



## 1 LA POSITION EXTÉRIÈRE GLOBALE DU LUXEMBOURG<sup>1</sup>

### 1.1 INTRODUCTION

La position extérieure globale reprend l'encours des avoirs et des engagements financiers extérieurs d'un pays. Elle se compose des créances et des engagements à l'égard des non-résidents, de l'or monétaire et des droits de tirage spéciaux. La position extérieure globale présente ainsi les mêmes caractéristiques que la valeur nette du patrimoine d'une économie à la différence près que la position ne prend pas en compte les avoirs non financiers détenus par les résidents de l'économie en question. La position extérieure nette est la différence entre les avoirs et les engagements financiers extérieurs.

Il existe une relation étroite entre le compte des opérations financières et la position extérieure globale. En effet, les transactions du compte des opérations financières permettent de relier la position de début de période à celle de fin de période. Les variations de la position qui ne sont pas explicables par les transactions sont imputables aux variations des taux de change et des prix d'évaluation des instruments financiers ainsi qu'aux reclassifications d'actifs. Les fluctuations, parfois importantes, de la position extérieure nette s'expliquent ainsi par l'effet conjugué des transactions et des variations induites.

La position extérieure globale du Luxembourg présente le profil classique d'une économie incluant un centre financier majeur dont l'activité principale consiste en l'intermédiation financière. De ce fait, les avoirs extérieurs et les passifs extérieurs atteignent des niveaux importants (notamment si on les compare au produit intérieur brut, PIB), mais se compensent en majeure partie. La position extérieure nette, dont le niveau est marginal par rapport aux totaux des actifs et passifs, reste néanmoins conséquente si elle est rapportée au PIB, et peut fluctuer massivement d'une période à une autre en raison des importants effets de valorisation susceptibles d'agir sur les avoirs et les engagements extérieurs.

Ainsi, après avoir atteint au 1<sup>er</sup> trimestre son plus bas niveau depuis fin 2004, la position extérieure nette progresse tout au long de l'année 2009 pour retrouver le niveau de fin 2008. Sur la même période, les avoirs et les engagements financiers augmentent de quelque 11 % pour atteindre respectivement 4 473,5 milliards d'euros et 4 442 milliards d'euros.

Cet accroissement des avoirs est lié notamment à une nette progression des investissements directs luxembourgeois à l'étranger (+17%), le déficit global se réduisant de manière significative, de près de la moitié, à -14,8 milliards d'euros. Le redressement des cours boursiers, qui ont touché début 2009 leur plus bas niveau depuis 2003, contribue également largement à la forte progression des avoirs financiers (+22%).

Après l'introduction de nouvelles données issues de tableaux prudentiels trimestriels (secteur des Institutions Financières Monétaires), tant au niveau des créances que des engagements, les produits dérivés dégagent un excédent de 8,9 milliards d'euros, en très nette progression. Les autres investissements qui produisent traditionnellement un surplus présentent un solde en recul de 4,6 %; quant aux avoirs de réserves détenus par la Banque centrale du Luxembourg, leur volume double quasiment. Cette hausse s'explique principalement par le fait que le Luxembourg s'est vu allouer, courant 2009, un total de DTS 229,7 millions, dont DTS 206,9 millions sous l'allocation générale et DTS 22,8 millions sous l'allocation spéciale, dite du quatrième amendement.

Si les données annuelles indiquent une relative stabilité du patrimoine net, les résultats des estimations trimestrielles mettent en évidence l'impact négatif considérable de la crise financière. L'amélioration constatée au courant de l'année 2009 est très progressive comparée à la très rapide dégradation enregistrée entre le 2<sup>ème</sup> trimestre 2008 et le 1<sup>er</sup> trimestre 2009. La position extérieure nette du Luxembourg, qui

<sup>1</sup> Note rédigée par Nathalie Lehmann et Germain Stammel, encadré rédigé par Tom Bergh

représentait encore 35,7 milliards d'euros fin 2007 (95% du PIB), s'est érodée à 31,1 milliards d'euros fin 2008 (75% du PIB). Tout en se maintenant au même niveau, soit à 31,5 milliards d'euros fin 2009, elle parvient à progresser en part relative du PIB pour atteindre 83% (compte tenu du fait qu'en raison de la récession, le PIB luxembourgeois a régressé de quelque 3,7% au cours de l'exercice 2009).

La présente note analyse tout d'abord les évolutions récentes de la position extérieure du Luxembourg, dans un environnement financier convalescent, en montrant l'ampleur des facteurs (flux financiers et effets de valorisation) qui sont à la base de ces développements. L'analyse présente ensuite la structure de la position extérieure, selon ses trois principales composantes, à savoir les investissements directs, les investissements de portefeuille et les autres investissements. La situation particulière des organismes de placement collectifs y sera mise en évidence.

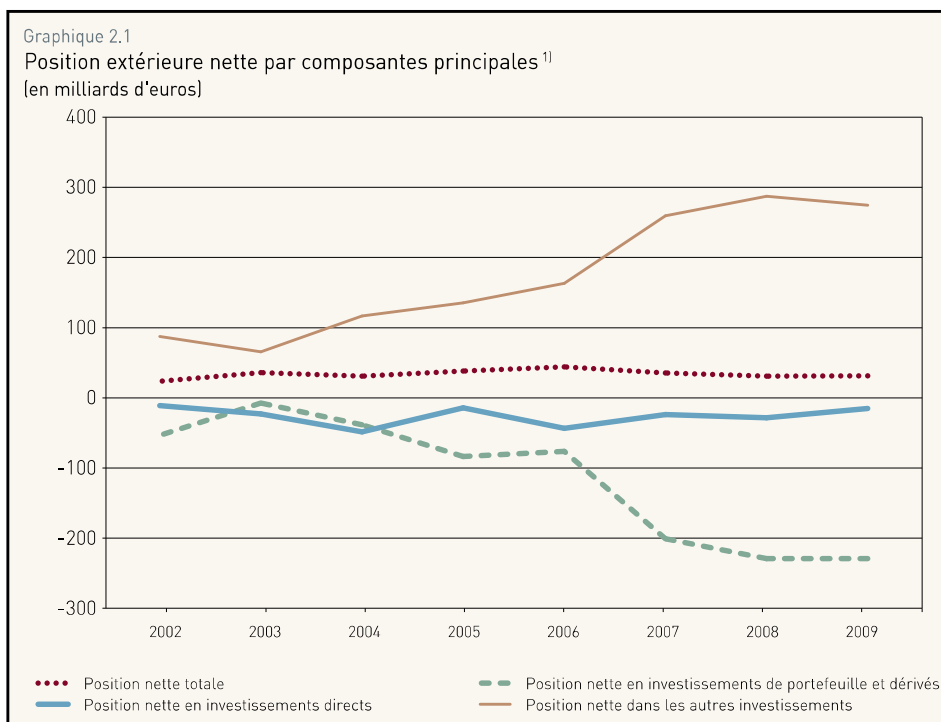
## 1.2 LA POSITION NETTE PAR CATÉGORIE D'ACTIFS : VUE D'ENSEMBLE

Dans les différentes composantes de la position extérieure, l'amélioration du solde des investissements directs associée à la progression des produits dérivés permet de globalement compenser la détérioration des investissements de portefeuille et le repli des autres investissements.

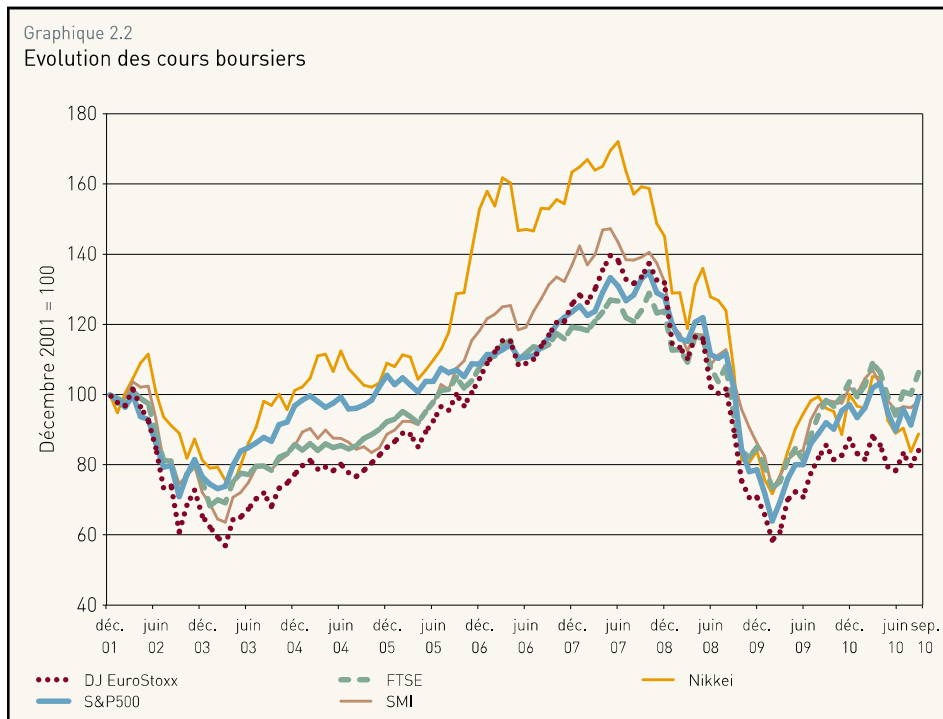
Le traditionnel déficit de la position nette en investissements directs se réduit considérablement (+13,3 milliards) pour atteindre -14,8 milliards d'euros fin 2009. Le solde positif des flux (+19,8 milliards), affecté dans une moindre mesure par un effet de valorisation négatif (-6,4 milliards), explique cette nette amélioration.

Du côté des produits dérivés, bien que fortement contractés par des variations de marché négatives, l'augmentation significative du volume des créances (+7,9 milliards d'euros) permet de dégager un excédent de 8,9 milliards d'euros.

Les investissements de portefeuille affichent une position nette débitrice de 237,4 milliards d'euros fin 2009, en recul de 9,7 milliards par rapport à fin 2008. La position nette perd un quart de sa valeur uniquement du fait des effets de valorisation qui pèsent pour 60 milliards d'euros, compensés partiellement par un effet flux positif de 50 milliards. La reprise des investissements s'est avérée malgré tout dynamique; le volume des avoirs et des engagements progresse effectivement de respectivement 22% et 20%, en raison des ventes nettes de parts d'OPC luxembourgeois (en forte croissance par rapport à 2008), des investissements consécutifs aux fonds collectés par les OPC dans les portefeuilles de titres, ainsi que des effets de valorisation positifs consécutifs à la reprise des marchés.



Graphique 2.2  
Evolution des cours boursiers



Sources : Bloomberg, calculs BCL

Les autres investissements (dépôts et crédits classiques) enregistrent une position nette créditrice de 274,4 milliards d'euros fin 2009, en baisse de 13,1 milliards sur un an. Les avoirs nets des institutions financières monétaires (à l'exclusion de la BCL) sont en repli de 50 milliards tandis que les autres secteurs sont en progression de 26 milliards.

Tableau 2.1 :

Evolution de la position extérieure globale du Luxembourg entre fin 2008 et fin 2009 (en milliards EUR)

	Stocks à fin 2008 <sup>1)</sup>	Flux de balance de paiement <sup>2)</sup>	Variations dues aux cours de change et de bourse et autres ajustements <sup>2)</sup>	Stocks à fin 2009 <sup>1)</sup>
<b>Position extérieure nette</b>	<b>31,1</b>	<b>2,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>31,5</b>
Avoirs extérieurs bruts	4 041,6	227,2	204,7	4 473,5
Engagements extérieurs bruts	-4 010,5	-224,9	-206,6	-4 442,0
<b>Investissements directs</b>	<b>-28,2</b>	<b>19,8</b>	<b>-6,4</b>	<b>-14,8</b>
Luxembourgeois à l'étranger	1 079,0	160,0	25,0	1 264,0
Etrangers au Luxembourg	-1 107,1	-140	-31,4	-1 278,8
<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>-227,7</b>	<b>50,0</b>	<b>-59,8</b>	<b>-237,4</b>
Titres étrangers	1 533,6	167,3	168,8	1 869,7
Titres luxembourgeois	-1 761,3	-117,3	-228,5	-2 107,1
<b>Produits dérivés</b>	<b>-0,8</b>	<b>8,6</b>	<b>1,1</b>	<b>8,9</b>
Créances	56,7	7,9	-21,8	42,8
Engagements	-57,4	0,6	22,9	-33,9
<b>Autres investissements</b>	<b>287,5</b>	<b>-76,2</b>	<b>63,0</b>	<b>274,4</b>
Créances	1 372,1	-108,2	32,5	1 296,5
Engagements	-1 084,6	32,0	30,5	-1 022,1
<b>Avoirs de réserve</b>	<b>0,287</b>	<b>0,064</b>	<b>0,212</b>	<b>0,563</b>

Sources : BCL/Statec, calculs BCL

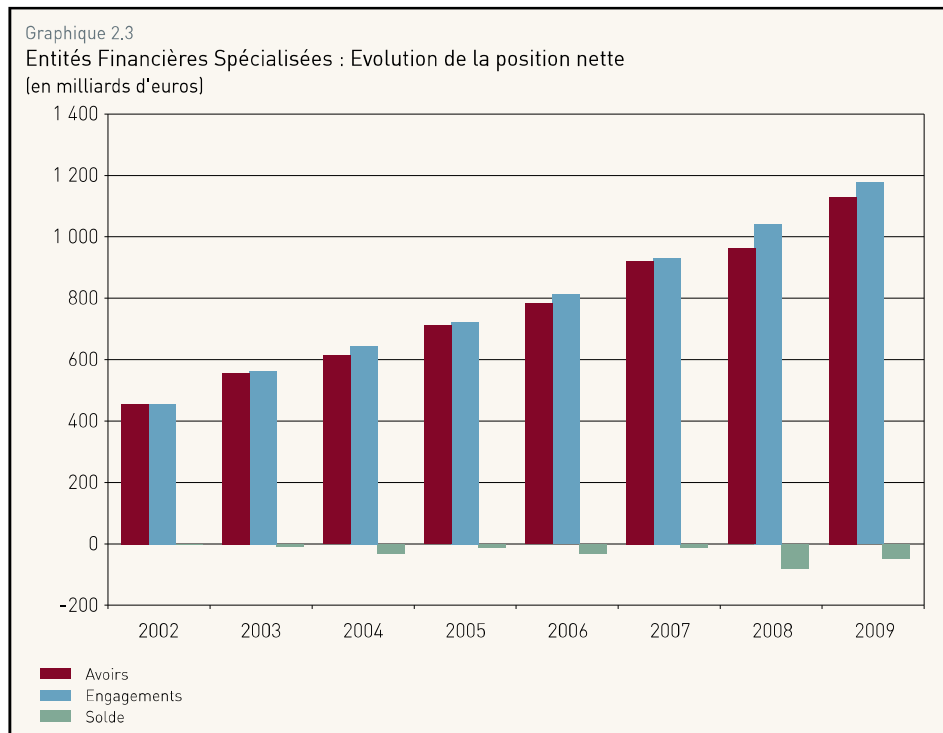
1) Pour les stocks, un signe négatif représente un engagement et un signe positif une créance;

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

### 1.3 LA POSITION D'INVESTISSEMENTS DIRECTS

La position nette en investissements directs, traditionnellement débitrice, termine l'année 2009 à -14,8 milliards d'euros. Ce déficit s'est considérablement réduit par rapport au déficit de l'année précédente qui avait atteint -28,2 milliards d'euros. Au niveau des sous-rubriques, on constate un retournement complet de situation. La très nette dégradation de l'encours en capitaux propres, passé d'une position créditrice à fin 2008 (+12,8 milliards d'euros) à une position très nettement débitrice (-65,5 milliards d'euros) à fin 2009, est partiellement compensée par la remarquable progression de la position sur prêts intra-groupes (-41 milliards à fin 2008 contre +50 milliards à fin 2009).

En détaillant les volumes par secteur résident, il convient de souligner le poids prépondérant que représente l'activité d'une catégorie spécifique, celle des Entités Financières Spécialisées (EFS en sigle, traduit en anglais par Special Purpose Entities). Ces entités regroupent diverses catégories de sociétés financières non-bancaires telles que les sociétés de participation financière et les auxiliaires. Le dynamisme de ce secteur et la nature même de cette activité, basée essentiellement sur le financement intra-groupe et l'intermédiation, sont à l'origine d'un gonflement des flux. Par contre, le solde généré par ce secteur est négligeable par rapport aux montants engagés (de l'ordre de 2% en 2009). D'autres pays, sièges de centres financiers importants, présentent cette particularité.



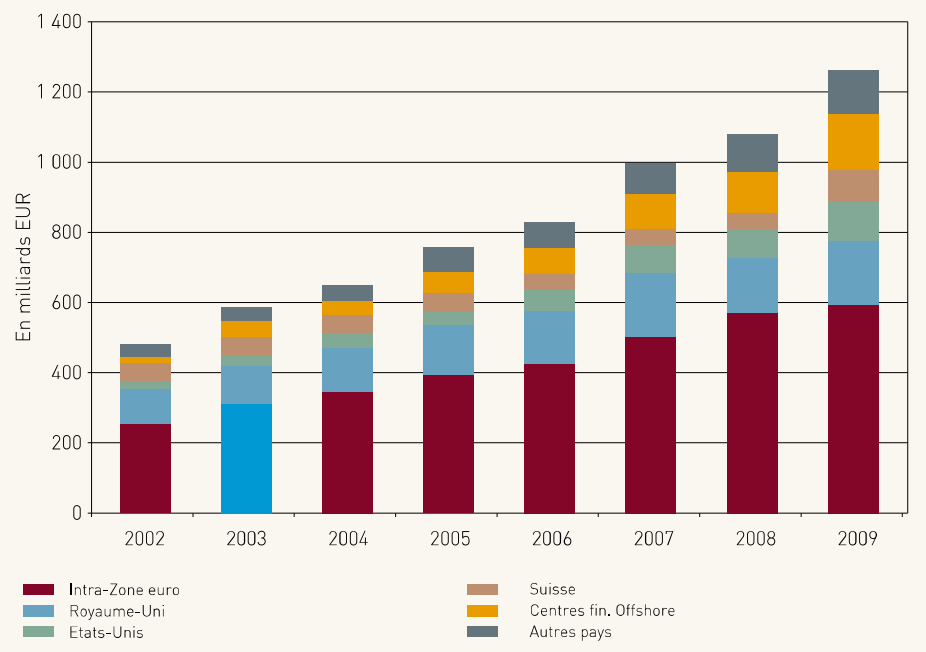
#### 1.3.1 L'encours d'investissements directs du Luxembourg à l'étranger

L'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger s'établit à 1 264 milliards d'euros fin 2009, enregistrant une forte augmentation par rapport à l'année précédente (+17%). Les flux des nouveaux investissements réalisés en 2009 (160 milliards) sont encore renforcés par un effet positif de valorisation s'élevant à 25 milliards d'euros.

Parmi les composantes du stock d'investissements directs à l'étranger, les capitaux propres qui se chiffrent à 1 015 milliards d'euros fin 2009 devançant toujours largement les autres opérations pour atteindre 80% de l'encours total, proportionnellement en léger recul par rapport à 2008 (82%).

Les encours relatifs aux EFS représentent 1 131 milliards d'euros fin 2009, soit 90% du stock total, en progression de 18% par rapport à l'année précédente (962 milliards). Le secteur bancaire et les autres secteurs viennent compléter l'encours total à hauteur de respectivement 11 et 122 milliards d'euros.

Graphique 2.4  
Ventilation géographique de l'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger



Sources : BCL/Statec

La répartition par pays de destination des encours d'investissements directs luxembourgeois confirme le recul continu, par rapport au total, des encours d'investissements vers la zone euro pour s'établir à 47% fin 2009, le plus bas niveau jamais atteint depuis 2002. Cette contraction relative profite évidemment aux pays «extra-zone euro»; la progression étant la plus forte pour la Suisse (de 4% fin 2008 à 7% fin 2009) et les Centres financiers offshore (de 11 à 13%). La part des encours investis au Royaume-Uni, également en baisse constante depuis 2002, se stabilise à 14%, tandis que les Etats-Unis, en progression régulière depuis 2002, gagnent un point à 9%. En valeur absolue, les pays de la zone euro, principale destination des investissements directs luxembourgeois progressent encore (pour un total

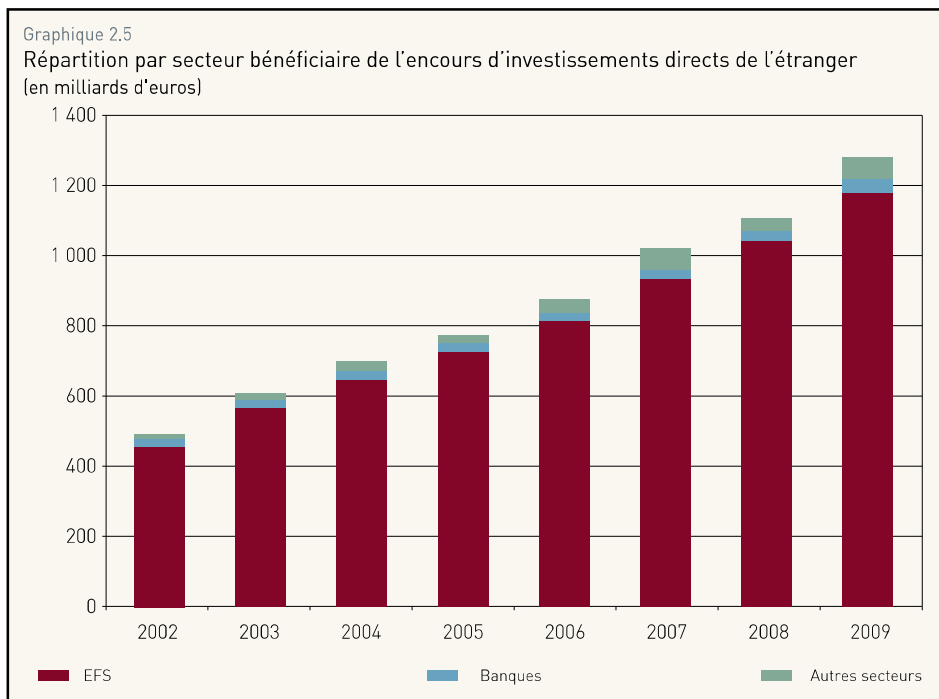
de 593 milliards d'euros), suivis par le Royaume-Uni (182 milliards) et les Centres financiers offshore (160 milliards); le poids de ces derniers étant une conséquence directe de l'activité des EFS, soit l'optimisation fiscale, et de la structure même des groupes auxquels elles appartiennent. En excluant les EFS, les volumes se compriment de manière significative pour atteindre 133,3 milliards d'euros, dont 80 milliards destinés à la zone euro. Hors zone euro, les Etats-Unis occupent la première place avec 8,5 milliards d'euros, devant le Brésil (4,28 milliards) et le Royaume-Uni (4,276 milliards).

### 1.3.2 L'encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg

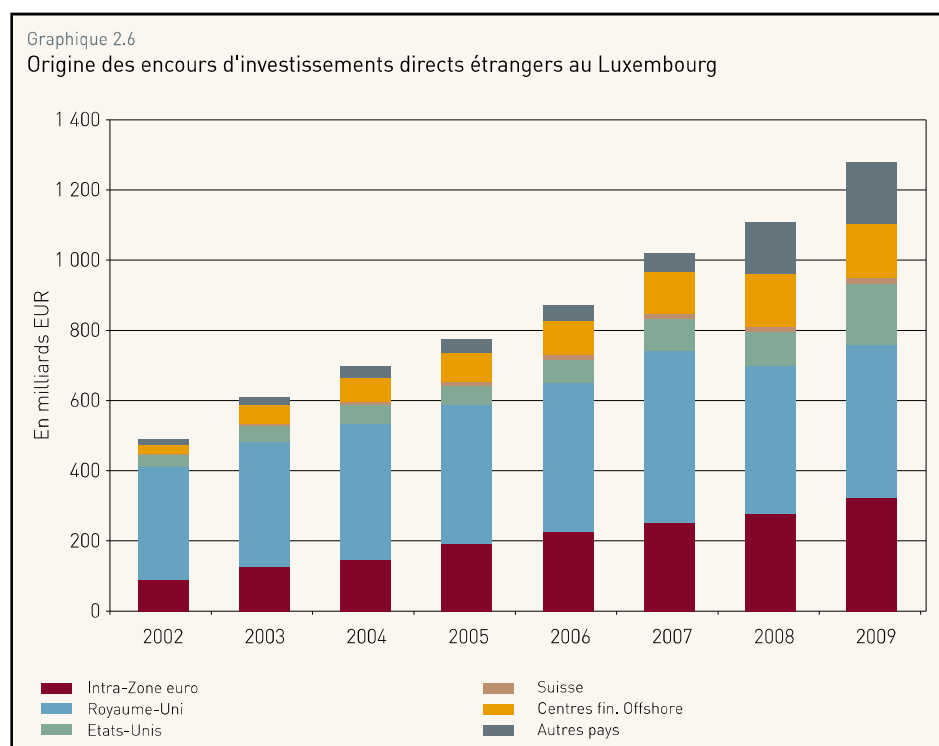
L'encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg s'établit à 1 279 milliards d'euros fin 2009 contre 1 107 milliards l'année précédente. Cette hausse de 15,5% est le résultat conjoint des nouveaux flux entrants (140 milliards) recensés en 2009 ainsi que d'une évolution favorable des marchés boursiers (réévaluation positive de 31,4 milliards). Tout comme pour les encours du Luxembourg à l'étranger, les investissements au Luxembourg se concentrent sur le secteur des EFS pour un volume atteignant 1 176 milliards d'euros fin 2009. Le montant résiduel se répartit entre le secteur bancaire pour 39,9 milliards et les autres secteurs pour 63 milliards.

Fin 2009, la répartition zone euro/ hors zone euro reste inchangée par rapport à fin 2008: 25% des encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg proviennent d'entreprises établies dans la zone euro et 75% de non-résidents de la zone euro. Si le Royaume-Uni demeure le principal investisseur avec 433 milliards d'euros d'encours, sa part recule de 4 points pour représenter 34% du total. Les investissements en provenance des Etats-Unis progressent fortement pour passer de 9 à 14% du total des encours. Ainsi, les Etats-Unis prennent la 2<sup>ème</sup> place des investisseurs hors zone euro devant les Centres financiers offshore [2<sup>ème</sup> en 2008], ces derniers reculant de 2 points pour représenter 12% des encours à fin 2009. La Suisse, avec 1% des encours, part stable par rapport à l'année précédente, reste une source sporadique. Comme pour les avoirs, le volume des engagements atteint un tout autre niveau en excluant les EFS. Sur les 103 milliards investis au Luxembourg, 37 milliards proviennent d'entreprises

de la zone euro, soit 36 % des encours, niveau en légère progression par rapport à fin 2008. En dehors de la zone euro, le Royaume-Uni reste le premier pays investisseur malgré un recul sensible (sa part passe de 13 % fin 2008 à 11 % fin 2009, soit 11,7 milliards), suivi par les Etats-Unis (8,8 % soit 9,1 milliards) et, de manière marginale, la Suisse (1,5 %).



Sources : BCL/STATEC



Sources : BCL/Statec

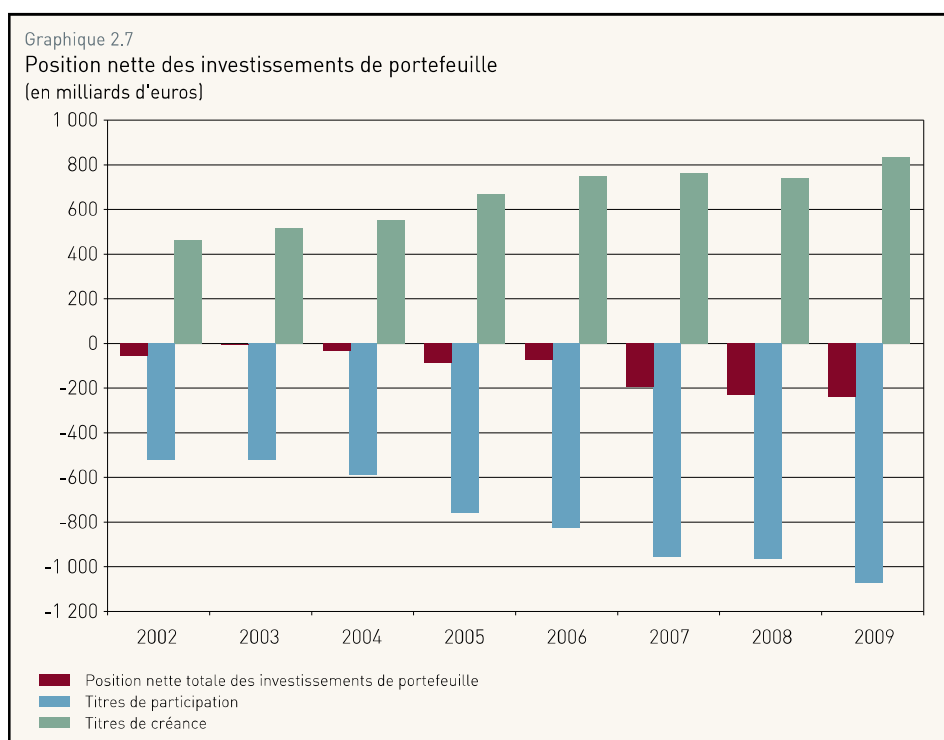
#### 1.4 LA POSITION D'INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE

La position nette dans les valeurs mobilières, négative depuis 2002, se dégrade encore en 2009 pour atteindre un déficit de 237 milliards d'euros, contre 228 milliards fin 2008 et 193 milliards fin 2007, le mouvement s'étant accéléré ces trois dernières années. En 2009, les effets négatifs de valorisation et de révision (-59,8 milliards d'euros) surpassent le solde positif des flux de balance des paiements (+50 milliards).

Après une année 2008 de forte incertitude liée à la crise financière, les investissements de portefeuille amorcent une reprise en 2009. Les investisseurs résidents augmentent leur position en titres étrangers de 167,3 milliards d'euros tandis que les titres luxembourgeois attirent les capitaux étrangers, en hausse de 117,3 milliards. Les effets de valorisation marquent davantage les titres luxembourgeois qu'étrangers (respectivement +228,5 et +168,8 milliards d'euros) et effacent la prédominance des nouveaux avoirs sur les nouveaux engagements.

Ce phénomène particulier est inhérent au secteur des OPC. En effet, les fonds collectés via l'émission de parts d'OPC (et dont la quasi-totalité est détenue par des non-résidents luxembourgeois) sont investis à environ 80% dans des titres de participation et de créance, le reste étant notamment placé à l'étranger sous forme de dépôts bancaires, d'actifs non financiers ou de produits dérivés. Ainsi, dans les périodes de fortes souscriptions, le solde net des investissements de portefeuille se détériore de manière mécanique. Cet effet est encore plus important sur la position nette en titres de participation.

Concernant les revalorisations, l'effet change produit un impact très modéré, à savoir +0,10% sur les avoirs et -0,6% sur les engagements. Entre fin décembre 2008 et fin décembre 2009, les cours des principales devises dans lesquelles sont libellés les avoirs et les engagements financiers du Luxembourg varient relativement peu : l'euro s'apprécie de 3,5% par rapport au USD, 5,6% par rapport au JPY ; il se déprécie par contre face au GBP de 6,8% et d'à peine 0,1% face au CHF. L'essentiel des revalorisations provient donc des variations dues aux cours de bourse.



Source : BCL

La position nette se détériore de quelque 60 milliards d'euros (hors flux) dans un contexte de hausse des marchés financiers. Ceci est le résultat d'un écart entre revalorisation des avoirs (+10%) et revalorisation des engagements (+13%). La progression plus rapide de ces derniers creuse l'écart avec la position en actifs et ce, malgré un dynamisme des transactions plus marqué du côté des avoirs (flux d'investissements sortants supérieurs aux flux entrants).

### 1.4.1 La détention par des résidents de titres de portefeuille étrangers

Le portefeuille de titres étrangers détenus par des résidents atteint 1 870 milliards d'euros fin 2009 contre 1 534 milliards à la fin de 2008. Cette progression de l'ordre de 22 % est le résultat à part égale des achats nets (167 milliards) et des effets de valorisation positifs (169 milliards). Le redressement des marchés boursiers impacte l'allocation du portefeuille des investisseurs résidents avec des stocks de titres de participations en progression de +38 % (les achats nets ne représentent qu'1/3 de cette augmentation, les 2/3 provenant des effets prix). La part d'actions s'élève à 39 %, récupérant presque 5 points par rapport à la situation en fin d'année précédente, signe que l'aversion au risque des investisseurs a reculé. Le portefeuille est complété avec 47 % d'obligations long terme et 14 % d'instruments du marché monétaire.

Tableau 2.2 :

Evolution des investissements de portefeuille : Titres étrangers détenus par des résidents luxembourgeois (en milliards EUR)

	Stocks à fin 2008 <sup>1)</sup>	Transactions (en euros) <sup>2)</sup>	Effet prix (en euros) <sup>2)</sup>	Effet change (en euros) <sup>2)</sup>	Effets exprimés en % par rapport aux stocks de début de période			Stocks à fin 2009 <sup>1)</sup>
					Transactions	Prix	Change	
<b>Total Encours</b>	<b>1 533,6</b>	<b>167,3</b>	<b>167,2</b>	<b>1,6</b>	<b>10,91%</b>	<b>10,90%</b>	<b>0,10%</b>	<b>1 869,7</b>
<b>Titres de participation étrangers</b>	<b>530,0</b>	<b>61,2</b>	<b>132,8</b>	<b>5,3</b>	<b>11,54%</b>	<b>25,05%</b>	<b>0,99%</b>	<b>729,2</b>
<b>Titres de créance étrangers</b>	<b>1 003,6</b>	<b>106,1</b>	<b>34,4</b>	<b>-3,7</b>	<b>10,58%</b>	<b>3,43%</b>	<b>-0,37%</b>	<b>1 140,5</b>
long terme	775,7	44,9	57,4	-0,6	5,79%	7,40%	-0,08%	877,4
court terme	227,9	61	-23,0	-3,0	26,86%	-10,09%	-1,33%	263,1

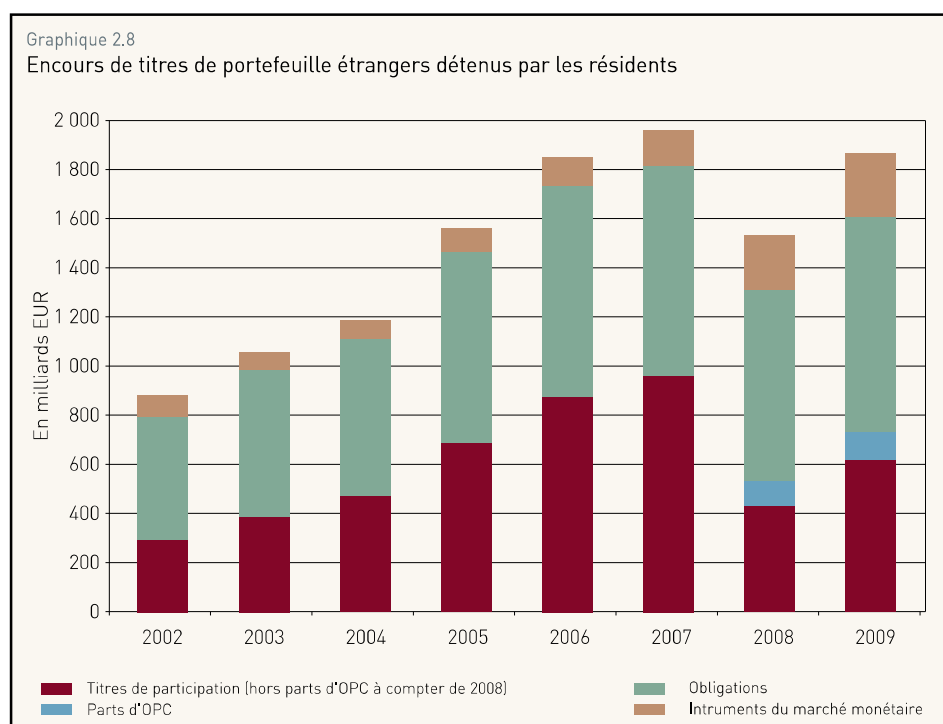
Source : BCL/Statec, calculs BCL

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

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

Le stock de titres de créance (obligations et instruments du marché monétaire) atteint 1 140 milliards d'euros fin 2009, en augmentation de 14 % (106 milliards d'euros) par rapport au niveau de 2008 ; cette croissance s'explique principalement par de nouveaux achats, les effets prix et change étant moindres. L'encours d'obligations étrangères atteint 877 milliards d'euros, en hausse de 13 %, progressant moins vite que l'encours d'instruments du marché monétaire s'élevant à 263 milliards, en hausse de 15 % (malgré un effet de valorisation négatif). Ces derniers enregistrent malgré tout 61 milliards de nouveaux achats.

La tête du classement des destinations des investissements luxembourgeois demeure inchangée par rapport à l'année précédente. On retrouve en première position la zone euro avec 47 % du portefeuille global (principalement Allemagne, France et Italie), en recul de 2 points par rapport à



Source : BCL



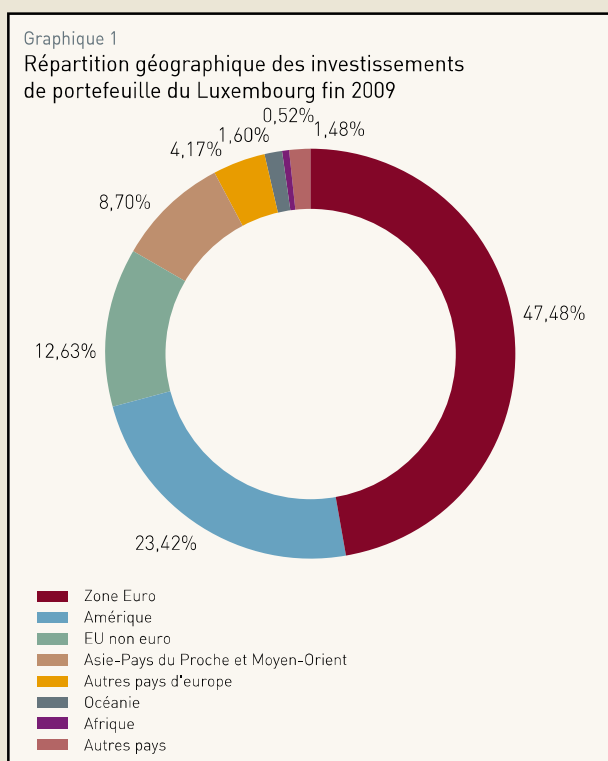
l'année précédente, puis les Etats-Unis (16 % pour un total de 301 milliards d'euros) et le Royaume-Uni (8 %, soit 155 milliards d'euros). Les pays émergents se distinguent par une forte croissance ; la zone BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine) affichant une progression de 138 %<sup>2</sup>.

2 L'encadré «Ventilation géographique des avoirs de portefeuille» fournit de plus amples détails.

Encadré 2.1 :

## RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE DU LUXEMBOURG

### LES AVOIRS



Source : BCL

Le stock total des investissements de portefeuille du Luxembourg vis-à-vis de l'étranger est estimé à 1 870 milliards d'euros à fin 2009 (1 533 milliards d'euros en 2008), dont 39 % sont des titres de participation (35 % en 2008) et 61 % sont des titres de créance (65 % en 2008)<sup>1</sup>.

Bien que ces investissements soient répartis dans un grand nombre de pays<sup>2</sup>, une forte concentration d'actifs est observée dans les pays industrialisés, notamment dans la zone euro. En effet, près de la moitié (47 %) des titres qui constituent le portefeuille du Luxembourg sont des titres émis par les pays de la zone euro. Parmi ces titres, 27 % sont des titres de participation (24 % en 2008) et 73 % sont des titres de créance (76 % en 2008).

Au sein de la zone euro, l'Allemagne, la France et l'Italie constituent les principaux pays d'investissement pour le Luxembourg. Ainsi les titres d'émetteurs allemands détenus par le Luxembourg s'élèvent à 250 milliards d'euros et représentent 28 % des investissements luxembourgeois dans la zone euro (Tableau 1).

À l'instar des années précédentes, les deux principales destinations des investissements luxembourgeois en 2009, en dehors de la zone euro, sont les États-Unis et le Royaume-

Uni. En tenant compte de la variation du taux de change du dollar américain par rapport à l'euro ainsi que des évolutions des marchés, la part détenue en titres américains s'est appréciée de près de 17 %. Elle est estimée à 301 milliards d'euros, dont 39 % sont des actions et 61 % des obligations. A noter que les obligations américaines sont devenues majoritaires dans le portefeuille luxembourgeois pour la première fois depuis 2003 (et depuis 2004 en ce qui concerne des titres émis par le Royaume-Uni).

1 Les détails des données sont disponibles sur le site Internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://www.bcl.lu)) : Tableau 9.3 «Position extérieure globale du Luxembourg : Investissements de portefeuille par type d'instruments»

2 Voir tableau 9.6 sur le site Internet de la BCL «Ventilation géographique détaillée des avoirs de portefeuille détenus par les résidents luxembourgeois»

Tableau 1 :

Investissements de portefeuille du Luxembourg dans la zone euro (en millions d'euros)

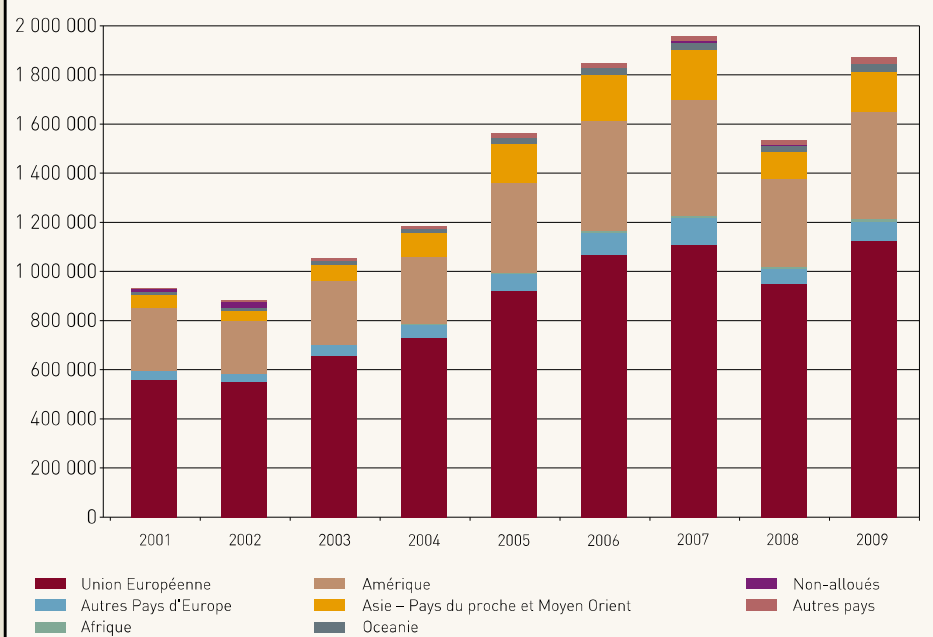
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
AT	12 899	14 105	14 920	17 340	22 017	24 988	25 660	21 941	18 706
BE	32 227	31 497	30 636	34 578	41 819	44 547	46 281	34 111	41 176
CY	167	147	248	383	627	1 022	1 783	1 485	1 548
FI	10 170	7 897	8 464	12 523	11 895	13 250	14 841	10 889	14 384
FR	67 159	66 025	94 357	102 521	136 676	167 596	170 571	158 599	197 836
DE	170 317	163 309	168 468	169 161	218 898	231 054	250 694	230 964	250 235
GR	4 706	5 817	7 918	13 704	13 936	16 616	16 059	13 672	13 582
IE	13 572	13 889	19 645	24 346	32 453	47 043	54 780	50 957	50 980
IT	53 329	64 046	85 032	95 662	105 881	124 140	128 604	96 900	120 656
MT	7	8	10	7	4	93	124	75	215
NL	61 471	59 997	64 638	64 202	80 708	88 618	90 651	79 055	97 987
PT	3 429	3 747	5 386	7 064	8 177	8 870	10 221	8 802	11 806
SK	301	203	428	875	650	782	396	283	343
SI	210	219	300	253	413	571	449	263	537
ES	26 964	22 399	26 592	43 937	63 307	74 346	80 194	57 677	67 640
<b>TOTAL Zone euro</b>	<b>456 928</b>	<b>453 306</b>	<b>527 041</b>	<b>586 557</b>	<b>737 460</b>	<b>843 537</b>	<b>891 308</b>	<b>765 675</b>	<b>887 630</b>
<b>TOTAL INVESTISSEMENT</b>	<b>931 140</b>	<b>880 510</b>	<b>1 055 585</b>	<b>1 186 634</b>	<b>1 560 499</b>	<b>1 846 950</b>	<b>1 958 160</b>	<b>1 533 574</b>	<b>1 869 673</b>

Source : FMI, BCL

La reprise des marchés en 2009 suite au ralentissement économique et la crise financière touchent également les pays émergents à forte croissance économique. Ainsi, les investissements du Luxembourg dans le BRIC<sup>3</sup>, estimés à 100 milliards d'euros en 2009, affichent une hausse significative par rapport à l'année précédente. En effet, la valeur des titres détenus et émis par ces pays a accusé une augmentation de près de 138 %. La plus forte hausse concerne l'Inde dont la valeur des titres émis et détenus au Luxembourg est majorée de 179 %.

Dans l'ensemble, le Luxembourg investit majoritairement en actions dans la plupart des pays de l'Union Européenne (43%) notamment en Allemagne (12%), en France (8%) et au Royaume-Uni (8%). En deuxième position s'affichent les marchés d'Asie et du Proche Moyen-Orient (18%) suivis des marchés de l'Amérique du Nord avec 16%.

Concernant l'évolution des investissements par zone géographique (cf. graphique 2), on peut noter que les investissements relatifs aux «Autres pays» connaissent

Graphique 2  
Evolution des investissements par zone géographique

3 BRIC : Brésil, Russie, Inde et Chine

une progression constante de 0,5 % en 2001 à 1,48 % en 2009. Au niveau des économies individuelles, les investissements du Luxembourg en Chine en particulier avaient connu une forte progression ces dernières années. Cependant, en 2008, à l'instar des autres places financières internationales, la bourse chinoise était aussi plombée par des inquiétudes sur un ralentissement de la croissance économique et en un an, l'indice SHCOMP (Shanghai Stock Exchange Composite Index) avait perdu plus de 65 % de sa valeur de fin 2007, ce qui explique la forte diminution du niveau de ces investissements (-52 %). Fin 2009 toutefois, les niveaux de 2007 ont pu être retrouvés, voire même légèrement dépassés d'environ 2 %.

La même situation peut être observée dans d'autres pays émergents.

Le Japon reste le premier pays d'investissement du Luxembourg en Asie, loin devant la Chine et l'Inde. La valeur des titres japonais détenus par le Luxembourg est estimée à 44,9 milliards d'euros, soit une augmentation de 5 % par rapport à 2008. Le Japon est d'ailleurs classé deuxième, derrière les États-Unis et devant les îles Caïmans, selon le classement des principaux pays d'investissements du Luxembourg hors Union européenne.

Selon les résultats de l'enquête CPIS<sup>4</sup> se référant à l'année 2008, le stock mondial d'investissement de portefeuille en actions et titres de créance est estimé à 22 072 milliards d'euros à fin 2008, soit une diminution de 17 % par rapport à fin 2007. Ce stock est composé à 32 % de titres de participation, et à 68 % de titres de créance dont 87 % sont des dettes à long terme.

Tableau 2 :

Classement des principaux détenteurs de titres internationaux d'investissements de portefeuille (en milliards d'euro)

Rang	2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008	
1	US	2 614	US	2 142	US	2 482	US	2 764	US	3 892	US	4 535	US	4 885	US	3 067
2	GB	1 480	JP	1 330	JP	1 363	GB	1 549	GB	2 012	GB	2 330	GB	2 332	FR	1 835
3	JP	1 463	GB	1 297	GB	1 322	JP	1 475	JP	1 793	LU	<b>1 846</b>	FR	2 036	GB	1 743
4	LU	<b>931</b>	FR	889	FR	1 084	FR	1 283	FR	1 574	FR	1 844	LU	<b>1 958</b>	JP	1 708
5	DE	898	LU	<b>881</b>	LU	<b>1 056</b>	LU	<b>1 187</b>	LU	<b>1 560</b>	JP	1 779	DE	1 791	DE	1 544
6	FR	806	DE	856	DE	954	DE	1 113	DE	1 314	DE	1 471	JP	1 714	LU	<b>1 533</b>
7	IT	626	IT	568	IE	661	IE	787	IE	1 002	IE	1 210	IE	1 338	IE	1 169
8	CH	555	IE	547	IT	626	NL	731	NL	933	NL	959	NL	1 005	NL	820
9	NL	551	NL	544	NL	624	IT	671	IT	832	IT	866	IT	844	IT	687
10	IE	491	CH	497	CH	518	CH	557	CH	616	CH	669	CH	719	CH	634
11	BE	318	BE	304	ES	336	ES	380	ES	493	BE	514	BE	563	BE	522
12	CA	296	ES	257	BE	328	BE	373	BE	467	ES	506	HK	529	ES	423
13	HK	233	HK	233	HK	265	HK	294	CA	398	CA	468	CA	526	HK	400
14	ES	196	CA	228	CA	256	CA	280	HK	370	HK	450	ES	508	NO	377
15	BM	184	BM	179	BM	201	BM	227	BM	332	BM	341	BM	390	CA	344
AUTRES PAYS		3 152	2 584		2 377		2 504		3 668		3 650		5 460		5 267	
<b>TOTAL</b>		<b>14 423</b>	<b>13 460</b>		<b>15 080</b>		<b>17 081</b>		<b>21 916</b>		<b>24 595</b>		<b>26 597</b>		<b>22 072</b>	

Source : FMI, BCL

Le Luxembourg s'était classé sixième en termes de volume de titres étrangers détenus, derrière les États-Unis, le Royaume-Uni, la France, le Japon, l'Allemagne mais devant l'Irlande et les Pays-Bas. Le Luxembourg détenait des titres étrangers pour une valeur estimée à 1 533 milliards d'euros, soit 7 % du stock mondial, estimé à 22 072 milliards d'euros (Tableau 2).

En 2008, les pays membres de la zone euro détiennent 41 % du stock mondial, ce qui les place au premier rang des créanciers mondiaux.

4 Coordinated Portfolio Investment Survey : l'Enquête Coordonnée de l'Investissement de Portefeuille, organisée annuellement par le Fonds Monétaire International. Les dernières données disponibles de cette enquête se réfèrent à l'année 2008

## LES ENGAGEMENTS

D'un point de vue méthodologique, il est difficile de connaître les détenteurs étrangers de titres nationaux. Ainsi, l'un des objectifs de l'enquête CPIS est d'établir des statistiques « miroir » permettant à chaque pays contributeur de connaître les détenteurs non-résidents des titres qu'il a émis. Mais la comparaison des engagements établis dans les données nationales et des statistiques « miroir » issues de l'enquête CPIS fait apparaître des écarts non négligeables qui ont notamment pour origine la non-exhaustivité<sup>5</sup> des participants à cette enquête. Ainsi, les données de l'enquête du FMI de 2008 concernant les engagements du Luxembourg vis-à-vis de l'étranger ont été sous-évalués de 39 % par rapport aux engagements de même nature recensés dans la position extérieure du Luxembourg, estimés à 1 761 milliards d'euros.

Selon les résultats de l'enquête CPIS 2008, le stock des titres luxembourgeois détenus par les non-résidents a été évalué à 1 071 milliards d'euros, soit une baisse de 26 % par rapport à 2007. Plus de 68 % des titres luxembourgeois sont détenus par les pays membres de la zone euro, parmi lesquels l'Allemagne occupe la première place avec 280 milliards d'euros, suivie de l'Italie (155 milliards d'euros) et de la Belgique (94 milliards d'euros). En dehors de cette zone, la Suisse et le Japon détiennent respectivement 82 et 52 milliards d'euros de titres luxembourgeois (Tableau 3).

A la fin de 2008, l'encours de titres luxembourgeois détenus par les non-résidents était composé de 75 % de titres de participation (805 milliards d'euros), principalement de parts d'OPC et 25 % d'obligations (266 milliards d'euros). Suivant les données du FMI, le stock de titres de participation détenus par les non-résidents avait diminué de 384 milliards d'euros en un an. Cette diminution était due en majeure partie aux évolutions boursières suite à la crise financière ainsi qu'aux effets de valorisation.

Tableau 3 :  
Principaux détenteurs de titres émis par le Luxembourg (en milliards d'euros)

	Classement 2008	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	Part 2008 en %
1	DE	117	118	136	165	209	273	323	280	26,17%
2	IT	120	140	150	158	195	247	254	155	14,51%
3	BE	35	37	40	50	74	94	118	94	8,81%
4	FR	65	59	61	64	88	103	116	84	7,86%
5	CH	83	78	84	88	97	99	105	82	7,62%
6	JP	52	53	43	53	64	68	67	52	4,85%
7	UK	15	14	19	28	39	46	65	50	4,64%
8	US	25	25	31	40	53	67	59	43	4,03%
9	NL	9	8	11	18	27	46	55	40	3,76%
10	SE	8	12	16	27	39	49	45	29	2,67%
	[*]	4	2	2	3	6	3	7	4	
	Autres pays	62	74	89	123	160	213	242	158	
	<b>TOTAL</b>	<b>596</b>	<b>619</b>	<b>680</b>	<b>815</b>	<b>1 050</b>	<b>1 307</b>	<b>1 455</b>	<b>1 071</b>	

[\*] Réserves de change et Organisations internationales

5 La plupart des pays du Moyen-Orient et d'Afrique, ainsi que la Chine, n'ont pas participé à l'enquête.

#### 1.4.2 La détention par des non-résidents de titres de portefeuille luxembourgeois

L'encours de titres de portefeuille émis par le Luxembourg et détenus par les non-résidents est estimé à 2 107 milliards d'euros fin 2009, en progression de 346 milliards par rapport au niveau de fin 2008. Cette croissance se décompose en un apport de nouveaux capitaux à hauteur de 117 milliards et un effet de valorisation positif à hauteur de 228 milliards. Fin 2009, les engagements de portefeuille du Luxembourg sont principalement constitués de titres de participation (85 %). La composition du portefeuille reste similaire à celle de fin 2008 et se complète par 14 % d'obligations et 1 % d'instruments du marché monétaire.

Tableau 2.3:

Evolution des investissements de portefeuille : Titres d'émetteurs luxembourgeois détenus par des non-résidents (en milliards EUR)

	Stocks à fin 2008 <sup>1)</sup>	Transactions (en euros) <sup>2)</sup>	Effet prix (en euros) <sup>2)</sup>	Effet change (en euros) <sup>2)</sup>	Effets exprimés en % par rapport aux stocks de début de période			Stocks à fin 2009 <sup>1)</sup>
					Transactions	Prix	Change	
<b>Total Encours</b>	-1761,3	-117,3	-238,9	10,3	6,66%	13,56%	-0,59%	-2 107,1
<b>Titres de participation luxembourgeois</b>	-1495,1	-97,7	-214,4	7,6	6,53%	14,34%	-0,51%	-1 799,5
<b>Titres de créance luxembourgeois</b>	-266,2	-19,6	-24,5	2,7	7,38%	9,22%	-1,03%	-307,6
long terme	-252,3	-14,3	-26,7	2,6	5,67%	10,60%	-1,05%	-290,7
court terme	-13,9	-5	2,2	0,1	38,23%	-15,73%	-0,68%	-17,0

Source : BCL/Statec, calculs BCL

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

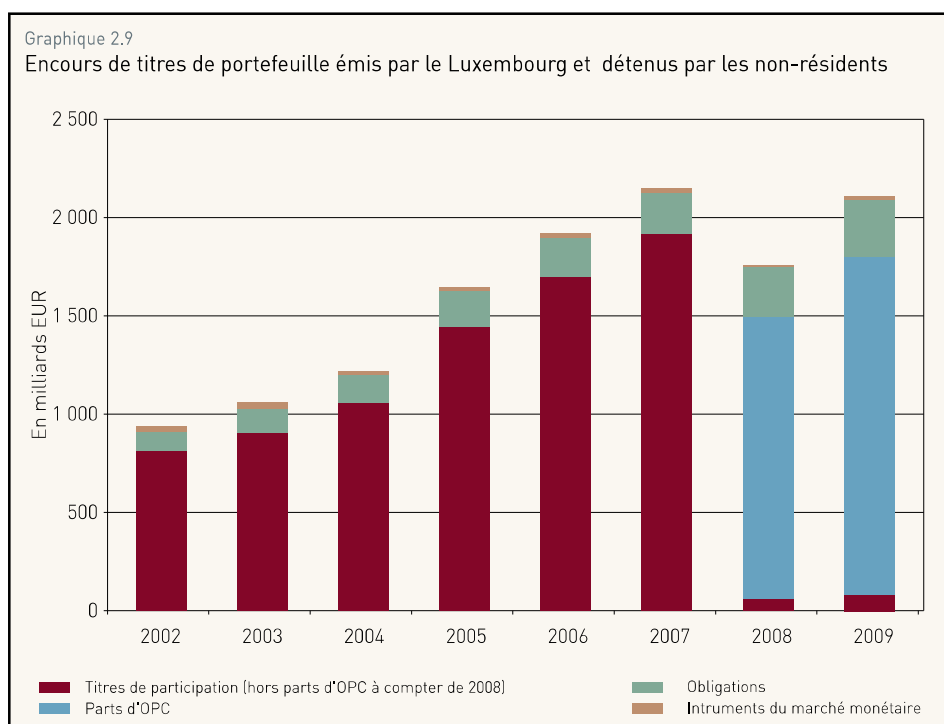
2) Pour les flux et pour les variations, un signe négatif correspond à une augmentation des engagements et à une diminution des avoirs, un signe positif traduit une hausse des créances et une diminution des engagements.

En tête des investissements des non-résidents, les parts d'OPC émises par le Luxembourg occupent une place prépondérante puisqu'elles représentent 82% du total des engagements, soit 95% des titres de participation. En valeur, ce portefeuille progresse de 20 %, soutenu notamment par un effet de valorisation positif (+14 %) et des ventes nettes de parts d'OPC.

Le portefeuille des non-résidents en titres de créance s'élève à 307,6 milliards fin 2009, en hausse de 41 milliards par rapport à la fin de 2008 dont plus de la moitié est issue d'un effet flux positif.

A noter qu'une majorité des obligations est émise par des établissements de crédit, des sociétés de titrisation et d'autres sociétés financières dont l'objet principal est la levée de fonds sur les marchés afin de financer les activités de groupes internationaux.

En 2009, le Luxembourg en tant qu'État apparaît comme émetteur sur les marchés financiers avec une première émission lancée en décembre 2008, d'un montant nominal de 2 milliards d'euros et dont 48% sont détenus par des non-résidents.



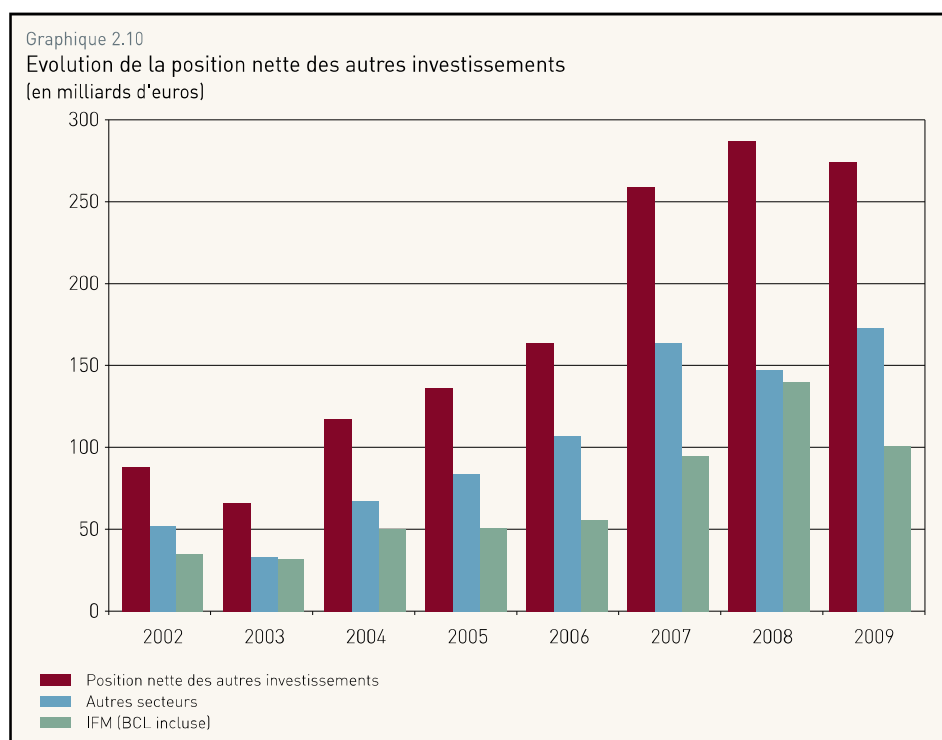
Source : BCL

## 1.5 LES AUTRES INVESTISSEMENTS (DÉPÔTS ET CRÉDITS)

La position nette des autres investissements est excédentaire de 274 milliards d'euros fin 2009, en baisse de 13 milliards par rapport à la fin de l'année précédente, soit un recul de 5%. Les rapatriements nets de capitaux se sont accélérés par rapport à 2008 (10 milliards d'euros) pour atteindre un volume de 76 milliards. Dans un contexte de reprise des marchés boursiers, les investisseurs semblent se tourner davantage vers des placements en valeurs mobilières (flux nets de +50 milliards d'euros).

La position créditrice des institutions financières monétaires et de la BCL<sup>3</sup> chute de 28% en passant de 140 milliards fin 2008 à 101 milliards fin 2009; le solde net des IFM seules est en recul de 50%. Les volumes se contractent simultanément au niveau des créances (-16%), de 615 milliards d'euros fin 2008 à 514 milliards fin 2009, ainsi qu'au niveau des engagements (-13%), de 474 milliards d'euros fin 2008 à 413 milliards fin 2009.

La position nette créditrice des autres secteurs progresse de 26 milliards (+18%) en 2009 pour atteindre 173 milliards d'euros à la fin de l'année. Cette tendance s'explique notamment par le dynamisme des entités financières non-bancaires qui, en plus de leur activité d'émissions obligataires, assurent le financement des autres entités du groupe auquel elles appartiennent via la contraction d'emprunts classiques. L'encours des créances accordées aux non-résidents augmente de 3% (+24 milliards d'euros), s'élevant à 782 milliards à la fin de l'année 2009, tandis que l'encours d'engagements de ces autres secteurs reste stable (610 milliards d'euros fin 2008 contre 609 milliards fin 2009).



Source : BCL

3 La BCL a contribué à concurrence de 10 milliards à la variation de la position nette des autres investissements. Cette contribution se compose essentiellement des créances vis-à-vis de l'Eurosystème résultant des opérations de politique monétaire et de la gestion du système de paiements TARGET.



## 1.6 CONCLUSION

Le solde positif de la position extérieure du Luxembourg s'élève, pour la fin 2009, à 31 milliards d'euros, soit un niveau légèrement supérieur à celui de 2008. Cette relative stabilisation de la position extérieure nette cache par contre des évolutions contrastées au niveau des avoirs et des engagements extérieurs. En effet, après avoir subi le contrecoup de la crise financière internationale, les avoirs et engagements extérieurs dépassent leurs niveaux d'avant crise.

Ce développement s'explique notamment par les OPC monétaires et non-monétaires qui enregistrent d'une part, des entrées nettes de parts d'OPC (monétaires et non-monétaires) engendrant ainsi des achats nets d'avoirs financiers correspondants et, d'autre part, des effets de valorisation positifs importants. A noter aussi la croissance continue et forte des positions d'investissements directs, à la fois du Luxembourg à l'étranger et de l'étranger au Luxembourg, du fait de l'installation dans le pays d'EFS, utilisées par de grands groupes financiers et non financiers comme éléments structurants de leur organisation à l'échelle internationale.

La valeur des actifs financiers étrangers détenus par les résidents augmente ainsi de 10,7% en s'établissant à 4 473 milliards d'euros à fin décembre 2009. Subissant les mêmes effets positifs, la valeur des engagements financiers extérieurs croît de 11,8% pour s'établir à 4 442 milliards d'euros fin 2009.

Durant l'année 2009, on a non seulement constaté un redressement des niveaux des avoirs et engagements extérieurs mais aussi une modification de la structure de l'allocation du portefeuille des résidents. En effet, alors que fin 2008, le ratio de titres de participation par rapport au total des titres détenus était de 34 %, le même ratio s'élève à 39 % fin 2009. On demeure néanmoins encore très loin des niveaux d'avant crise où ce même ratio atteignait 49 % à fin 2007.

Outre la mise en évidence des facteurs ayant engendré une stabilisation de la position nette et la hausse importante des avoirs et engagements extérieurs telle qu'observée à la fin de l'année 2009, la présente analyse détaille la contribution de chaque sous-composante à cette évolution. Le déficit structurel dans la position d'investissements de portefeuille s'accroît alors que les surplus au niveau des autres investissements se contractent légèrement. Ce mouvement est compensé par une diminution du déficit structurel sur les positions d'investissements directs.