

2.1 LA POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE DU LUXEMBOURG À FIN DÉCEMBRE 2005¹

2.1.1 Introduction

La statistique sur la position extérieure globale (PEG) d'un pays ou d'une zone géographique recense, à un moment donné, tous les avoirs et les engagements financiers des résidents de ce pays ou de cette zone à l'égard des non-résidents. La PEG constitue l'une des composantes, à côté de la balance des paiements, des «comptes extérieurs» d'un pays ou d'une zone géographique donnée. Les principes méthodologiques servant à l'élaboration de la PEG du Luxembourg sont conformes aux recommandations internationales (cfr Bulletin BCL 2005/03, pp.104).

La présente analyse s'articule autour de trois objectifs. Le premier est la mise en évidence des facteurs qui ont été à la base de la variation de la position extérieure du Luxembourg entre fin décembre 2005 et fin décembre 2004. Sachant que l'augmentation ou la réduction des avoirs extérieurs nets (d'engagements) ne peut résulter que de deux sources que sont 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, l'analyse montre que c'est plutôt les flux financiers nets qui ont joué un rôle capital dans l'évolution de la position nette. Le deuxième facteur a certes affecté les avoirs et les engagements bruts mais, en raison de leur compensation, les effets de valorisation ont très peu influencé l'évolution de la position extérieure nette.

L'analyse a pour second objectif de montrer la répartition géographique des avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ainsi que, pour certains engagements financiers, l'origine géographique des acteurs étrangers qui investissent au Luxembourg. Dans le contexte de la mondialisation, la ventilation géographique des avoirs et des engagements financiers extérieurs permet en effet de déterminer la vulnérabilité extérieure du pays par rapport aux crises financières pouvant affecter un pays ou une zone géographique donnée. L'analyse de l'exposition d'une économie au risque de contagion passe nécessairement par l'analyse de liens économiques existant entre les deux. A cet effet, la manière dont l'épargne (ou le niveau de dette) que le Luxembourg détient (émet) est répartie géographiquement dans le monde peut aisément servir à déterminer le risque de contagion. D'après les données disponibles à fin 2005, la répartition géographique des avoirs et

engagements extérieurs du Luxembourg confirme la place de premier partenaire qu'occupent globalement les pays membres de la zone euro. Viennent ensuite le Royaume-Uni, les Etats-Unis, la Suisse, les Centres financiers offshore², le Japon et le Danemark. Un encadré spécifique est dédié à la place que les pays émergents occupent dans les investissements de portefeuille du Luxembourg. L'encadré se consacre exclusivement à ces pays qui représentent à la fois des opportunités des rendements et des risques élevés. En outre ces pays occupent de plus en plus une place de choix sur les marchés internationaux.

L'étude de la position extérieure globale de 2004 (cf. Bulletin BCL 2005/03) avait déjà présenté la ventilation sectorielle des principales composantes de la position extérieure du Luxembourg, avec un accent particulier sur le secteur financier. La présente analyse revient succinctement sur le rôle des trois principaux acteurs du secteur financier luxembourgeois dans la PEG du Luxembourg. La place prépondérante des entités financières spécialisées (sociétés holdings au sens large), ou les SPEs en sigle, est à nouveau illustrée au niveau des encours d'investissements directs. L'analyse revient aussi sur le rôle particulier des fonds d'investissements (OPC) comme secteur à la base des volumes élevés d'investissements de portefeuille tant pour les engagements que pour les avoirs. Finalement, la fonction d'intermédiation financière internationale que joue l'économie luxembourgeoise est à nouveau corroborée par le rôle des établissements de crédit dans les encours de prêts et dépôts ordinaires.

2.1.2 L'évolution de la position extérieure nette entre fin décembre 2005 et fin décembre 2004

Par rapport à la fin de l'année 2004, les actifs financiers étrangers détenus par les résidents du Luxembourg ont augmenté de 29,4% pour atteindre 3 164,2 milliards d'euros à fin 2005. De même, entre fin 2004 et fin 2005, les engagements, c'est-à-dire les actifs luxembourgeois détenus par les non-résidents, ont progressé de 29,7% pour s'établir à 3 129,7 milliards à la fin de l'année 2005. La position extérieure nette du Luxembourg, c'est-à-dire la différence entre les avoirs et les engagements financiers extérieurs, s'est établie à 34,4 milliards d'euros (près de 117% du PIB) à la fin de 2005, soit

¹ Analyse rédigée par Albert LENDELE KOLA.

² Dans cette analyse, les centres financiers offshore sont un groupe de 38 pays (définition d'EUROSTAT) dont les Antilles néerlandaises, Gibraltar, Hong Kong, les Iles vierges britanniques, les Iles Caïmans, Singapour, etc....

une amélioration de 7,6% par rapport aux 32 milliards enregistrés à fin 2004. La hausse de 718,6 milliards enregistrés par les avoirs s'explique à concurrence de 486 milliards par les nouveaux flux financiers et le reste (232,5 milliards, soit 9,5% de l'encours de 2004) par des plus-values provenant des variations combinées des prix et des taux de change. De même l'augmentation de 716,1 milliards d'euros enregistrée par les engagements découle en grande partie (482 milliards) des nouvelles transactions recensées dans la balance des paiements, et le reste (234 milliards d'euros, soit 9,7% de l'encours de 2004) est dû aux fluctuations des taux de change et des prix (voir tableau 1).

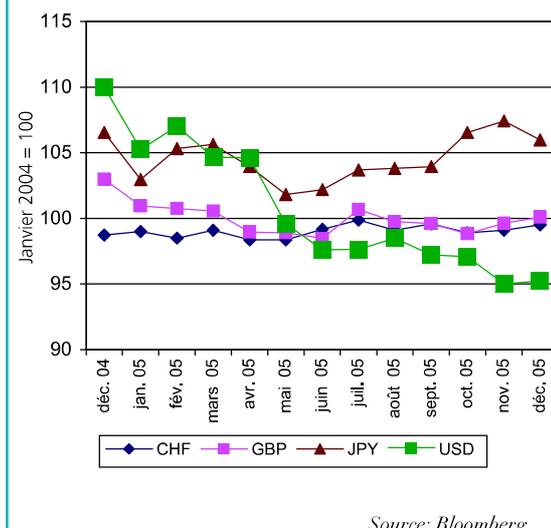
L'ampleur des effets positifs de valorisation (près de 9,5% tant à l'actif qu'au passif) est la conséquence d'une évolution favorable au niveau des taux de change et au niveau des cours boursiers. Une partie non négligeable des créances et des engagements du Luxembourg est en effet libellée en monnaies étrangères. A la fin de 2005, comparées à leurs niveaux de fin 2004, la plupart des devises se sont appréciées par rapport à l'euro, comme le montre le graphique ci-dessous³. Cette appréciation a généré des hausses de valeurs tant à l'actif qu'au passif.

De même, 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 valeurs tant à l'actif qu'au passif.

Les avoirs et les engagements financiers extérieurs ont donc généré des hausses de valeurs de taille similaire (autour de 9,5% pour rappel). Cela illustre davantage l'aspect d'intermédiation de la place financière du Luxembourg. Les engagements souscrits correspondent à des fonds levés à l'étranger et destinés à être réinvestis dans les actifs étrangers. Les engagements du Luxembourg sont en grande partie constitués d'un côté de titres de participation (parts d'OPC et actions des sociétés holdings tels qu'enregistrés dans les investissements de portefeuille et directs) et de l'autre côté des dépôts collectés par les banques. Les capitaux collectés par les trois acteurs précités (OPC, holdings et banques) sont réinvestis majoritairement dans des actifs étrangers. Ceci implique que les variations qui affectent les avoirs se répercutent normalement sur les engagements financiers extérieurs. Ce phénomène a

été observé notamment en 2005, les effets de valorisation des avoirs et des engagements s'étant fortement compensés, pour finir par avoir un impact très limité sur la position extérieure nette. La variation de la position extérieure nette entre 2004 et 2005, aux erreurs et omissions nettes près, tient donc essentiellement au surplus du compte courant (3,5 milliards d'euros en 2005). Le rôle des flux de balance paiements comme principale source de la variation de la position nette de 2005 s'est confirmé au niveau des principales composantes de la PEG, à savoir les investissements directs, les investissements de portefeuille et les autres investissements.

Graphique 1
Evolution des principaux cours de change (devises/EUR)

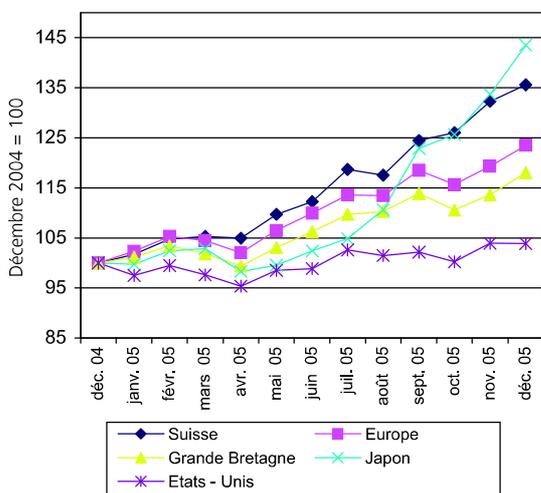


Source: Bloomberg

3 Par rapport aux quatre principales devises dans lesquelles sont libellés les avoirs et engagements financiers extérieurs du Luxembourg, entre fin 2004 et fin 2005, l'euro s'est déprécié de 13,4% par rapport au USD, de 2,8% par rapport au GBP et de 0,5% par rapport au JPY. L'euro s'est toutefois apprécié de 0,8% par rapport au CHF.

Graphique 2

Evolution des principaux cours boursiers



Source: Bloomberg

Tableau 1 Evolution des principales composantes de la position extérieure globale du Luxembourg (en milliards EUR)

Périodes	Stocks à fin 2004	Flux de balance de paiement	Variations dues aux cours de change et de bourse et autres ajustements	Stocks à fin 2005
Position extérieure nette	32,0	4,1	-1,6	34,4
Avoirs extérieurs bruts	2 445,6	486,3	232,3	3 164,2
Engagements extérieurs bruts	-2 413,6	-482,2	-233,9	-3 129,7
Investissements directs	-46,3	6,3	13,2	-26,9
Luxembourgeois à l'étranger	648,0	96,2	8,9	753,1
Etrangers au Luxembourg	-694,3	-89,9	4,3	-780,0
Investissements de portefeuille	-32,9	-40,0	-14,5	-87,4
Titres étrangers	1 186,6	214,7	159,2	1 560,5
Titres luxembourgeois	-1 219,5	-254,7	-173,7	-1 647,9
Produits dérivés	-4,9	2,5	6,4	4,0
Créances	6,4	2,7	6,2	15,4
Engagements	-11,4	-0,1	0,1	-11,4
Autres investissements	115,9	35,1	-6,4	144,5
Créances	604,3	172,8	57,9	834,9
Engagements	-488,4	-137,7	-64,3	-690,5
Avoirs de réserve	0,243	0,039	-0,033	0,237

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.

Source: BCL

Contribution du Luxembourg à la position extérieure globale de la zone euro

La position extérieure globale que transmet le Luxembourg, à l'instar des autres pays membres de la zone euro, à la BCE, est ventilée géographiquement en opérant une distinction sur la résidence de la contrepartie selon que celle-ci réside ou non au sein de la zone euro. La BCE est donc en mesure de calculer la position extérieure globale de l'ensemble de la zone euro vis-à-vis du reste du monde, essentielle pour mesurer l'impact des développements extérieurs sur l'économie de la zone.

Dans ce cadre, les compilateurs nationaux de la PEG, la BCL dans le cas du Luxembourg, sont tenus de transmettre, d'une part, les avoirs que leurs résidents détiennent dans des pays n'appartenant pas à la zone euro, d'autre part, les engagements de leurs résidents vis-à-vis de ces pays. La seule exception se situe au niveau des titres émis par des résidents, classés dans la rubrique des investissements de portefeuille -engagements-, pour lesquels la distinction entre intra et extra zone euro ne doit pas être opérée. Il est en effet impossible de suivre au cours du temps la nationalité des détenteurs de titres émis par exemple au Luxembourg. Ainsi, un agent ne résidant pas dans la zone euro et devenant propriétaire d'un titre émis dans la zone euro en fait la plupart du temps l'acquisition via un intermédiaire résident comme par exemple un dépositaire de titres. Le compilateur risque alors d'estimer à tort que le titre en question est détenu par un résident et ne peut suivre que très difficilement au cours du temps la nationalité du détenteur du titre. Pour éviter ces erreurs de classement, la BCE calcule la différence entre l'ensemble des titres émis au sein de la zone euro et la part détenue par les résidents, le résultat donnant la part des titres émis au sein de la zone et détenue par des non-résidents de la zone.

S'il n'est par conséquent pas possible de définir une contribution des pays de la zone à l'agrégat zone euro au niveau des Investissements de portefeuille -engagements-, il est en revanche intéressant de le faire au niveau des autres postes de la PEG. Ainsi, le tableau 2. montre que le stock d'investissements directs du Luxembourg vis-à-vis des non-résidents de la zone euro s'élève au 1^{er} janvier 2006 à 360 milliards d'euros, soit 14% des investissements directs réalisés par les résidents de la zone euro dans le reste du monde. Réciproquement, le reste du monde détient dans la zone euro un stock d'investissements directs de 2 306 milliards d'euros, dont 575 milliards (25%) sont investis au Luxembourg.

Le Luxembourg réalise 22% des investissements de portefeuille de la zone euro dans le reste du monde. La contribution du Luxembourg est plus significative pour les titres de participation (28%) que pour les titres de créance (17%). La place financière du Luxembourg conforte ainsi son leadership européen dans le secteur des Organismes de Placements Collectifs (OPC). En effet, ce sont surtout ces fonds d'investissement qui souscrivent aux titres de participation et aux titres de créances émis en dehors du Luxembourg, en particulier à ceux émis en dehors de la zone euro.

Le Luxembourg ne contribue en revanche qu'à la hauteur de 10% aux «autres investissements» de la zone euro, qui regroupent essentiellement les dépôts sur des comptes hors zone euro, les prêts octroyés à des agents résidant en dehors de la zone euro ainsi que les crédits commerciaux. Cependant, si les banques et OPC monétaires réalisent 6% des «autres investissements» de la zone euro, les autres secteurs, composés au Luxembourg essentiellement des OPC non monétaires, des holdings et des sociétés de participation financières, réalisent 19% des «autres investissements» de la zone euro. De nombreux groupes internationaux, financiers ou non, possèdent au Luxembourg une filiale exerçant des fonctions financières comme par exemple la gestion de la dette et de la trésorerie du groupe, si bien que le Luxembourg détient un tiers des créances des résidents de la zone euro sur le reste du monde dans la catégorie des «autres investissements».

En conclusion, on peut retenir l'apport important de la Place financière luxembourgeoise à la PEG de la zone euro, en particulier au niveau des investissements directs et des investissements de portefeuille.

Tableau 2 Contribution du Luxembourg à la Position Extérieure Globale de la zone euro

Situation au 31/12/2005	Contribution du Luxembourg	Position du Luxembourg vis-à-vis de l'extérieur de la zone euro – en milliards de EUR	Position de la zone euro vis-à-vis de l'extérieur de la zone euro – en milliards de EUR
Investissements directs à l'extérieur de la zone euro	14%	360	2,565
Investissements directs dans la zone euro	25%	575	2,306
Investissements de portefeuille à l'extérieur de la zone euro	22%	825	3,758
Titres de participation	28%	465	1,653
Titres de créance	17%	360	2,105
Autres investissements à l'extérieur de la zone euro	10%	354	3,636

Sources: BCL, BCE

2.1.3 Les investissements directs entre le Luxembourg et l'étranger

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 (ID) se subdivisent en participations au capital social, en bénéfices non rapatriés ainsi qu'en prêts intragroupes.

A la fin de l'année 2005, le stock d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger s'est établi à 753 milliards d'euros contre 780 milliards pour l'encours d'investissements étrangers au Luxembourg. La position nette débitrice s'est de ce fait réduite en atteignant 26,9 milliards d'euros à fin 2005 (contre 46 milliards à fin 2004). Cette chute s'explique pour moitié par les flux nets d'investissements réalisés au cours de l'année 2005 et pour l'autre moitié par les effets de réévaluation qui ont négativement affecté les investissements étrangers au Luxembourg.

La répartition de la position nette par secteur résident montre la prééminence des sociétés holdings dont la position nette débitrice a atteint 21 milliards à fin 2005 (contre 35,7 milliards l'année précédente). Les banques résidentes occupent la deuxième place avec une position nette négative de 20,5 milliards d'euros à fin 2005 (contre 19,8 milliards à fin 2004). Les autres secteurs, c'est-à-dire l'industrie, les sociétés d'assurance et les autres branches d'activité, dégagent en revanche une position nette créditrice de 14,7 milliards d'euros à fin 2005 contre 9,2 milliards à fin 2004.

La structure des capitaux d'investissements directs montre que la position nette négative du Luxembourg résulte avant tout de l'encours des participations au capital social. A fin 2005, les participations luxembourgeoises et les bénéficiaires réinvestis dans des filiales établies à l'étranger se sont chiffrés à 630 milliards d'euros (83,6% de l'encours d'ID à l'étranger, tous secteurs confondus), contre 682 milliards (87,4% de l'encours total) pour les participations des non-résidents à leurs filiales luxembourgeoises. Au niveau de la deuxième forme d'ID (prêts entre affiliés essentiellement), le Luxembourg affiche une position nette créditrice de 24,7 milliards d'euros, les maisons-mères et les filiales luxembourgeoises prêtant davantage de fonds qu'elles n'en reçoivent.

Tableau 3 position d'investissements directs à fin 2005⁴ (en millions EUR)

	Position nette	ID Luxembourgeois à l'étranger		ID étrangers au Luxembourg			
		Total	Capitaux propres	Autres capitaux	Total	Capitaux propres	Autres capitaux
Banques	-20,570	6,643	4,735	1,908	-27,213	-25,330	-1,883
SPEs	-21,060	709,367	597,963	111,403	-730,426	-641,064	-89,362
Autres secteurs	14,744	37,093	27,612	9,480	-22,349	-15,556	-6,793
Tous secteurs	-26,886	753,102	630,311	122,792	-779,988	-681,950	-98,038

Note: SPEs est un acronyme anglais («Special purpose entities» ou «entités financières spécialisées» en Français) correspondant, pour le cas du Luxembourg, essentiellement aux sociétés holdings et SOPARFI.

Sources: BCL/STATEC

⁴ 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.

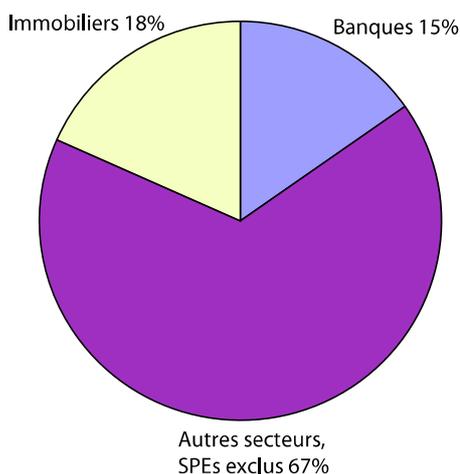
2.1.3.1 Ventilation sectorielle et géographique des ID à l'étranger

Pour rappel, l'encours total d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger s'est établi à 753 milliards d'euros à fin 2005 contre 648 milliards l'année précédente. Cette progression s'explique essentiellement par les nouveaux investissements réalisés en 2005 (96 milliards) tels que recensés par la balance des paiements. La ventilation de l'encours d'ID par secteur économique met en évidence la prépondérance des entités financières spécialisées (SPEs ou «Special Purpose Entities», voir tableau ci-dessus) constituées essentiellement des sociétés holdings et d'autres sociétés des participations financières (SOPARFI). Sur les 753 milliards d'euros d'encours d'ID à fin 2005, 709 milliards (94%) correspondent à l'encours d'ID des SPEs. Si on exclut ces entités, l'encours d'ID luxembourgeois à l'étranger chute à 43,7 milliards d'euros à la fin de 2005 dont 6,6 milliards provient du secteur bancaire, 29 milliards pour les assurances et pour les sociétés non financières et 8 milliards correspondant aux placements immobiliers de certains fonds d'investissements.

La répartition géographique des ID luxembourgeois à l'étranger indique une remontée de la part des pays «extra-zone euro» qui a atteint 48% en 2005 (soit 359 milliards d'euros sur un total de 753 milliards) alors qu'elle était légèrement inférieure auparavant. Parmi ces pays, le Royaume Uni, les centres financiers offshore, la Suisse et les Etats-Unis sont les principales destinations (voir graphique). La place particulière occupée par les centres financiers offshore est à mettre en relation avec les sociétés holdings et les SOPARFI dont les investissements dans ces pays sont motivés par des considérations souvent fiscales. D'ailleurs, si on exclut les ID des sociétés holdings et des SOPARFI, la part des pays «extra-zone euro» chute à 30,7% et les nouveaux pays membres de l'UE deviennent la première destination des ID luxembourgeois, suivis par le Royaume Uni, les Etats-unis et la Suisse, les centres offshore disparaissant carrément du classement (voir graphique). Force est de constater que les investissements à l'étranger des banques, des assurances et des sociétés non financières se concentrent dans la zone euro.

Graphique 3

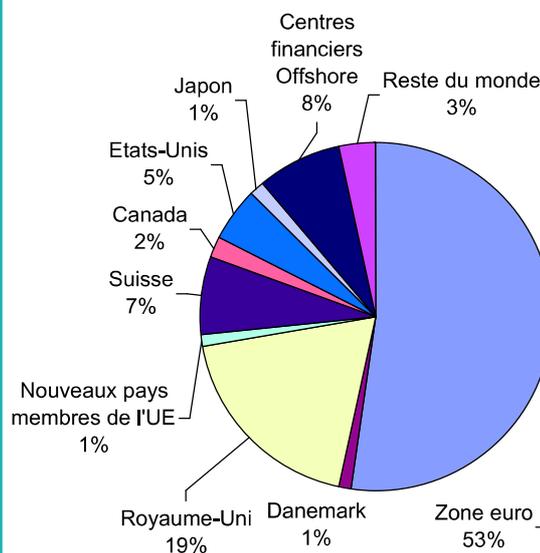
Ventilation par secteur des ID luxembourgeois à l'étranger (total 43,7 milliards EUR à l'exclusion des SPEs)



Source: BCL

Graphique 4

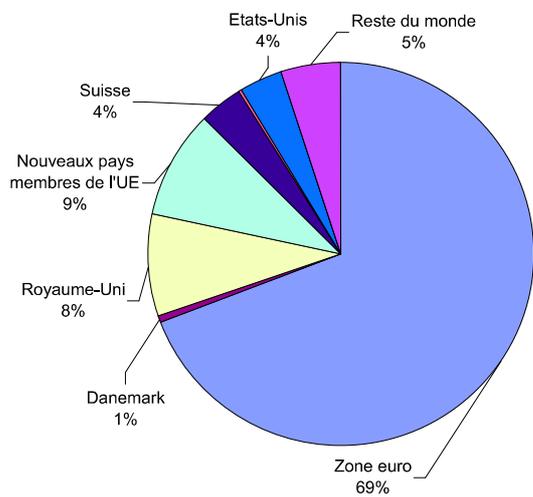
Ventilation géographique des IDE luxembourgeois à l'étranger (total: 753,1 milliards EUR, SPEs inclus)



Source: BCL

Graphique 5

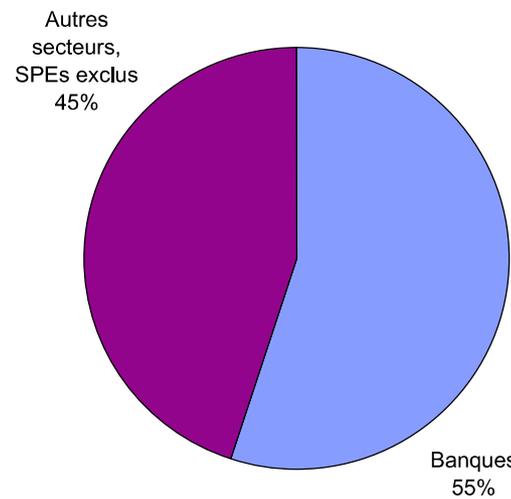
Ventilation géographique des IDE luxembourgeois à l'étranger (total de 43,7 milliards, SPEs exclus)



Source: BCL

Graphique 6

Ventilation sectorielle des ID étrangers au Luxembourg (total 49,6 milliards EUR, SPEs exclus)



Source: BCL

2.1.3.2 Ventilation sectorielle et géographique des ID étrangers au Luxembourg

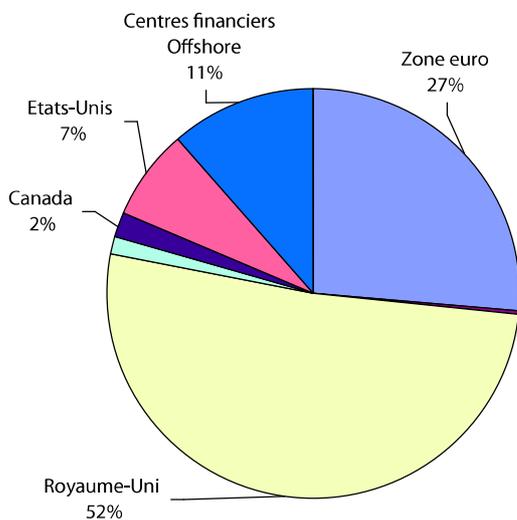
Le stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg a atteint 780 milliards d'euros à la fin de l'année 2005, soit une augmentation de 86 milliards par rapport à l'année précédente. Cette hausse s'explique essentiellement par des nouveaux flux entrants recensés en 2005, les effets de réévaluation ayant même été négatifs. La répartition sectorielle montre également une concentration de l'ID au niveau des sociétés holdings et SOPARFI dont l'encours s'est élevé à 730 milliards d'euros (93,6% du total) à fin 2005. En dehors des SPEs, l'encours d'ID ayant des effets directs notamment sur la capacité productive de l'économie et sur l'emploi, s'établit à 49,6 milliards d'euros dont 27 milliards concernent le secteur bancaire résident et le reste correspond aux investissements dans les assurances, dans l'industrie et dans les autres branches d'activité.

Les investissements directs étrangers au Luxembourg, incluant tous les secteurs résidents, proviennent à 73,7% d'entreprises établies en dehors de la zone euro. Parmi ces pays le Royaume-Uni constitue la première source d'ID au Luxembourg, suivi par les centres financiers offshore, les Etats-Unis et le Canada. Les investissements des pays précités au Luxembourg se concentrent dans les sociétés holdings et SOPARFI et seraient essentiellement motivés par des considérations fiscales. En excluant les sociétés holdings, la proportion s'inverse significativement: sur un total de 49,6 milliards d'euros du stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg, les entreprises implantées dans la zone euro réalisent près de 82%. En dehors de la zone euro, c'est la Suisse qui, avec 5,8% d'encours total hors holdings et SOPARFI, est le premier investisseur, suivi par les Etats-Unis (4%), le Royaume-Uni ne venant qu'en troisième position (3,3% voir graphique ci-dessous).

Retenons donc que les relations d'ID des banques luxembourgeoises, des assurances et des sociétés non financières sont majoritairement établies dans l'Union européenne, et plus particulièrement dans la zone euro.

Graphique 7

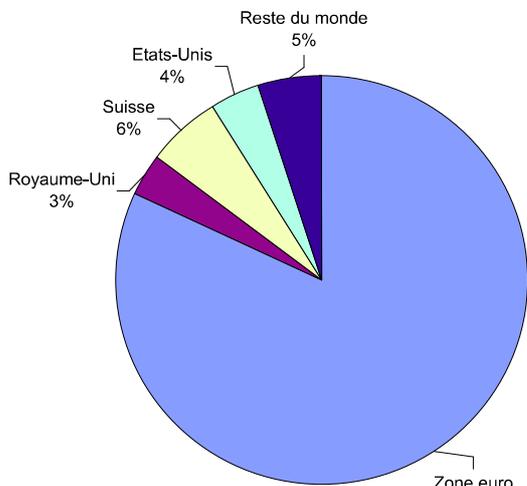
Origine des encours d'ID étrangers au Luxembourg (total: 780 milliards EUR, SPEs inclus)



Source: BCL

Graphique 8

Origine des encours d'ID étrangers au Luxembourg (total: 49,6 milliards EUR, SPEs exclus)



Source: BCL

2.1.4 La position d'investissements de portefeuille

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

En 2005, la position nette négative dans le domaine des investissements de portefeuille s'est creusée davantage pour s'établir à 87 milliards d'euros contre 33 milliards en 2004. Ce creusement s'explique par le fait que l'encours d'engagements de portefeuille a progressé davantage (428 milliards) que le stock des valeurs mobilières étrangères détenues par les résidents (374 milliards). Ce rythme de progression relativement élevée des engagements s'est vérifié tant du côté des flux (255 milliards pour les engagements contre 215 milliards pour les avoirs) que du côté des effets de valorisation (+14,2% pour les engagements contre +13,4% pour les avoirs).

La ventilation de la position nette d'investissements de portefeuille varie fortement en fonction du type d'instruments et en fonction du secteur économique. Pour les titres de participation, la position débitrice s'est fortement accentuée en passant de 586 milliards d'euros en 2004 à 755 milliards en 2005. Cette évolution est directement liée à la croissance spectaculaire des fonds d'investissements au cours de l'année 2005. Concernant les titres de dette, la position nette créditrice a aussi progressé mais à un rythme moindre (+20,6% à 667,5 milliards d'euros en 2005 contre 28,8% pour les titres de participation). La répartition sectorielle à la fin de 2005 montre, pour toutes les catégories de valeurs mobilières, une position nette positive pour les institutions financières monétaires (115 milliards), pour la BCL (3,7 milliards) ainsi que pour les administrations publiques (267 millions). La position créditrice des trois secteurs précités est en revanche fortement compensée par la position débitrice (206 milliards d'euros) des autres secteurs (OPC pour l'essentiel, voir tableau ci-dessous).

Tableau 4 Position-titres par secteur résident

	Position nette	Avoirs de portefeuille			Engagements de portefeuille		
		Total	Titres de participation	Titres de créance	Total	Titres de participation	Titres de créance
BCL	3,681	3,681	0	3,681	0	0	0
IFMs	115,021	354,129	8,934	345,195	-239,108	-159,326	-79,782
Administrations publiques	261	261	0	261	0	0	0
Autres secteurs	-206,381	1,202,429	675,872	526,557	-1,408,810	-1,280,417	-128,393
Tous secteurs	-87,418	1,560,499	684,806	875,693	-1,647,918	-1,439,743	-208,175

Sources: BCL

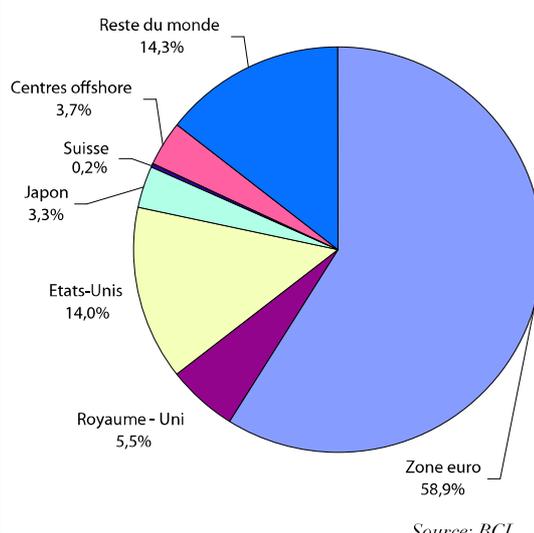
2.1.4.1 Le portefeuille d'avoirs en titres étrangers

Les avoirs des résidents en titres étrangers ont progressé de 31,5% en un an pour atteindre 1 560 milliards d'euros à la fin de 2005. L'encours d'actions, qui est évalué à 684,8 milliards à la fin de 2005, a augmenté de 216 milliards (46%) dont 100 milliards s'expliquent par des nouveaux achats réalisés en 2005 et le reste (116 milliards, soit 24,8% de l'encours de départ) correspondant aux plus values résultant des variations de change et des cours boursiers. Le stock d'obligations et titres assimilés a atteint 875,7 milliards d'euros, soit une hausse de 157 milliards (21,7%) dont 114,5 milliards d'acquisitions nettes au cours de l'année 2005 et 42,8 milliards (6%) d'effets de revalorisation. A fin 2005, le portefeuille de titres étrangers détenus par les résidents était donc composé à 50% d'obligations, 44% d'actions et 6% d'instruments du marché monétaire. Parmi les détenteurs de ces titres, la part des Institutions financières et monétaires s'est élevée à 23%, celle des autres secteurs (essentiellement les OPC non monétaires) étant de 77%.

Par ailleurs les investissements des résidents restent traditionnellement orientés vers les pays membres de la zone euro. Celle-ci absorbe 59% des placements en titres de créance et 31% pour les investissements en actions (voir graphiques). Les Etats-Unis, avec respectivement 14% des titres de créance et 20% des titres participation, constituent la deuxième destination des avoirs de portefeuille luxembourgeois. Les titres émis par le Royaume-Uni atteignent respectivement 5,5% et 10% du stock de titres de créance et des titres de participation détenus par les résidents.

Graphique 9

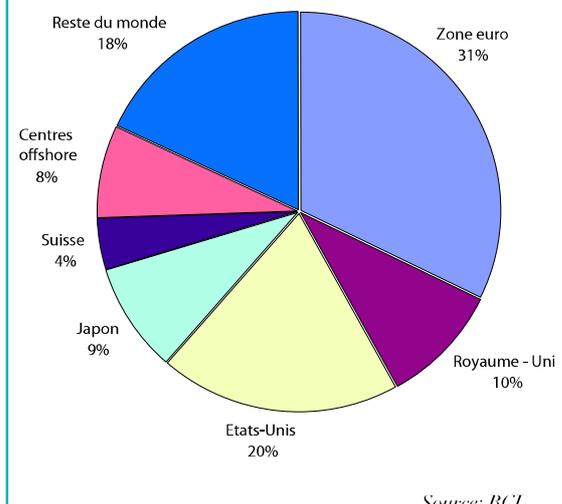
Répartition géographique des avoirs en titres de créance (total 875,7 milliards d'euros)



Source: BCL.

Graphique 10

Répartition géographique des avoirs en titres de participation (total 684,8 milliards d'euros)



(163 milliards, soit 15,5% de l'encours de fin 2004). Sur les 1 440 milliards d'euros d'engagements en titres de participation, 97,1% (soit 1 398 milliards) correspondent aux parts d'OPC.

2.1.4.2 Les engagements de portefeuille du Luxembourg⁵

A fin 2005, le stock des titres luxembourgeois détenus par les non-résidents a atteint 1 648 milliards d'euros, soit 52,7% du total des engagements extérieurs bruts du Luxembourg. Les investissements de portefeuille, tant du côté des avoirs⁶ que des engagements, occupent donc une part importante dans la position extérieure globale du Luxembourg. Les avoirs et les engagements de portefeuille du Luxembourg sont d'ailleurs très proches en valeur absolue, et cela tient à la place particulière des Organismes des placements collectifs (OPC) dans le secteur financier. L'encours de titres luxembourgeois détenus par les non-résidents est en effet composé à 87,4% de titres de participation (soit 1 440 milliards d'euros), à 11,3% d'obligations (185,5 milliards) et à 1,4% d'instruments du marché monétaire. Le stock de titres de participation détenus par les non-résidents a augmenté de 428 milliards pour atteindre 1 440 milliards d'euros fin 2005, en grande partie suite aux acquisitions nettes (255 milliards) mais aussi suite aux effets de valorisation

5 La ventilation géographique des engagements en valeurs mobilières ne sera pas abordée ici en raison des difficultés méthodologiques. Il est en effet difficile pour les statisticiens de connaître les détenteurs des titres nationaux à l'étranger. La seule source disponible reste les données «miroir», c'est-à-dire, les informations des autres pays sur leurs détentions de titres luxembourgeois. De telles données sont fournies notamment dans le cadre de l'enquête coordonnée du FMI sur les investissements de portefeuille. Les résultats de l'édition 2005 de cette enquête ne sont malheureusement pas encore publiés à la date d'arrêt de la présente analyse.

6 Le stock de titres étrangers détenus par les résidents représente 49% des avoirs extérieurs bruts du Luxembourg.

Investissements de portefeuille dans les marchés émergents

L'expression «marché émergent» ou «emerging market» en anglais a été répandue dans les années 80 par des banques d'investissements à la recherche de zones géographiques à forte croissance afin de bénéficier de rendements élevés sur des marchés financiers appelés à se développer.

Dans cet encadré, la définition des marchés boursiers émergents est celle utilisée par Morgan Stanley pour l'établissement de son index de marché. Néanmoins, en fonction des institutions et des analyses entreprises, d'autres types de définitions (et de liste de pays) peuvent être utilisés.

Actuellement, les pays suivants sont inclus dans l'index afférent:

Liste des pays émergents par région⁷

<i>AMÉRIQUE</i>	<i>ASIE</i>	<i>AFRIQUE</i>	<i>EUROPE</i>
Argentine	Chine	Égypte	Rép. Tchèque
Brésil	Inde	Afrique du Sud	Hongrie
Chili	Indonésie	Maroc	Pologne
Colombie	Israël		Russie
México	Jordanie		Turquie
Pérou	Corée du Sud		
	Malaisie		
	Pakistan		
	Philippines		
	Taiwan		
	Thaïlande		

Investissements de portefeuille du Luxembourg dans les marchés émergents

Le volume des investissements de portefeuille des pays industrialisés et des pays de la zone euro dans les pays émergents a nettement progressé au cours de la période 2001-2004 pour atteindre près de 900 milliards de USD en 2004 contre 450 milliards de USD en 2001.

Parmi les principaux investisseurs dans les marchés émergents en 2004, le Luxembourg occupe la 3^e place, avec 9,5% du volume total des titres des pays émergents détenus dans le monde, derrière les États-Unis (39%) et la Grande Bretagne (12%). Le Luxembourg se positionne donc en tête des investisseurs de la zone euro dans les pays émergents, devant notamment l'Allemagne et les Pays-Bas. (Tableau 5 – Graphique 11).

Tableau 5 Principaux pays investisseurs dans les pays émergents en 2004

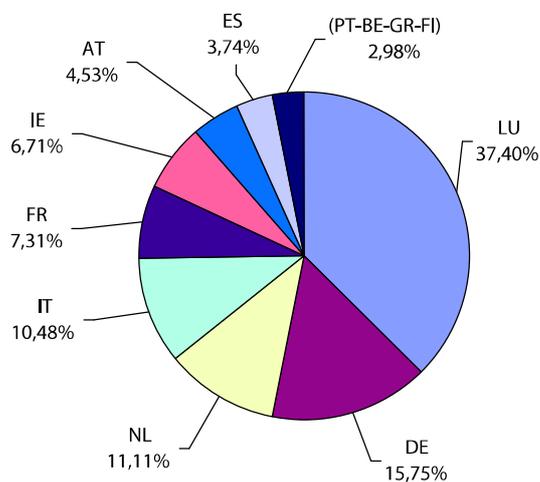
		<i>en millions USD</i>	<i>%</i>
1	États-Unis	431 972	39,04
2	Grande-Bretagne	132 770	12,00
3	Luxembourg	105 988	9,58
4	Hong Kong	52 330	4,73
5	Allemagne	44 629	4,03
6	Singapour	42 976	3,88
7	Île Maurice	31 821	2,88
8	Pays-Bas	31 495	2,85
9	Italie	29 702	2,68
10	Japon	29 197	2,64
	Autres pays	173 493	15,68
Valeur totale des investissements de portefeuille dans les pays émergents		1 106 372	100,00

Sources: FMI, BCL

⁷ Classification selon Eurostat

Graphique 11

Investissement de portefeuille de la zone euro dans les marchés émergents



Sources: FMI, BCL

Les avoirs de portefeuille du Luxembourg sont fortement concentrés sur les émetteurs en provenance des pays industrialisés et particulièrement ceux de la zone euro. La part des investissements destinés aux pays émergents est néanmoins en constante hausse (8,2% en 2005 contre 3,6% en 2001). Le volume de titres émis par ces pays et détenus par le Luxembourg a atteint plus de 150 milliards de USD en 2005 contre 30 milliards de USD en 2001 (Tableau 6).

Cette augmentation concerne notamment les investissements dans les marchés de la Corée du Sud, du Brésil ou encore des nouveaux membres de l'Union européenne comme la Pologne, la Hongrie où les investissements de portefeuille luxembourgeois ont été multipliés par six (Tableau 5). En revanche, la quote-part du Luxembourg dans les investissements sur les marchés chinois n'a pas évolué au même rythme que la croissance économique de ce pays. Le volume des titres chinois détenus par le Luxembourg était à peine 1 milliard USD, soit 3% du total en 2001 pour atteindre 6,5 milliards USD en 2005, soit un peu plus de 4%.

Tableau 6 Investissements de portefeuille du Luxembourg dans les marchés émergents

<i>en millions USD</i>	2001	2002	2003	2004	2005
Corée du Sud	3 536	5 719	9 480	13 448	20 808
Brésil	4 161	2 759	12 772	12 764	13 788
Pologne	2 075	3 270	5 491	9 852	12 938
Inde	1 473	1 364	3 878	6 570	12 531
Russie	1 716	3 310	5 970	7 130	11 719
Hongrie	1 846	3 330	6 650	10 454	11 546
Taiwan	2 626	2 812	5 793	7 399	10 879
Turquie	1 006	850	2 179	4 212	9 111
Mexique	3 251	3 075	4 376	5 943	8 100
Chine	925	1 061	3 455	3 824	6 506
Afrique du Sud	1 185	1 438	3 168	5 196	6 305
Thaïlande	621	862	2 764	2 931	4 477
Rép. Tchèque	456	653	1 168	3 099	3 874
Malaisie	987	1 366	2 120	3 778	3 695
Indonésie	308	457	1 620	2 241	2 831
Philippines	610	714	1 441	1 586	2 750
Israël	857	556	1 034	1 267	2 600
Argentine	1 081	342	1 099	1 355	2 577
Pérou	136	208	856	1 098	1 177
Egypte	150	110	133	339	941
Chili	333	226	508	720	837
Colombie	183	216	584	627	783
Maroc	123	85	202	123	200
Pakistan	43	7	4	20	57
Jordanie	11	3	2	10	53
Total dans les pays émergents	29 699	34 794	76 747	105 988	151 084
Total des investissements de portefeuille	820 614	923 399	1 333 204	1 616 314	1 840 921
Part des pays émergents par rapport au total (en pourcentage)	3,62	3,77	5,76	6,56	8,21

Sources: FMI, BCL

Les produits d'investissement de portefeuille du Luxembourg dans les pays émergents sont majoritairement des titres de participation (actions), surtout en ce qui concerne des titres émis par les pays asiatiques, notamment la Chine et l'Inde (en 2005 plus de 90% d'actions). En revanche, pour les pays d'Amérique le Luxembourg investit plutôt dans les titres de créance (obligations). A la fin de 2005, plus de 65% en moyenne du portefeuille des résidents luxembourgeois dans les pays émergents sont des actions et ce pourcentage est resté constant tout au long de la période de 2001 à 2005.

En ce qui concerne la répartition géographique, l'Asie occupe une part importante, avec près de 43% du total en 2005. Dans cette région, la Corée du Sud occupe une position de choix (plus de 20 milliards USD) suivie de l'Inde (12 milliards USD). Le faible pourcentage des pays africains – moins de 5% – s'explique par le fait qu'il y a peu de pays émergents dans cette région et que les marchés financiers n'y sont pas très développés. Quant aux titres émis par les pays émergents du continent américain, où l'organisation des marchés boursiers a déjà une longue tradition (la bourse de Rio existait dès le 19^e siècle), le Luxembourg détient plus de 27 milliards USD en 2005, trois fois davantage qu'en 2001. Les plus fortes progressions concernent les titres brésiliens (de 4 milliards USD en 2001 à 13 milliards en 2005) et mexicains (de 3 milliards en 2001 à 8 milliards en 2005). Malgré cette progression en valeur, la part de cette région est tombée à 18% en 2005 contre 31% en 2001 par rapport aux détentions totales dans les pays émergents. (Tableau 7).

Tableau 7 Investissements de portefeuille luxembourgeois par région

<i>en millions USD</i>		2001	2002	2003	2004	2005
AFRIQUE		1 457	1 633	3 503	5 658	7 446
	%	4,91	4,69	4,56	5,34	4,93
Afrique du Sud		1 185	1 438	3 168	5 196	6 305
Egypte		150	110	133	339	941
Maroc		123	85	202	123	200
AMERIQUE		9 146	6 826	20 195	22 506	27 261
	%	30,79	19,62	26,31	21,23	18,05
Brésil		4 161	2 759	12 772	12 764	13 788
Mexique		3 251	3 075	4 376	5 943	8 100
Argentine		1 081	342	1 099	1 355	2 577
Autres		652	650	1 948	2 445	2 796
ASIE		11 130	14 362	30 554	41 799	64 535
	%	37,47	41,28	39,81	39,44	42,71
Corée du Sud		3 536	5 719	9 480	13 448	20 808
Inde		1 473	1 364	3 878	6 570	12 531
Taiwan		2 626	2 812	5 793	7 399	10 879
Chine		925	1 061	3 455	3 824	6 506
Autres		2 570	3 406	7 949	10 557	13 811
EUROPE		7 967	11 973	22 496	36 024	51 842
	%	26,83	34,41	29,31	33,99	34,33
Pologne		2 075	3 270	5 491	9 852	12 938
Russie		1 716	3 310	5 970	7 130	11 719
Hongrie		1 846	3 330	6 650	10 454	11 546
Autres		2 330	2 062	4 384	8 588	15 639
Total dans les pays émergents		29 699	34 794	76 747	105 988	151 084

Source: BCL.

Investissements de portefeuille des pays industrialisés et de la zone euro dans les marchés émergents

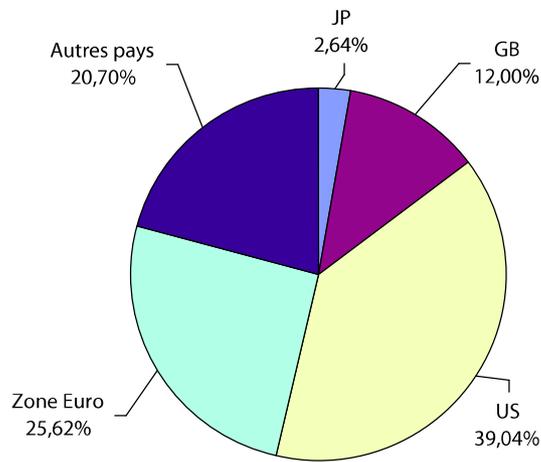
Pour la zone euro, les investissements de portefeuille dans les marchés émergents atteignent 283 milliards de USD en 2004⁸. Ce montant représente 7% du volume total des investissements de la zone euro dans le reste du monde⁹, et 25% du volume des titres émis par les pays émergents détenus dans le monde. Avec ce dernier pourcentage, la zone euro se positionne à la deuxième place, juste derrière les États-Unis en termes d'investissement de portefeuille destiné aux pays émergents (Graphique 12).

⁸ Les données sont seulement disponibles jusqu'à l'année 2004 à l'issue de l'ECIP (Enquête Coordonnée sur les Investissements de Portefeuille) organisée annuellement par le FMI.

⁹ Reste du monde : Le monde excepté les pays membres de la zone euro dans le cas des investissements de portefeuille de la zone euro.

Graphique 12

Investissements de portefeuille des pays industrialisés et de la zone euro dans les pays émergents



Sources: FMI, BCL

Une grande partie des titres détenus par la zone euro sont ceux émis par les pays tels que le Brésil, la Corée du Sud, avec respectivement 13% et 10% du volume total. Les investissements dans les nouveaux membres de l'Union européenne, principalement la Hongrie et la Pologne, ont également progressé pendant cette période pour atteindre le même niveau que la Corée du Sud en 2005 (Tableau 8).

Tableau 8 Investissements de portefeuille des principaux pays industrialisés et de la zone euro dans les pays émergents

en millions USD	INVESTISSEURS									
	Japon		Grande Bretagne		Etats-Unis		Zone Euro		(dont le Luxembourg)	
	2 001	2 004	2 001	2 004	2 001	2 004	2 001	2 004	2 001	2 004
Pays émergents	2 001	2 004	2 001	2 004						
Brésil	4 304	2 656	6 891	7 604	34 130	62 999	18 764	37 176	4 161	12 764
Hongrie	1 051	1 174	2 663	5 111	2 026	5 104	9 427	30 310	1 846	10 454
Corée du Sud	5 835	6 216	10 785	24 147	34 475	73 613	11 123	29 491	3 536	13 448
Pologne	18	2 092	3 110	7 058	3 099	5 625	5 769	29 353	2 075	9 852
Mexique	2 693	1 926	9 532	10 887	48 904	66 317	13 978	17 896	3 251	5 943
Russie	128	339	3 961	10 220	10 208	21 314	8 315	16 045	1 716	7 130
Argentine	1 934	1 757	1 385	2 472	4 713	4 827	13 579	15 324	1 081	1 355
Turquie	2 071	166	1 169	5 087	3 539	8 224	8 072	14 964	1 006	4 212
Taiwan	476	853	8 508	15 874	19 860	34 887	5 264	14 183	2 626	7 399
Afrique du Sud	1 111	1 392	3 875	9 661	7 861	24 647	3 926	13 715	1 185	5 196
Inde	198	382	2 646	6 064	7 198	23 525	3 630	12 028	1 473	6 570
Malaisie	2 538	1 322	2 389	6 700	4 258	10 690	2 379	9 187	987	3 778
Chine	1 669	4 723	2 290	6 383	3 004	12 723	2 093	9 117	925	3 824
Rép. Tchèque	23	34		1 338	481	1 876	1 435	8 664	456	3 099
Thaïlande	1 038	982	1 906	4 366	2 698	7 113	1 877	5 763	621	2 931
Philippines	1 560	1 394	1 012	1 999	4 015	5 690	1 403	4 434	610	1 586
Indonésie	158	191	705	2 156	1 841	6 987	865	3 881	308	2 241
Israël	592	1 051	960	2 874	21 233	34 315	2 165	3 602	857	1 267
Pérou	23	64	296	872	1 673	3 875	609	2 344	136	1 098
Colombie	503	253	780	670	2 760	4 455	1 360	2 084	183	627
Chili	24	216	567	772	5 948	11 598	890	1 846	333	720
Maroc	1	1	93	99	369	228	887	1 366	123	123
Egypte	7	2	133	271	603	1 152	286	590	150	339
Pakistan	14	10	39	86	180	147	49	44	43	20
Jordanie			65		98	41	76	17	11	10
Total dans les pays émergents	27 969	29 197	65 761	132 770	225 173	431 972	118 218	283 424	29 699	105 988
Total des investissements de portefeuille	1 289 754	2 009 672	1 304 044	2 109 701	2 303 603	3 764 346	2 065 279	3 940 161	820 614	1 616 314
Part des pays émergents par rapport au total (%)	2,17	1,45	5,04	6,29	9,77	11,48	5,72	7,19	3,62	6,56

Sources: FMI, BCL

En parallèle à la hausse importante du total des investissements de portefeuille, la part qu'occupent les pays émergents est en hausse, de l'ordre de 2 points de pour-cent en général, la hausse étant la plus élevée pour le Luxembourg avec 3 points de pour-cent. Seul le Japon diminue sa part des investissements de portefeuille destinés aux pays émergents (de 2,17% en 2001 à 1,45% en 2004) (Tableau 8).

On peut constater que la proximité géographique, les liens ethniques, linguistiques, les relations politico-économiques ou les éventuels régimes de double imposition entre les pays jouent un rôle important parmi d'autres facteurs liés aux risques et au rendement dans le choix des marchés. Ainsi, le Japon investit davantage dans les marchés asiatiques, notamment celui de la Corée du Sud et de la Chine. La Grande-Bretagne détient en grande partie les titres émis par l'Afrique du Sud et depuis 2004 dans les nouveaux états membres de l'Union européenne. Quant aux États-Unis, les investisseurs ont une préférence pour les pays d'Amérique et pour Israël.

Investissements de portefeuille des pays émergents dans d'autres pays émergents

En ce qui concerne les investissements de portefeuilles des pays émergents dans d'autres marchés émergents, la proximité géographique joue ici un rôle essentiel. Ainsi, la République Tchèque détient en grande partie les titres émis par deux autres nouveaux membres de l'Union européenne, à savoir la Hongrie et la Pologne; la Corée

du Sud réalise des investissements dans d'autres pays asiatiques (la Chine et la Malaisie) et le Chili investit dans d'autres pays d'Amérique latine (le Brésil et le Mexique) (Tableau 9). Pour ces trois principaux investisseurs, les avoirs en obligations sont largement majoritaires dans leur portefeuille. Le volume de ces investissements reste encore faible, avec moins de 4 milliards USD au total en 2004.

Tableau 9 Investissements de portefeuille des pays émergents dans d'autres pays émergents en 2004

<i>en millions USD</i>	<i>INVESTISSEURS EMERGENTS</i>											
	<i>République Tchèque</i>	<i>Corée du Sud</i>	<i>Chili</i>	<i>Argentine</i>	<i>Thaïlande</i>	<i>Pologne</i>	<i>Égypte</i>	<i>Hongrie</i>	<i>Philippines</i>	<i>Malaisie</i>	<i>Autres</i>	<i>Total</i>
Brésil	1	4	156	328			77	22	14	1	76	678
Hongrie	255	43	28			248					27	600
Pologne	456		17					6			21	500
Mexique		44	214	92					6		8	364
Malaisie		221	12		16			4	38		4	294
Russie	26	25	7			21	8	82	27		6	203
Corée du Sud			1	4	37		1	11	52	54	24	185
Indonésie		28			118				3	9	4	161
Chine	3	122	1	1	2			1	1	6	17	154
Argentine	1		37					1	2		103	143
Autres	3	146	29	33	127		134	60	34	34	84	684
Total	745	632	499	457	300	270	220	188	177	105	374	3 966

Source: FMI

Enfin, le développement des investissements de portefeuille dans les pays émergents, contrairement aux investissements directs à l'étranger, n'est pas en corrélation avec le rythme de croissance économique de ces pays. De plus, la performance économique ne va pas toujours de pair avec les plus-values boursières. C'est le cas de la Chine qui connaît une croissance très forte (plus de 9% en moyenne depuis cinq ans) et une des plus mauvaises performances boursières de ces dernières années.

2.1.5 Les autres investissements (dépôts et crédits)

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

La position nette des autres investissements est créditrice de 144 milliards d'euros à fin 2005, soit une hausse de 28,6 milliards par rapport à la situation de fin 2004. Cette évolution positive s'explique essentiellement par la hausse de la position créditrice des «autres secteurs» et des «autorités monétaires¹⁰», sous l'effet d'une hausse plus prononcée des dépôts à l'étranger et des crédits octroyés par les SPEs. Les IFMs résidentes ont par contre subi une baisse de 5,7% de leur position créditrice qui est passée de 46 milliards d'euros en

2004 à 43,5 milliards en 2005. L'encours des dépôts des non-résidents a en effet progressé de 12,5% (soit 412,6 milliards d'euros en 2005) contre une hausse de 10,6% (à 456 milliards d'euros) pour les crédits consentis par les mêmes IFMs aux non-résidents.

La répartition géographique des encours d'autres investissements, tous secteurs confondus, montre une forte proportion des pays membres de la zone euro d'où proviennent 50% des engagements du Luxembourg et qui absorbe 58% de dépôts et des crédits envers les non-résidents. Tout comme pour les investissements de portefeuille, le Royaume Uni et les Etats-Unis occupent respectivement la deuxième et la troisième position (voir graphique) dans la ventilation géographique du stock d'autres investissements. Enfin il convient de noter la place non négligeable des centres financiers offshores ainsi que de la Suisse dans la position «dépôts –crédits» du Luxembourg.

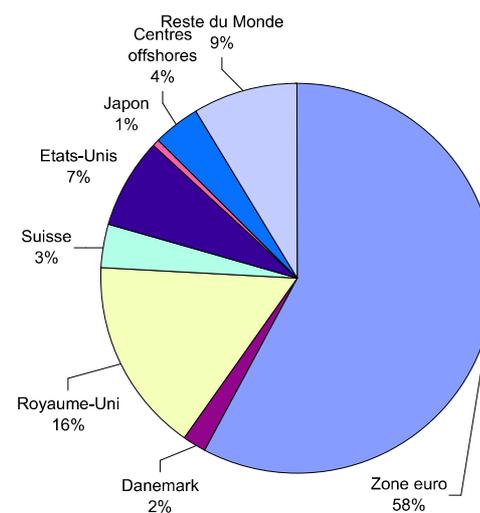
Tableau 10 *position extérieure d'autres investissements par secteur résident à fin 2005 (en millions EUR)*

	Position nette	Créances extérieures	Engagements extérieurs
BCL	7,527	7,889	-362
IFMs	43,561	456,154	-412,592
Autres secteurs	93,403	370,903	-277,500
Tous secteurs	144,491	834,945	-690,455

Source: BCL.

Graphique 13

Répartition géographique des autres avoirs (total: 835 milliards d'euros)

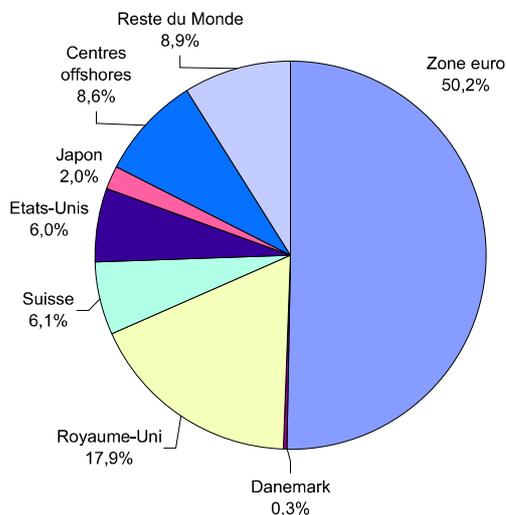


Source: BCL

¹⁰ Pour les autorités monétaires, c'est-à-dire la BCL, il s'agit exclusivement des créances intra-Eurosystème résultant de la gestion du système des paiements TARGET.

Graphique 14

Ventilation géographique des autres engagements
(total: 690 milliards d'euros)



Source: BCL

2.1.6 Conclusion

Par rapport à la situation observée à la fin de 2004, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont augmenté de 718,6 milliards d'euros (+29,4%) pour atteindre 3 164,2 milliards d'euros à fin 2005. Cette hausse est attribuée à concurrence de 486 milliards aux nouvelles transactions financières en cours d'année et à concurrence de 232,5 milliards (soit 9,5% de l'encours de 2004) aux plus-values provenant à la fois de la dépréciation de l'euro par rapport aux principales devises et de la hausse des cours boursiers internationaux. Entre fin 2004 et fin 2005, les engagements financiers extérieurs ont augmenté de 716,1 milliards d'euros (+ 29,7%) pour s'établir à 3 129,7 milliards à la fin de l'année 2005. De même, cette hausse découle en grande partie (482 milliards) des nouvelles transactions recensées dans la balance des paiements, et le reste (234 milliards d'euros, soit 9,7% de l'encours de 2004) étant dû aux fluctuations des taux de change et des prix.

La position nette du Luxembourg, c'est-à-dire l'encours d'avoirs financiers extérieurs auquel est soustrait le stock d'engagements, s'est améliorée de 2,4 milliards pour s'établir à 34,4 milliards d'euros (près de 117% du PIB) à la fin de 2005. Les effets positifs de valorisation ayant joué dans le même sens et presque dans les mêmes proportions (près de 9,5% tant à l'actif qu'au passif), ce sont les flux nets de balance de paiements qui sont à la base de la variation de la position nette du Luxembourg. Le fait de générer des hausses de

valeurs de taille similaire (autour de 9,5% pour rappel) tant pour les avoirs que pour les engagements financiers extérieurs illustre essentiellement l'aspect d'intermédiation de la place financière du Luxembourg. Les engagements du Luxembourg sont en grande partie constitués d'un côté de titres de participation (parts d'OPC et actions des sociétés holdings/SOPARFI tels qu'enregistrés dans les investissements de portefeuille et directs) et de l'autre côté des dépôts collectés par les banques. Les capitaux collectés par les trois acteurs précités (OPC, holdings/SOPARFI et banques) sont réinvestis majoritairement dans les actifs étrangers. Ceci implique normalement (mais pas toujours) que les variations qui affectent les avoirs se répercutent sur les engagements financiers extérieurs.

L'analyse a présenté à la fois la ventilation sectorielle et géographique de la position extérieure du Luxembourg au niveau de ses principales composantes, à savoir les investissements directs, les investissements de portefeuille et les autres investissements.

Au niveau des encours d'investissements directs, le secteur prépondérant demeure celui des entités financières spécialisées (sociétés holdings/SOPARFI) qui occupent 94% du stock d'investissements directs. La répartition géographique des encours d'ID change fondamentalement selon qu'on tient compte ou non de ces entités. Si on en tient compte, à côté des de la zone euro, des pays comme le Royaume-Uni, la Suisse, les centres financiers offshore et les Etats-Unis sont les principaux partenaires. En excluant ces entités, pour se focaliser notamment sur les investissements qui ont un effet direct sur la capacité productive de l'économie et sur l'emploi, les encours d'investissements directs restent dominés par la zone euro. Les poids relatifs des autres partenaires tels que le Royaume-Uni, les Etats-Unis et la Suisse se réduisent de façon significative (les centres financiers offshore disparaissent d'ailleurs du classement au profit des dix nouveaux pays membres de l'UE).

L'analyse a ensuite expliqué les volumes élevés des investissements de portefeuille par le rôle particulier des fonds d'investissements (OPC). Les engagements de portefeuille du Luxembourg sont dominés par les parts d'OPC (1 398 milliards d'euros sur un total de 1 440 milliards). Les OPC sont d'ailleurs à l'origine de la forte position débitrice du Luxembourg dans les investissements de portefeuille. La ventilation géographique, disponible uniquement au niveau des avoirs de portefeuille, indique une différence importante selon les instruments. Les investissements des résidents en titre de créance restent traditionnellement orientés vers

les pays membres de la zone euro qui absorbe 59%. Ce pourcentage descend à 31% lorsqu'il s'agit d'investissements en actions. Les Etats-Unis, avec respectivement 14% des titres de créance et 20% des titres participation, constituent la deuxième destination des avoirs de portefeuille luxembourgeois. Les titres émis par le Royaume-Uni atteignent respectivement 5,5% et 10% du stock de titres de créance et des titres de participation détenus par les résidents. Le fait que le portefeuille d'actions étrangères soit mieux diversifié géographiquement que celui des obligations témoigne, dans une certaine mesure, du niveau relativement élevé de leur risque.

Finalement, la présente note a montré le rôle des banques résidentes dans la position des crédits et des dépôts ordinaires. Cette rubrique est la seule d'ailleurs où la

position nette du Luxembourg reste positive. La position nette dans les autres investissements était créditrice de 144 milliards d'euros à fin 2005, dont 43,6 milliards pour les banques et 93 milliards pour les «autres secteurs». Ces derniers incluent bon nombre d'entités financières spécialisées (SPEs) ainsi que des OPC non monétaires. La répartition géographique des encours d'autres investissements, tous secteurs confondus, montre une forte proportion des pays membres de la zone euro d'où proviennent 50% des engagements du Luxembourg et qui absorbent 58% de dépôts et des crédits envers les non-résidents. Tout comme pour les investissements de portefeuille et pour les investissements directs, le Royaume Uni, les Etats-Unis, les financiers offshore ainsi que la Suisse occupent une place de choix dans la position «dépôts –crédits» du Luxembourg.

Publication des données de la Position extérieure globale (PEG) avec une fréquence trimestrielle

L'arrêté grand-ducal du 10 novembre 1944 modifié par la loi du 28 juin 2000 donne mission à la BCL d'établir la PEG du Luxembourg. Dans ce cadre, la BCL est tenue de se conformer aux règles édictées par la BCE et notamment à l'orientation du 16 juillet 2004 relative aux obligations concernant les statistiques de la balance des paiements et de la position extérieure globale et le cadre de diffusion des données sur les réserves de change (BCE/2004/15). Cette orientation indique en particulier que la BCL est tenue de compiler, avec une fréquence trimestrielle, une première estimation de la position extérieure globale, qui est à transmettre à la BCE trois mois après la fin du trimestre de référence.

La BCL a en conséquence développé un modèle de compilation qui permet, d'une part d'intégrer les données statistiques disponibles avec une fréquence trimestrielle, et, d'autre part, d'estimer les données manquantes. Le tableau synoptique suivant résume les sources de données existantes pour les différentes composantes de la PEG trimestrielle:

Tableau 10 Source de données pour la compilation de la PEG trimestrielle

<i>Composante</i>	<i>Sources</i>
Investissements directs	<ul style="list-style-type: none"> o Encours de fin d'année précédent le trimestre de référence auxquels sont additionnés les flux d'investissements directs rapportés par les déclarants dans le cadre du reporting balance des paiements ainsi que les transactions consignées dans le Mémorial C o Enquête trimestrielle «Crédits commerciaux» réalisée par le Statec
Investissements de portefeuille – avoirs	<ul style="list-style-type: none"> o Bilans trimestriels des établissements de crédit et des OPC monétaires o Encours trimestriels des titres détenus par les établissements de crédit pour compte de leurs clientèles
Investissements de portefeuille – engagements	<ul style="list-style-type: none"> o Valeur nette d'inventaire publiée par la CSSF o Encours des titres de créances émis par les résidents luxembourgeois à la Bourse de Luxembourg et à l'étranger o Bilans trimestriels des établissements de crédit et des déclarants directs
Produits dérivés	<ul style="list-style-type: none"> o Bilan des établissements de crédit o Addition de flux rapportés par les déclarants dans le cadre du reporting balance des paiements
Avoirs de réserves	<ul style="list-style-type: none"> o Positions rapportées par le service Comptabilité de la BCL
Autres investissements	<ul style="list-style-type: none"> o Bilans de la BCL, des établissements de crédit et des OPC monétaires o Enquête trimestrielle «Crédits commerciaux» réalisée par le Statec o Encours de fin d'année précédent le trimestre de référence auxquels sont additionnés les flux pour les secteurs résiduels

Source: BCL

Lors de la production des données de la PEG annuelle, la BCL procède à une révision des 4 trimestres de l'année concernée.

Les données trimestrielles de la position extérieure globale sont dorénavant disponibles sur le site internet de la BCL (www.bcl.lu). Les données trimestrielles sont publiées 3 mois après la fin du trimestre de référence. Comme par le passé, les données annuelles sont publiées 9 mois après la fin de la période correspondante.