

Tableau 27 *Balance des paiements du Luxembourg¹⁾*

Unité: Million EUR	2004 S1			2005 S1		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	45,833	44,548	1,285	51,136	49,952	1,183
Marchandises	5,430	6,777	-1,347	5,629	7,043	-1,414
Services	13,193	7,968	5,225	15,041	9,186	5,855
Revenus	25,469	27,493	-2,024	28,584	31,314	-2,730
Transferts courants	1,742	2,310	-568	1,882	2,409	-527
COMPTE DE CAPITAL	16	69	-53	14	82	-69
	<i>Avoirs</i>	<i>Engagements</i>	<i>Net</i>	<i>Avoirs</i>	<i>Engagements</i>	<i>Net</i>
COMPTE FINANCIER²⁾			-819			-586
INVESTISSEMENTS DIRECTS³⁾	-17,226	13,311	-3,915	-6,712	5,386	-1,326
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-13,907	13,175	-732	-2,904	2,982	78
Autres opérations, Prêts intragroupes	-3,319	136	-3,183	-3,809	2,404	-1,405
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	-11,388	46,662	35,273	-97,013	106,947	9,933
Titres de participation	-14,329	47,136	32,807	-37,018	88,399	51,381
Titres de créance	2,941	-475	2,466	-59,996	18,548	-41,448
PRODUITS FINANCIERS DERIVES			-2,176			2,422
AUTRES INVESTISSEMENTS	-58,862	28,840	-30,022	-88,362	76,731	-11,632
AVOIRS DE RESERVE			21			17
Erreurs et omissions			-413			-529

Source: BCL/STATEC

(1) Chiffres provisoires; des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

(2) Pour le compte des opérations financières, un signe positif indique une entrée, un signe négatif une sortie; pour les avoirs de réserve, un signe positif correspond à une diminution, alors qu'un signe négatif correspond à une augmentation des avoirs.

(3) Investissement directs: les avoirs se réfèrent aux investissements directs du Luxembourg à l'étranger et les engagements aux investissements directs de l'étranger au Luxembourg.

L'évolution de l'investissement international de portefeuille au Luxembourg et au niveau mondial de 1997 à 2004

A la fin du mois de septembre 2005, le Fonds Monétaire International (FMI) a rendu public les résultats révisés issus des enquêtes coordonnées sur les investissements de portefeuille (ECIP) pour les années 1997, 2001, 2002 et 2003.

Ces enquêtes ont été entreprises conformément aux recommandations formulées dans le Rapport Godeau (Report on the Measurement of International Capital Flows), que le FMI a publié en 1992. Ce rapport soulignait l'accroissement du volume des investissements de portefeuille à travers le monde, une des conséquences de la libéralisation des marchés financiers. Il était donc nécessaire d'organiser des enquêtes coordonnées pour collecter des éléments statistiques suffisamment cohérents.

La mise en oeuvre de l'ECIP a pour objet d'améliorer les statistiques concernant les avoirs d'investissement de portefeuille, détenus sous forme de titres de participation et de titres de créance à long et à court termes²⁷ émis par des non-résidents du pays déclarant. L'ECIP permet entre autres de répondre aux préoccupations suscitées par les discordances et lacunes que comportent les statistiques relatives aux flux financiers mondiaux. Il convient de noter que l'ECIP ne vise pas l'intégralité des titres détenus par les résidents et émis par les non-résidents. En effet, les titres relatifs à des investissements directs ne sont pas pris en compte par cette enquête.

27 Seuls les titres de participation et les titres de créance à long terme faisaient l'objet de l'ECIP en 1997. Les titres de créance à court terme n'y étaient inclus qu'à titre facultatif.

La première ECIP, à laquelle 29²⁸ pays ont pris part, a porté sur la situation à la fin de l'année 1997. Cette enquête comportait des lacunes significatives, notamment la non-participation d'un certain nombre de pays investisseurs importants ou de petits pays dotés d'une place financière internationale. En dépit de ces limitations, l'ECIP de 1997 a apporté des résultats encourageants. En effet, les informations collectées ont permis, entre autres, de mieux connaître les diverses méthodologies et pratiques nationales pour la collecte de données. A partir de ces renseignements, des normes méthodologiques de haute qualité et certaines spécifications communes ont pu être établies, afin de faciliter les échanges de données dans le monde entier.

Ainsi, le FMI a recommandé qu'une nouvelle enquête soit organisée sur la situation à la fin 2001 et que l'exercice soit renouvelé à intervalles réguliers à l'avenir. Il a été décidé par la suite que l'ECIP serait reconduite sur base annuelle. Pour la deuxième édition en 2001 et pour les deux années suivantes, près de 70 pays internationaux dont le Luxembourg ont participé à l'ECIP.

Résultats pour le Luxembourg

Zone euro

Le tableau ci-dessous reprend l'ensemble des investissements de portefeuille par les différents pays membres de la zone euro.

Tableau 28 Investissements de portefeuille détenus par les pays membres de la zone euro (en milliards de USD)

<i>Investisseurs de la zone euro</i>	2001	2002	2003
1 France	710	932	1 367
2 Luxembourg	821	923	1 333
3 Allemagne	792	898	1 205
4 Irlande	433	574	812
5 Italie	552	596	791
6 Pays-Bas	486	570	783
7 Espagne	173	272	433
8 Belgique	280	319	415
9 Autriche	112	152	207
10 Finlande	56	76	107
11 Portugal	45	62	97
12 Grèce	8	18	34
Total zone euro	4 468	5 392	7 584

Source: FMI, BCL

Les investisseurs luxembourgeois détiennent des titres émis par un grand nombre de pays²⁹, mais les bénéficiaires majeurs de ces investissements sont les Etats membres de la zone euro. En 2003, 49% de l'ensemble des titres détenus au Luxembourg dans le cadre des investissements de portefeuille à l'étranger sont émis par les pays de la zone euro, tandis que 65% des titres émis au Luxembourg, principalement des parts d'OPC, sont détenus par ces pays selon l'ECIP. Ces deux rapports ont été également observés pour les deux années

28 Argentine, Australie, Autriche, Belgique, Bermudes, Canada, Chili, Corée, Danemark, Espagne, Etats-Unis, Finlande, France, Islande, Indonésie, Irlande, Israël, Italie, Japon, Malaisie, Norvège, Nouvelle-Zélande, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Singapour, Suède, Thaïlande et Venezuela.

29 Les détails des données sont disponibles sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu) table 11.6: «Ventilation géographique détaillée des avoirs de portefeuille détenus par les résidents luxembourgeois»

précédentes. Parmi les 12 pays membres de la zone euro, le Luxembourg occupe la première position en 2001 en terme de l'investissement de portefeuille à l'étranger, mais il s'est classé deuxième en 2002 et 2003, juste derrière la France, mais devant l'Allemagne.

Pays de l'Union européenne hors zone euro

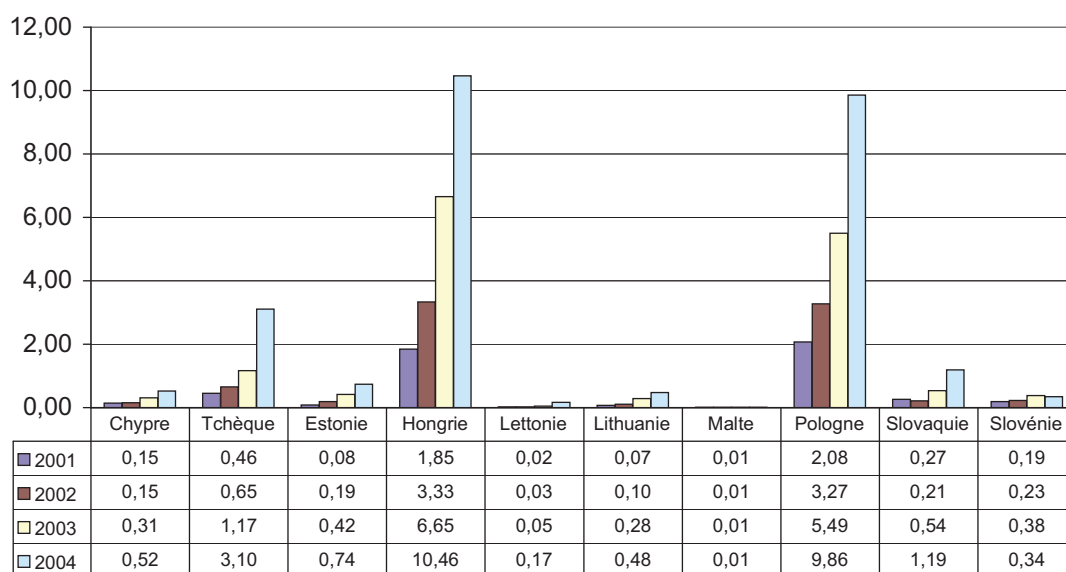
En 2003, le volume des titres émis par les trois pays³⁰ qui n'appartiennent pas à la zone euro et détenus au Luxembourg est estimé à 150 milliards de USD, ce qui représente 11% des investissements de portefeuille à l'étranger des résidents luxembourgeois. En revanche, selon l'ECIP, seulement 8% des titres émis au Luxembourg sont détenus par ces trois pays.

Avec l'arrivée des dix nouveaux pays dans l'Union européenne en 2004, les investissements de portefeuille du Luxembourg dans les 13 pays de l'Union européenne hors zone euro s'élèvent à 196 milliards de USD et représentent 12% du volume total. Les titres émis par le Luxembourg et détenus par ces pays s'élèvent à 70 milliards de USD, soit 8% du volume total.

Parmi les 10 nouveaux membres de l'Union européenne, la Hongrie et la Pologne ont la faveur du Luxembourg dans ce domaine: en 2004, les investissements des résidents luxembourgeois dans ces deux pays étaient de l'ordre de 10 milliards de USD, chiffre légèrement supérieur à titre de comparaison au montant investi au Portugal.

Graphique 41

L'investissement de portefeuille du Luxembourg dans les 10 nouveaux pays membres de l'Union européenne (en milliards de USD)



Source: FMI, BCL

Le reste du monde

Si les différents pays sont pris individuellement, les Etats-Unis occupent toujours la première place parmi les pays émetteurs de titres détenus au Luxembourg. Un léger fléchissement a été observé en 2002, mais les investissements des résidents luxembourgeois dans ce pays ont progressé les années suivantes, pour atteindre 261 milliards de USD en 2004, contre 178 milliards en 2001. Cependant, converti en euro, le volume de ces

³⁰ Danemark, Suède, Grande-Bretagne

investissements ont légèrement diminué de 202 à 192 milliards d'euros (en 2001 et en 2004 respectivement) en raison de la dépréciation du dollar américain par rapport à l'euro entamée en 2002.

De plus, cette dépréciation a entraîné un ancrage de plus en plus profond de la stratégie d'investissement du Luxembourg dans le monde économique européen. En effet, une diminution en pourcentage des titres américains détenus par les résidents luxembourgeois a été observée, à savoir 22% en 2001 contre seulement 16% en 2004.

L'ECIP a permis d'ailleurs de constater que la stratégie des investisseurs luxembourgeois varie en fonction des contreparties. En 2003, alors que 54% des titres américains détenus au Luxembourg sont des titres de participation, tel n'est le cas pour seulement 18% dans le cas des titres émis par l'Allemagne. En revanche, pour les investissements en titres de créance, les résidents luxembourgeois se tournent forcément davantage vers les émetteurs allemands.

Tableau 29 Les plus grands pays émetteurs de titres détenus par le Luxembourg (en milliards de USD)

<i>Pays émetteurs de titres</i>	<i>2001</i>		<i>2002</i>		<i>2003</i>		<i>2004</i>	
1 Etats-Unis	178	22%	176	19%	232	17%	261	16%
2 Allemagne	150	18%	171	19%	213	16%	230	14%
3 France	59	7%	69	7%	119	9%	139	9%
4 Italie	47	6%	67	7%	107	8%	130	8%
5 Grande-Bretagne	60	7%	66	7%	100	8%	116	7%
6 Pays-Bas	54	7%	63	7%	82	6%	87	5%
7 Japon	27	3%	23	2%	42	3%	75	5%
8 Espagne	24	3%	23	3%	34	3%	60	4%
9 Belgique	28	3%	33	4%	39	3%	47	3%
10 Îles Caïmans	20	2%	24	3%	37	3%	43	3%
Autres	172	21%	207	22%	330	25%	428	26%
Total des investissements	821		923		1 333		1 616	

Source: BCL

Les investissements des résidents luxembourgeois en Asie ont progressé à un rythme soutenu. Dans cette partie du globe, le Japon est de loin le favori des investisseurs luxembourgeois; le volume de leurs placements dans ce pays s'élève à près de 75 milliards de USD en 2004, devançant la Corée du Sud (13 milliards) et Hongkong (10 milliards). Quant à la Chine, les investissements luxembourgeois relèvent principalement des investissements directs. S'agissant de la stratégie en matière de placement en Asie, les investisseurs luxembourgeois ont montré une nette préférence pour les titres de participation, surtout en Chine et en Inde (plus de 95%). Cette tendance, bien que renforcée au fil des ans en ce qui concerne ces deux pays, est quelque peu atténuée en faveur des titres de créance dans d'autres pays, tels que le Japon, la Malaisie ou Singapour. La détention de titres de créance émis par ces pays gagne peu à peu du terrain dans le portefeuille des résidents luxembourgeois (37% en 2004 contre 24% en 2001 pour les titres japonais).

Tableau 30 Investissements du Luxembourg en Asie (en milliards de USD)

<i>Pays émetteurs</i>	2001	2002	2003	2004
1 Japon	27,34	22,83	42,22	74,80
2 Corée du Sud	3,54	5,72	9,50	13,47
3 HongKong	4,79	3,60	7,27	9,53
4 Taiwan	2,63	2,81	5,81	7,41
5 Indes	1,47	1,36	3,89	6,58
6 Singapour	1,59	1,40	3,14	4,26
7 Chine	0,92	1,06	3,46	3,83
8 Malaisie	0,99	1,37	2,12	3,78
9 Thaïlande	0,62	0,86	2,77	2,94
10 Indonésie	0,31	0,46	1,62	2,25

Source: FMI, BCL

Résultats de l'ensemble des pays participants à l'enquête

Les plus grands pays investisseurs

En 2003, les investissements à l'étranger des résidents luxembourgeois ont été estimés à 1 333 milliards de USD, contre 821 milliards évalués en 2001. Avec 7% du total de portefeuille recensé par tous les pays participants à l'ECIP 2003, le Luxembourg se positionne à la cinquième place parmi les plus grands pays investisseurs de portefeuille.

Tableau 31 Les grands pays investisseurs (en milliards de USD)

<i>Pays investisseurs</i>	2001		2002		2003	
1 Etats-Unis	2 304	18,12%	2 246	15,88%	3 134	16,45%
2 Japon	1 290	10,15%	1 395	9,86%	1 721	9,04%
3 Grande-Bretagne	1 304	10,26%	1 378	9,74%	1 710	8,97%
4 France	710	5,59%	932	6,59%	1 367	7,18%
5 Luxembourg	821	6,46%	923	6,53%	1 333	7,00%
6 Allemagne	792	6,23%	898	6,35%	1 205	6,33%
7 Irlande	433	3,41%	574	4,06%	812	4,26%
8 Italie	552	4,34%	596	4,21%	791	4,15%
9 Pays-Bas	486	3,82%	570	4,03%	783	4,11%
10 Suisse	489	3,85%	521	3,68%	654	3,44%
Autres	3 532	27,78%	4 110	29,06%	5 541	29,08%
Total des investissements	12 711		14 142		19 051	

Source: FMI, BCL

Une certaine similitude se dégage en terme de ventilation des risques entre les actions et obligations parmi les pays participants à cette enquête, à l'exception des Etat-Unis. En effet, l'ECIP 2003 indique, à l'instar de la plupart des pays participants, que le portefeuille de titres détenus au Luxembourg est composé d'environ 37% de titres de participation et 63% de titres de créance. En revanche, les résidents américains ont effectué plus de 66% de leurs investissements à l'étranger en titres de participation.

Tableau 32 Ventilation des titres détenus par l'ensemble des pays participants à l'ECIP 2003 (en milliards de USD)

<i>Pays investisseurs</i>	<i>Titres de participation</i>	<i>Titres de créance long-terme</i>	<i>Titres de créance court-terme</i>	<i>TOTAL</i>
1 Etats-Unis	2 080	869	185	3 134
2 Japon	274	1 407	40	1 721
3 Grande-Bretagne	664	935	110	1 710
4 France	338	910	120	1 367
5 Luxembourg	488	750	95	1 333
6 Allemagne	441	750	14	1 205
7 Irlande	211	386	214	812
8 Italie	331	454	6	791
9 Pays-Bas	327	449	6	783
10 Suisse	294	335	25	654
Autres	1 490	3 329	722	5 541
Total des investissements	6 939	10 574	1 539	19 051

Source: FMI, BCL

Les plus grands pays émetteurs

L'ECIP fait apparaître que six des dix plus grands pays émetteurs de titres sont membres de la zone euro, (Allemagne, France, Pays-Bas, Italie, Luxembourg, Espagne) totalisant près de 35% des investissements recensés. Le Luxembourg se positionne à la septième place avec 847 milliards de USD de titres émis en 2003.

Il convient de préciser que les données agrégées publiées par le FMI sont obtenues par le croisement et la combinaison des informations statistiques rapportées par tous les participants à l'enquête. Ces données sont à considérer avec réserves, en raison de la complexité que représente une telle enquête, en particulier pour les titres nationaux détenus par des non-résidents. De plus, tous les pays du monde ne participent pas à l'enquête. Finalement, la méthodologie du FMI stipule que chaque pays participant rapporte uniquement la détention de titre internationaux, tandis que les engagements internationaux s'obtiennent par agrégation des déclarations miroirs. A titre d'exemple, la position extérieure globale du Luxembourg indique que le volume de ses engagements en 2003 est estimé à 1 335 milliards de USD, tandis que le volume des titres luxembourgeois détenus à l'étranger est évalué à 847 milliards de USD à l'issue de l'ECIP 2003.

Tableau 33 Les grands pays émetteurs (en milliards de USD)

Pays émetteurs		2001		2002		2003	
1	Etats-Unis	3 101	24,40%	3 288	23,25%	4 145	21,76%
2	Grande-Bretagne	1 290	10,15%	1 381	9,77%	1 827	9,59%
3	Allemagne	1 167	9,18%	1 367	9,66%	1 822	9,56%
4	France	777	6,12%	853	6,03%	1 298	6,81%
5	Pays-Bas	705	5,55%	822	5,81%	1 116	5,86%
6	Italie	580	4,56%	738	5,22%	979	5,14%
7	Luxembourg	525	4,13%	649	4,59%	847	4,45%
8	Japon	542	4,27%	511	3,62%	729	3,83%
9	Îles Caïmans	416	3,27%	535	3,78%	704	3,69%
10	Espagne	285	2,24%	333	2,36%	478	2,51%
	Autres	3 324	26,15%	3 665	25,92%	5 106	26,80%
Total des titres émis		12 711		14 142		19 051	

Source: FMI, BCL

1.2.11 Les projections macro-économiques

Les projections macro-économiques précédentes de la BCL datent du printemps 2005³¹ et ont été élaborées dans un contexte où l'économie luxembourgeoise, malgré une sortie précoce du ralentissement conjoncturel, connaissait encore une croissance mitigée. La poursuite de la reprise conjoncturelle se faisait de manière hésitante, d'autant plus qu'elle était hypothéquée par l'évolution peu favorable du prix du pétrole. Une décélération de la croissance du PIB réel en 2005 par rapport à 2004 – cette dernière année étant appréhendée sur la base des comptes nationaux – se profilait ainsi, ce qui justifiait une fourchette de croissance s'étalant de 3,2% à 3,8% en 2005.

Depuis lors, les nouvelles informations relatives à l'activité économique au Luxembourg se limitent aux indicateurs à court terme. Ceux-ci fournissent certes un aperçu de l'évolution conjoncturelle dans certains secteurs, mais il ne s'agit que d'une vue partielle, les comptes nationaux offrant un panorama plus exhaustif. La publication d'une version révisée des comptes nationaux a été retardée de quelques semaines, de sorte qu'elle n'a pas pu être intégrée dans le présent exercice de prévision. A l'instar de l'exercice précédent, les projections sont donc basées sur la première estimation des comptes nationaux pour l'année 2004.

Les indicateurs conjoncturels confirment la poursuite de l'amélioration conjoncturelle et suggèrent que, contrairement aux attentes de l'époque, l'économie luxembourgeoise fait preuve d'une résistance remarquable face au choc pétrolier. Les indicateurs sont orientés favorablement pour la deuxième année consécutive. Ainsi, un des pivots de l'économie, le secteur bancaire, a présenté d'excellents résultats aux deuxième et troisième trimestres de l'année. Grâce à la forte progression des marchés boursiers, les revenus sur commissions ont progressé de près de 13% au cours des neuf premiers mois de l'année. Conforté par ces résultats, l'emploi bancaire continue à progresser, alors que l'évolution des frais d'exploitation reste empreinte d'une volonté de maîtrise des coûts. En conséquence, le résultat avant provisions s'affiche en hausse de 20% par rapport à la même période de l'année précédente. Le secteur des transports fait quant à lui preuve d'un grand dynamisme, en dépit du fait que ses frais opérationnels sont dans une large mesure conditionnés par le coût du pétrole. Selon les données disponibles, le secteur tire profit de l'expansion du commerce mondial, de sorte qu'il présente une progression de 18% de son chiffre d'affaires au premier semestre 2005. De surcroît, la Balance des Paiements confirme le dynamisme des exportations, qui progressent de 11% au premier semestre sous l'influence des services financiers.

31 Voir Rapport Annuel 2004, pp. 50-53