

Tableau 20 *Balance des paiements du Luxembourg*

	1 <sup>er</sup> sem. 2002			1 <sup>er</sup> sem. 2003 <sup>1</sup>		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
<b>COMPTE COURANT <sup>1)</sup></b>	<b>47 116,2</b>	<b>45 199,5</b>	<b>1 916,7</b>	<b>41 717,3</b>	<b>40 240,3</b>	<b>1 477,0</b>
Marchandises	5 350,9	5 916,1	-565,2	5 503,7	6 378,5	-874,8
Services	11 177,6	7 210,4	3 967,2	10 438,9	6 632,1	3 806,8
Revenus	29 159,1	30 256,0	-1 096,9	23 760,2	25 256,1	-1 495,9
Transferts courants	1 428,7	1 817,1	-388,4	2 014,5	1 973,7	40,9
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>41,0</b>	<b>146,6</b>	<b>-105,6</b>	<b>26,9</b>	<b>122,4</b>	<b>-95,4</b>
	<i>Avoirs</i>	<i>Engagements</i>	<i>Net</i>	<i>Avoirs</i>	<i>Engagements</i>	<i>Net</i>
<b>COMPTE FINANCIER <sup>2)</sup></b>			<b>-6 300,0</b>			<b>-1 279,3</b>
<b>INVESTISSEMENTS DIRECTS <sup>3)</sup></b>	<b>-68 565,5</b>	<b>42 730,1</b>	<b>-25 835,3</b>	<b>-56 017,9</b>	<b>45 782,1</b>	<b>-10 235,9</b>
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	-32 408,8	30 502,7	-1 906,2	-39 940,3	39 106,3	-834,0
Autres opérations, Prêts intragroupes	-36 156,6	12 227,5	-23 929,2	-16 077,6	6 675,8	-9 401,9
<b>INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE</b>	<b>7 377,0</b>	<b>60 126,4</b>	<b>67 503,4</b>	<b>-30 561,3</b>	<b>16 039,7</b>	<b>-14 521,6</b>
Titres de participation	-5 320,3	37 555,9	32 235,6	-3 624,8	12 585,0	8 960,2
Titres de créance	12 697,3	22 570,5	35 267,8	-26 936,4	3 454,7	-23 481,7
<b>PRODUITS FINANCIERS DERIVES</b>			<b>-443,2</b>			<b>4 017,9</b>
<b>AUTRES INVESTISSEMENTS</b>	<b>-34 168,8</b>	<b>-13 340,8</b>	<b>-47 509,6</b>	<b>6 088,1</b>	<b>13 429,7</b>	<b>19 517,8</b>
<b>AVOIRS DE RESERVE</b>			<b>-15,4</b>			<b>-57,7</b>
<b>Erreurs et omissions</b>			<b>4 488,9</b>			<b>-102,3</b>

Sources: BCL, STATEC

1) Chiffres provisoires

2) Pour le compte financier, à l'exception des avoirs de réserve, un signe positif indique une entrée, un signe négatif une sortie

3) Pour les investissements directs, les avoirs correspondent aux investissements à l'étranger et les engagements aux investissements au Luxembourg

## La position extérieure globale du Luxembourg

### Définition, utilité économique et cadre légal

La position extérieure globale (PEG) d'une économie est un relevé statistique qui recense, à une date donnée, les stocks d'avoirs et d'engagements financiers des résidents à l'égard des non-résidents. La PEG et la balance des paiements constituent ensemble les comptes extérieurs d'une économie. Ces comptes permettent de mesurer le degré d'intégration d'un pays au sein de l'économie mondiale. Ils fournissent également des indications pour l'analyse de la stabilité financière d'un pays et en particulier pour l'évaluation de la soutenabilité de la dette extérieure. La situation des comptes extérieurs présente aussi un intérêt majeur pour la politique économique car elle peut avoir une incidence sur certaines variables liées à la politique monétaire telles que le taux de change et le taux d'intérêt. A leur tour, ces variables affectent aussi les comptes extérieurs à travers les effets de valorisation.

Pour rappel, jusqu'en 2002, les obligations statistiques du Luxembourg, dans le domaine de balance des paiements et de position extérieure globale, ont été assurées par l'Institut belgo-luxembourgeois du change (IBLC). A la suite de la troisième phase de l'UEM, l'IBLC a cessé ses activités au 31 décembre 2002. La responsabilité de l'établissement de la PEG du Luxembourg a été confiée à la BCL par la loi du 28 juin 2000 modifiant l'arrêté grand-ducal du 10 novembre 1944.

## Méthodologie

Sur le plan méthodologique, la position extérieure globale du Luxembourg est établie conformément aux recommandations internationales contenues dans la cinquième édition du Manuel de balance des paiements, publié par le Fonds Monétaire International. Ce manuel recommande que les différents avoirs et engagements financiers extérieurs soient en principe évalués au prix du marché et qu'ils soient classés conformément au compte d'opérations financières de la balance des paiements. Toutefois, comme le reconnaît le manuel lui-même, dans la pratique, il n'est pas toujours possible d'évaluer certaines composantes au prix du marché. Pour la PEG du Luxembourg, et comme pour la plupart d'autres pays, la valeur comptable inscrite au bilan des entreprises sert à déterminer la valeur du stock d'investissements directs ou de portefeuille dans certains cas. Cette valeur comptable correspond parfois au prix courant du marché, mais aussi parfois au coût d'acquisition ou à la valeur nominale.

La classification de différents avoirs et engagements financiers extérieurs est basée sur le compte d'opérations financières de la balance des paiements. On distingue d'abord les avoirs des engagements financiers vis-à-vis de l'étranger. La différence entre les avoirs et les engagements représente la position nette. Les avoirs et engagements se subdivisent en investissements directs, en investissements de portefeuille, en autres investissements et en avoirs de réserve.

### La position extérieure globale du Luxembourg à fin 2002

Au 31 décembre 2002, les avoirs financiers du Luxembourg à l'égard de l'étranger sont estimés à 1 894 milliards d'euros alors que les engagements financiers sont évalués à 1 872 milliards d'euros. La position extérieure nette, c'est-à-dire la différence entre les avoirs et les engagements extérieurs, se chiffre à 21,5 milliards d'euros, soit 96 % du PIB nominal du Luxembourg pour l'année 2002. A titre de comparaison, à fin 2002, la position extérieure nette de la zone euro atteint 4,1 % du PIB de la zone euro. Comparée aux autres pays industrialisés, la position extérieure nette du Luxembourg paraît donc relativement élevée. Elle est toutefois le résultat logique des excédents courants accumulés par l'économie luxembourgeoise au cours du temps.

Les résultats pour les différentes composantes d'avoirs et engagements financiers du Luxembourg à l'égard du reste du monde se présentent comme suit:

Tableau 21 *La position extérieure globale du Luxembourg à fin 2002*

(en millions d'euros)

	<i>Créances</i>	<i>Engagements</i>	<i>Position nette</i>
<b>Position extérieure globale</b>	<b>1 894 085</b>	<b>1 872 598</b>	<b>21 487</b>
1. Investissements directs	525 678	511 071	14 607
2. Investissements de portefeuille	880 518	933 593	-53 075
2.1 Titres de participation	290 833	810 086	-519 253
2.2 Titres de dette	589 685	123 507	466 178
2.2.1 Obligations	501 985	95 197	406 789
2.2.2 Instruments du marché monétaire	87 700	28 310	59 389
3. Produits dérivés	7 407	126	7 281
4. Autres investissements	480 311	427 808	52 503
5. Avoirs de réserve	171		171

## 1. Les investissements directs entre le Luxembourg et l'étranger

Dans le domaine des investissements directs, le Luxembourg affiche une position nette créditrice évaluée à près de 15 milliards d'euros. L'encours d'investissements directs réalisés par des entités luxembourgeoises à l'étranger est estimé à 526 milliards d'euros. La part des participations au capital social représente 77 % de cet encours. Le stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg est estimé à 511 milliards d'euros dont 86 % des participations au capital social des entreprises résidentes. Lorsqu'on examine les différentes formes d'investissements directs, il apparaît que la position nette créditrice du Luxembourg résulte surtout de l'encours des prêts consentis par les entreprises luxembourgeoises. Au niveau des participations au capital social, le Luxembourg est bénéficiaire net d'investissements directs, puisque l'encours des participations dans des sociétés étrangères se chiffre à 407 milliards d'euros contre 440 milliards pour les participations des étrangers au capital social des entreprises luxembourgeoises.

En termes de répartition sectorielle, soulignons le fait que les montants repris pour les investissements directs en général sont, pour près de 90 %, constitués d'encours des sociétés holdings/soparfi. Si on exclut ces sociétés, le secteur bancaire reste prédominant pour les investissements directs venant de l'étranger. La prédominance de ce secteur est le reflet de la spécialisation de l'économie luxembourgeoise dans les services d'intermédiation financière. En revanche, les investissements luxembourgeois à l'étranger concernent les secteurs autres que les banques.

L'analyse de l'origine et de la destination des investissements directs révèle que l'essentiel (80 %) des investissements directs de l'étranger provient des pays non membres de la zone euro. Pour les investissements directs à l'étranger, 50 % sont effectués hors de la zone euro. Au niveau de la position nette, le Luxembourg présente une position créditrice vis-à-vis de la zone euro alors que cette même position est fortement débitrice hors zone euro. Cela permet de conclure que le Luxembourg constitue un point d'entrée dans la zone euro pour les investisseurs étrangers résidant hors de cette zone. En d'autres termes, si une société établie hors zone euro souhaite investir dans un pays X de la zone euro, elle transitera par le Luxembourg (en y créant une société financière à qui elle cédera ses participations dans l'entreprise qu'elle aura créée dans le pays X) avant d'atteindre sa destination finale.

Enfin, en ce qui concerne l'évaluation des différents encours d'investissements directs, il convient de noter que les données pour les sociétés holdings et soparfi (qui, rappelons-le, représente près de 90 % des encours) ont été estimées par cumul de flux historiques depuis 1995. Pour les secteurs autres que les holdings/soparfi, les encours 2002 ont été estimés à partir des données provisoires sur les stocks 2001 (collectées grâce à l'enquête annuelle ad hoc), ajustées des flux enregistrés en 2002.

## 2. La position-titres

Concernant les titres, le Luxembourg présente une position nette débitrice d'environ 53 milliards d'euros à fin 2002. Les créances des résidents, sous forme de titres étrangers, sont évaluées à 880 milliards d'euros à fin 2002. La structure du portefeuille de titres étrangers détenus par les résidents se compose ainsi: 57 % d'obligations et titres assimilés, 33 % d'actions et parts d'OPC, 10% d'instruments du marché monétaire. La part détenue par les institutions financières monétaires luxembourgeoises (BCL exclue) dans ce portefeuille de titres étrangers est de 28 %.

A fin 2002, l'encours des titres luxembourgeois détenus par les non-résidents est estimé à 933 milliards d'euros dont 87 % représentent les titres de participation (parts d'OPC essentiellement), le reste étant des titres de dette émis majoritairement par les établissements de crédit.

### 3. Les autres investissements et les avoirs de réserve

En ce qui concerne les autres investissements, la position nette est positive et est estimée à 52,5 milliards d'euros au 31 décembre 2002. Il convient de noter que pour cette composante, la position nette varie fortement selon les secteurs résidents. Ainsi, hors avoirs de réserve, les autorités monétaires ont une position nette négative (-18,5 milliards) résultant des engagements nets vis-à-vis de l'Eurosystème. Par contre, les institutions financières monétaires (hors BCL) ont une position nette positive (+44,6 milliards d'euros) étant donné que leur encours de crédits aux non-résidents (406 milliards) dépasse de loin l'encours des dépôts (361,5 milliards) des non-résidents. De même, les «autres secteurs» présentent une position nette créditrice, leurs dépôts à l'étranger (54,8 milliards) dépassant largement les prêts reçus de l'étranger (30,8 milliards d'euros). En ce qui concerne les crédits commerciaux, les entreprises luxembourgeoises présentent une position nette positive de 833 million d'euros.

Enfin, les avoirs de réserve de la BCL s'élèvent à 171 millions d'euros à fin 2002, dont 137 millions d'euros pour la position de réserve au FMI, 25 millions d'euros d'avoirs en or et 9 millions d'euros sous forme de DTS.

#### 1.2.11 Projections macro-économiques

Les dernières projections macro-économiques de la BCL datent de mi-mai et ont été élaborées dans un contexte géopolitique et économique particulier. Malgré la fin de la guerre contre l'Iraq, les retombées positives tardaient à se concrétiser. La résolution partielle des conflits politiques ne s'était notamment pas encore matérialisée dans un regain d'optimisme des agents économiques et le climat d'incertitude, présent depuis le 11 septembre 2001, semblait peser davantage sur les décisions de consommation et d'investissement. La situation conjoncturelle s'est en effet aggravée au deuxième trimestre de l'année et la croissance du PIB dans la zone euro a fléchi de 0,1 % sur base trimestrielle, avec cinq des six grandes économies ayant vu leur activité reculer.

#### Evolutions récentes

Depuis lors, les nouvelles venant des indicateurs à court terme sont devenues plus encourageantes. Une tendance d'embellie conjoncturelle s'est annoncée dans les enquêtes de conjoncture depuis juillet. Elle s'est au fur et à mesure confirmée dans des statistiques basées sur les réalisations effectives, d'abord dans la production industrielle, puis dans la première estimation d'Eurostat pour la croissance du PIB réel dans la zone euro pour le 3<sup>e</sup> trimestre. Ces développements, qui ont été parallèlement suivis d'une hausse des marchés des actions ainsi que d'une réduction de la volatilité sur les marchés financiers, semblent indiquer que la reprise économique, quoique graduelle, est amorcée. Elle devrait également s'affermir lors des prochains tri-

mestres selon les résultats des exercices de projections de l'Eurosystème et de la Commission Européenne. De surcroît, les craintes quant à une reproduction de la reprise échouée, telle qu'on l'avait vécue en 2002 dans la zone euro, se sont largement dissipées.

Au Luxembourg, les comptes nationaux révisés du STATEC pour 2002 ont confirmé le scénario initial, c'est-à-dire une croissance du PIB réel très faible pour la deuxième année consécutive. Néanmoins, des signes tangibles d'amélioration conjoncturelle au troisième trimestre de 2003 ont également émergé chez nous. La production industrielle devrait notamment avoir renoué avec la croissance au troisième trimestre selon les statistiques préliminaires. Si le dynamisme de la demande internationale au niveau mondial va se répercuter sur le carnet de commandes et les perspectives des exportations, le redressement conjoncturel repose-rait sur des bases plus stables. Dans le secteur bancaire, les signes de reprise sont moins clairs. Certes, le processus de la compression des coûts via une réduction du personnel et une maîtrise des salaires est encore en cours, mais il ne s'est à ce stade pas encore soldé par une amélioration des résultats. Cependant, l'évolution endogène, abstraction faite d'éléments non récurrents en 2002, est devenue plus positive au troisième trimestre. La clé de la réussite réside au niveau des revenus sur commissions et c'est notamment de ce côté qu'on a pu détecter un redressement timide au troisième trimestre 2003. Cette évolution est sans doute à mettre au compte de la performance récente des marchés des actions et de la réduction de la volatilité des marchés financiers. Un abaissement continu de l'incertitude