où la position extérieure nette s'est établie à 110,8 milliards en 2004 (6,8% du PIB) avec une valorisation des stocks d'investissements

directs en valeur de marché mais la même position nette s'est élevée à -56,4 milliards (-3,5% du PIB) avec une valorisation des investissements directs en valeur comptable²⁰. Cette observation est aussi valable pour le Luxembourg, d'autant plus que sous la contrainte des disponibilités de données plusieurs modes de valorisation sont appliqués à la fois aux stocks d'investissements directs (combinaison de la valorisation aux coûts historiques et à la valeur comptable) et aux stocks d'investissements de portefeuille (valorisation aux prix du marché, aux coûts d'acquisition ou à la valeur nominale). Compte tenu de différents modes de valorisation retenus, la présente analyse met en évidence, dans ses sections suivantes, le rôle du secteur financier dans la position extérieure globale du Luxembourg. L'analyse montre d'abord l'ampleur des sociétés des participations financières (SOPARFI) ou holdings dans la position d'investissements directs étrangers, ensuite le rôle des Fonds d'investissements (OPC) dans la position d'investissements de portefeuille, et enfin l'importance des intermédiaires financiers monétaires (banques et OPC monétaires) dans la position d'autres investissements.

2.2.3 Les entités financières spécialisées et la position d'investissements directs

Sous la rubrique «investissements directs» sont recensés les 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 social²¹ de l'entreprise non-résidente. Dans la pratique, les capitaux d'investissements directs (ID) se matérialisent sous forme de participations au capital social, de bénéfices non rapatriés ainsi que sous forme de prêts intragroupes.

L'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger s'est établi à 647 milliards d'euros à fin 2004 contre 587 milliards l'année précédente. Cette évolution s'explique essentiellement par les nouveaux investissements (65,8 milliards au cours de l'année 2004) auxquelles s'ajoutent des moins-values (5,7 milliards d'euros) résultant de l'appréciation de l'euro, une partie des investissements directs luxembourgeois à l'étranger étant libellé en devises. La ventilation de l'encours d'ID par secteur économique permet de mettre en évidence la prépondérance des entités financières spécialisées

(SPEs ou «*Special Purpose Entities*») constituées essentiellement des sociétés holdings et d'autres sociétés des participations financières (SOPARFI). Sur les 647 milliards d'euros d'encours d'ID à fin 2004, 612,8 milliards (95%) correspondent à l'encours d'ID des SPEs. L'exclusion des SPEs, notamment à des fins d'analyse économique ou de comparaisons internationales, a pour effet de réduire considérablement l'encours d'ID luxembourgeois à l'étranger à 34 milliards d'euros à fin 2004 dont 5 milliards émanent du secteur bancaire, le montant restant (29 milliards) revenant aux sociétés non financières et aux placements immobiliers de certains fonds d'investissements.

Le stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg a atteint 697,7 milliards d'euros à la fin de l'année 2004 contre 614,3 milliards l'année précédente, soit une hausse de 82 milliards au total dont 62 milliards sont dus aux nouveaux flux entrants recensés en 2004, et le montant restant (20 milliards, soit 3,3% de l'encours initial) correspondant aux effets de réévaluation et d'ajustements. La répartition sectorielle montre également une concentration de l'ID au niveau des SPEs (sociétés holdings ou SOPARFI) dont l'encours s'est élevé à 648,5 milliards d'euros (93% du total) à fin 2004. En dehors des SPEs, l'encours d'ID traduisant les investissements dans l'économie réelle, s'établit à 48,2 milliards d'euros dont 25,9 milliards concernent le secteur bancaire résident et le reste correspond aux investissements dans les assurances et dans l'industrie.

Avec un encours d'investissements directs étrangers dépassant celui d'investissements luxembourgeois à l'étranger, le Luxembourg a enregistré une position débitrice de 49,8 milliards d'euros à fin 2004 contre 27,5 à fin 2003. L'accentuation de la position négative dans le domaine des investissements directs s'explique essentiellement par les effets de réévaluation qui ont engendré des moins-values pour les investissements luxembourgeois à l'étranger alors que les investissements étrangers au Luxembourg ont subi un ajustement à la hausse. La répartition de la position nette par secteur résident montre aussi la prééminence des sociétés holdings dont la position débitrice a atteint 35,7 milliards (sur un total de 49,8 milliards), suivi par les banques résidentes avec 20,9 milliards, les autres secteurs dégageant une position nette créditrice de 6,8 milliards.

20 Banque de France et Ministère de l'économie (2005): *Balance des paiements et Position extérieure de la France, Rapport Annuel 2004*, pp. 17, 30-33.

21 Cfr. *Fonds Monétaire International (1993), Manuel de la Balance des paiements*, 5 édition.

L'examen de différentes formes d'investissements directs permet de constater que la position nette négative résulte avant tout de l'encours des capitaux propres, le Luxembourg étant largement bénéficiaire net d'investissements en provenance de l'étranger. A fin 2004, les participations luxembourgeoises et les bénéfices réinvestis dans des filiales établies à l'étranger se sont chiffrés à 533,4 milliards d'euros (82% de l'en-

cours d'ID à l'étranger, tous secteurs confondus), contre 612 milliards (88% de l'encours total) pour les participations des non-résidents à leurs filiales luxembourgeoises. Au niveau de la deuxième forme d'ID (essentiellement des prêts entre affiliés), le Luxembourg affiche une position nette créditrice de 28,8 milliards d'euros, les maisons-mères et les filiales luxembourgeoises prêtant davantage de fonds qu'elles n'en reçoivent.

Tableau 5 Position d'investissements directs à fin 2004 (en millions EUR)

| | Position nette | ID Luxembourgeois à l'étranger | | | ID Etrangers au Luxembourg | | |
|-----------------|----------------|--------------------------------|------------------|-----------------|----------------------------|------------------|-----------------|
| | | Total | Capitaux propres | Autres capitaux | Total | Capitaux propres | Autres capitaux |
| Banques | -20,901 | 4,959 | 4,224 | 735 | -25,860 | -25,205 | -655 |
| SPEs | -35,696 | 612,780 | 510,376 | 102,404 | -648,476 | -573,062 | -75,414 |
| Autres secteurs | 6,792 | 29,165 | 18,778 | 10,387 | -22,373 | -13,769 | -8,604 |
| Tous secteurs | -49,805 | 646,904 | 533,377 | 113,527 | -696,709 | -612,036 | -84,673 |

Source: BCL/STATEC

Note: Les encours d'ID étrangers correspondent aux engagements financiers extérieurs et sont enregistrés avec un signe négatif alors que les investissements directs luxembourgeois à l'étranger constituent des créances extérieures et sont donc enregistrés avec un signe positif. Pour chaque secteur, la position nette correspond à la différence (en valeur absolue) entre ses avoirs et ses engagements.

2.2.4 Le rôle des OPC dans la position d'investissements de portefeuille

Les investissements de portefeuille couvrent les encours d'investissements internationaux en valeurs mobilières, notamment sous forme de titres de participation et de titres de créance. Les titres de participation détenus dans le cadre d'une relation d'investissement direct (au moins 10% du capital) sont exclus de cette rubrique.

Les stocks d'investissements de portefeuille occupent une part importante dans la position extérieure globale du Luxembourg. A fin 2004, le portefeuille de titres étrangers détenus par les résidents (1 186 milliards d'euros) représente 49% de l'ensemble des avoirs extérieurs bruts du Luxembourg. De même, l'encours des titres luxembourgeois détenus par les non-résidents (1 225 milliards d'euros) représente 51% des engagements extérieurs bruts du Luxembourg. Le fait que les avoirs et les engagements de portefeuille du Luxembourg soient très proches en valeur absolue tient au rôle particulier des Organismes des placements collectifs (OPC). En effet, l'encours de titres luxembourgeois détenus par les non résidents est composé à 86,5% de titres de participation, à 11,8% d'obliga-

tions et à 1,7% d'instruments du marché monétaire. Sur les 1 060 milliards d'encours des titres de participation émis par le Luxembourg et détenus par les non-résidents, 96,5% (soit 1 023 milliards) correspondent aux parts d'OPC. Cette ampleur considérable des titres d'OPC 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 des titres émis par des non-résidents. En effet, les OPC détiennent 70,5 % (ou 836 milliards d'euros) du volume global (1 186 milliards) des valeurs mobilières étrangères détenues par le Luxembourg.

Par ailleurs, à fin 2004 la structure du portefeuille de titres étrangers détenus par les résidents se présente ainsi: 53% d'obligations et titres assimilés, 39% de titres de participation, 7% d'instruments du marché monétaire.

La différence entre les avoirs et les engagements de portefeuille montre qu'à la fin de l'année 2004, le Luxembourg affiche une position nette négative d'environ 39 milliards d'euros. Cette position nette varie fortement en fonction du type d'instruments

et en fonction du secteur économique. Elle est fortement déficitaire pour les titres de participations dans leur ensemble (-592 milliards d'euros) alors qu'elle s'avère fortement excédentaire pour les titres de dette (553 milliards). La répartition sectorielle montre une position nette positive pour les institutions financières

monétaires (89 milliards), pour la BCL (2,5 milliards) et les administrations publiques (353 millions). La position créditrice des trois secteurs précités est en revanche fortement compensée par la position débitrice (-130,6 milliards) des autres secteurs (OPC pour l'essentiel, voir tableau).

Tableau 6 Positions – titres par secteurs résidents à fin 2004 (en millions EUR)

| | Position nette | Avoirs de portefeuille | | | Engagements de portefeuille | | |
|---------------------------|----------------|------------------------|-------------------------|-------------------|-----------------------------|-------------------------|-------------------|
| | | Total | Titres de participation | Titres de créance | Total | Titres de participation | Titres de créance |
| BCL | 2,456 | 2,456 | 0 | 2,456 | 0 | 0 | 0 |
| IFMs | 88,899 | 302,680 | 8,915 | 293,766 | -213,782 | -143,947 | -69,835 |
| Administrations publiques | 353 | 353 | 0 | 353 | 0 | 0 | 0 |
| Autres secteurs | -130,635 | 880,607 | 458,781 | 421,826 | -1,011,242 | -915,997 | -95,245 |
| Tous secteurs | -38,928 | 1,186,096 | 467,696 | 718,400 | -1,225,024 | -1,059,944 | -165,080 |

Source: BCL.

2.2.5 Les encours d'autres investissements

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. Il s'agit principalement des crédits commerciaux, des prêts ou emprunts ainsi que des dépôts et monnaies fiduciaires. Avec une position créditrice de 118,7 milliards d'euros, les encours d'autres investissements constituent, avec les avoirs de réserve dans une moindre mesure, les seules rubriques qui ont contribué au solde positif de la position extérieure globale du Luxembourg à la fin de l'année 2004. Au sein des autres investissements, la position créditrice varie fortement selon les secteurs résidents. La BCL, dont l'encours d'autres investissements est constitué essentiellement de ses engagements ou de ses créan-

ces vis-à-vis de l'Eurosystème²², affiche une position créditrice de 3,4 milliards d'euros à fin 2004. Le solde positif de la position des institutions financières monétaires (BCL exclue) est de 46 milliards d'euros à la fin de l'année 2004. La position extérieure des IFMs révèle d'ailleurs une internationalisation très poussée des activités bancaires. L'encours des dépôts des non-résidents (366 milliards d'euros) représente en effet 65% 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 412,6 milliards d'euros (80% du volume global des crédits accordés par les IFMs). Enfin, la position nette créditrice des autres secteurs (SPEs et OPC non monétaires essentiellement) est évaluée à 69 milliards d'euros (voir tableau ci-dessous).

Tableau 7 Position extérieure d'autres investissements par secteur résident à fin 2004 (en millions EUR)

| | Position nette | Créances extérieures | Engagements extérieurs |
|-----------------|----------------|----------------------|------------------------|
| BCL | 3,388 | 3,501 | -113 |
| IFMs | 46,216 | 412,605 | -366,389 |
| Autres secteurs | 69,063 | 164,063 | -95,000 |
| Tous secteurs | 118,667 | 580,169 | -461,502 |

Source: BCL.

²² Plus explicitement, les engagements ou les avoirs nets de la BCL envers l'Eurosystème résultent de la gestion du système des paiements TARGET.

2.2.6 Conclusion

A fin 2004, les avoirs extérieurs nets du Luxembourg ont atteint 27,8 milliards d'euros (soit 108% du PIB nominal) contre 24 milliards d'euros (100% du PIB) à la fin de l'année 2003. Cette hausse tient essentiellement au surplus de la balance courante qui s'est élevé à 11% du PIB en 2004. Les effets de revalorisation n'ont pas beaucoup affecté la position extérieure nette pour la simple raison qu'ils ont eu un impact positif similaire (1,75% environ) sur les avoirs et sur les engagements bruts. En 2004, l'appréciation de l'euro a ainsi généré des moins-values sur une partie non-négligeable des créances et des engagements extérieurs qui sont libellés en devises. Toutefois, ces pertes de change ont été plus que compensées par des plus-values résultant de la hausse des cours boursiers tant au niveau national qu'international.

L'analyse a présenté la ventilation sectorielle de principales composantes de la position extérieure du Luxembourg, avec un accent particulier sur le secteur financier. Les données disponibles sur les trois principaux acteurs du secteur financier luxembourgeois mettent en évidence l'orientation internationale de la place financière du Luxembourg. La ventilation sectorielle des encours d'investissements directs étrangers a ainsi permis de montrer la prépondérance des entités financières spécialisées (sociétés holdings au sens large) qui occupent 93% du stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg et 95% de l'encours d'investissements luxembourgeois à l'étranger. L'analyse a aussi expliqué les volumes élevés (mais très proches en valeur) des investissements de portefeuille par le rôle particulier des fonds d'investissements (OPC). Les engagements de portefeuille du Luxembourg sont essentiellement constitués des parts d'OPC (1 060 milliards d'euros sur un total de 1 225 milliards). De même, du côté des avoirs, les placements des OPC représentent près de 70% de toutes les valeurs mobilières étrangères détenues par le Luxembourg. En bref, les OPC collectent l'essentiel de leurs fonds auprès des non-résidents et investissent la majeure partie de leurs ressources dans des titres émis également par des non-résidents. Le rôle des OPC dans les investissements de portefeuille s'apparente donc à celui des sociétés holdings dans les investissements directs. Finalement, la fonction d'intermédiation internationale est confirmée par le rôle exercé par les banques dans les encours d'autres investissements concernant en particulier les crédits et les dépôts.