

Encadré 2 :

COMMENT LIRE LES REVENUS DES INVESTISSEMENTS DU LUXEMBOURG?

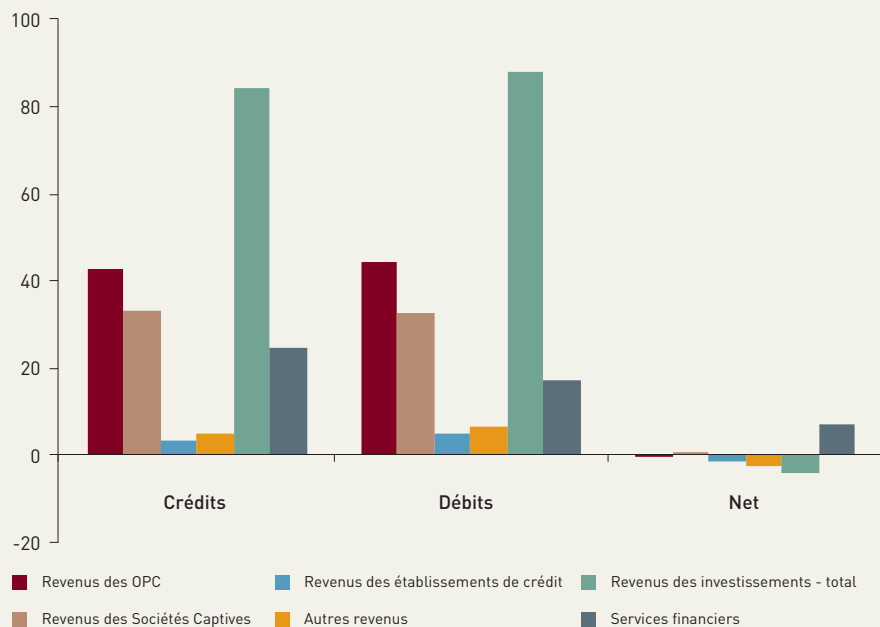
Le compte courant du Luxembourg laisse apparaître en premier lieu un déficit des revenus des investissements largement compensé par un excédent relatif aux échanges de services financiers. En second lieu, la présentation de la balance des paiements d'après le standard international du FMI complique la lecture de ce compte courant. En effet, les grands acteurs du secteur financier contribuent à plusieurs rubriques des revenus des investissements (investissements directs, de portefeuille, autres investissements). Cet encadré vise à décrire succinctement cette double articulation.

1 LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF (OPC)

Il convient préalablement de préciser comment les revenus des OPC sont estimés. Le calcul se fait d'abord sur le volet « actif ». Les OPC détiennent essentiellement des titres de créance, des actions cotées et des parts d'autres OPC. En premier lieu, les obligations génèrent des revenus, qui se basent sur le taux d'intérêt en vigueur au moment de l'émission du titre⁴⁷. Les actions cotées génèrent des dividendes et les parts d'OPC des revenus. En second lieu, ce revenu total sur tous les instruments financiers est intégralement et immédiatement attribué aux porteurs de parts. La contribution des OPC au crédit des revenus des investissements, reprise dans la balance des paiements (42,9 milliards d'euros), représente les revenus sur les seuls actifs détenus par les non-résidents. Pour obtenir les débits (43,6 milliards), on soustrait au revenu total des OPC (46,8 milliards sur actifs résidents et non-résidents) les 3,2 milliards attribués aux investisseurs résidents⁴⁸. Ces investisseurs luxembourgeois en OPC résidents sont essentiellement d'autres OPC, mais également des banques, des sociétés d'assurances, etc. Le faible solde négatif sur les investissements de portefeuille est largement compensé par un solde largement positif d'échanges de services financiers⁴⁹. Comme les détenteurs de parts d'OPC luxembourgeois sont surtout non-résidents, une grande partie des commissions et charges que payent les OPC est implicitement facturée à ces détenteurs non-résidents au travers d'exportations de services (crédits). D'autres commissions payées par les OPC sont, quant à elles, versées à l'étranger, ce que reflètent des importations de services ainsi que, dans une moindre mesure, des débits d'investissements directs liés aux investissements de promoteurs étrangers via des sociétés de gestions. Le secteur des OPC dégage finalement un solde extérieur positif de 4,3 milliards d'euros.

Graphique 1

Revenus des investissements et échanges de services financiers
(Premier semestre 2015 - milliards d'euros)



Sources : BCL, STATEC, données provisoires

⁴⁷ Plus exactement, ce revenu est la somme du coupon couru et de la différence amortie entre le prix de remboursement et le prix d'émission.

⁴⁸ L'approche dite « résiduelle », décrite ici sur les émissions de parts d'OPC, est également appliquée pour les émissions obligataires et les émissions d'actions : pour chaque instrument, le passif vis-à-vis du reste du monde (comme le revenu associé) n'est autre que le passif total net des détentions résidentes.

⁴⁹ Pour plus de détails sur les services financiers liés aux OPC, voir *Regards | 05 sur les échanges internationaux de services financiers*, STATEC, Avril 2015

Tableau 1 :

Les OPC luxembourgeois dans le compte courant

Premier semestre 2015 - Milliards d'euros

	INSTRUMENT FINANCIER	TYPE DE REVENU	TOTAL	DONT LU	DONT RESTE DU MONDE
REVENUS D'INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	Titres de créances	Revenu couru	25,4	1,0	24,4
	Actions hors OPC	Dividende	17,7	0,2	17,5
	OPC	Revenu couru	3,7	2,7	1,0
	Ensemble	attribué aux investisseurs :	46,8	3,9	42,9
		<i>résidents</i>	3,2		
		<i>non-résidents</i>	43,6		
	Crédit	Débit	Net		
	42,9	43,6	-0,7		
SERVICES FINANCIERS	20,8	15,0	5,8		
REVENUS D'INVESTISSEMENTS DIRECTS	0	0,8	-0,8		
ENSEMBLE	63,7	59,4	4,3		
DONT REVENUS DES INVESTISSEMENTS	42,9	44,4	-1,5		

Source : BCL, STATEC, données provisoires

2 LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT HORS BCL

Les établissements de crédit se refinancent en partie par l'émission de titres de créances et détiennent par ailleurs un portefeuille obligataire. Cependant, comme pour les OPC, les revenus des banques ne peuvent pas se lire indépendamment des flux de services financiers : les intérêts comptabilisés sur les prêts octroyés au reste du monde s'élèvent à 2,8 milliards d'euros. Cependant, seul 1,7 milliard est enregistré en revenus d'investissements (intérêts « purs »), le reste (1,1 milliard) représentant un service implicite (Service d'Intermédiation Financière Indirectement Mesuré - SIFIM) exporté par les banques. De même, les 2,9 milliards d'euros d'intérêts comptabilisés versés au reste du monde en rémunération de leurs dépôts bancaires au Luxembourg sont le solde d'intérêts « purs » de 3 milliards nets de 0,1 milliard de frais d'intermédiation financière implicitement facturés aux déposants. Seuls les intérêts « purs » sont pris en compte dans les revenus des investissements. Enfin, les banques étrangères versent des dividendes d'investissements directs à leur maison-mère (1,3 milliard d'euros).

Tableau 2 :

Les établissements de crédit dans le compte courant

Premier semestre 2015 - Milliards d'euros

RUBRIQUE	TYPE DE REVENU	CRÉDIT	DÉBIT	NET
Revenus d'investissements de portefeuille	Revenus courus sur titres de créances	1,6	0,4	1,2
SIFIM	Sur les prêts (actif)	1,1	0	1,1
	Sur les dépôts (passif)	0,1	0	0,1
Revenus des autres investissements	Intérêts "comptables"	2,8	2,9 = 3 - 0,1	-0,1
	Intérêts "purs"	1,7 = 2,8 - 1,1	3	-1,3
Revenus d'investissements directs	Dividendes	0	1,3	-1,3
Ensemble		4,5	4,7	-0,2
dont rev. des inv		3,3	4,7	-1,6

Source : BCL, STATEC, données provisoires

3 LA BCL

La BCL perçoit des revenus sur son portefeuille obligataire et sur ses avoirs de réserves. Elle perçoit également des intérêts sur sa créance TARGET (0,03 milliard d'euros). Enfin, la BCL émet une part plus importante de billets que sa part dans le capital de la BCE. En conséquence, la BCL verse un intérêt de 0,02 milliard d'euros au titre de cet engagement envers l'Eurosystème.

Tableau 3 :

La BCL dans le compte courant

Premier semestre 2015 - Milliards d'euros

RUBRIQUE	CRÉDIT	DÉBIT	NET
Revenus d'investissements de portefeuille	0,1	0	0,1
Revenus des autres investissements	0,03	0,02	0,01
Revenus des avoirs de réserve	0,001	0	0,001
Ensemble	0,1	0	0,1

Source : BCL

4 LES SOCIÉTÉS CAPTIVES

Les institutions financières captives telles que définies par le Système européen des comptes (secteur institutionnel S.127) réalisent essentiellement des opérations financières internes au groupe d'entreprises dont elles font partie. Certaines d'entre elles lèvent sur les marchés financiers des fonds destinés à être utilisés par d'autres filiales du groupe. Les actifs et passifs d'autres sociétés captives ne font quant à elles l'objet d'aucune opération sur les marchés financiers. Ces positions en investissements de portefeuille (surtout au passif) et en investissements directs (actif et passif, opérations en capital et prêts intra-groupe) génèrent des revenus d'investissements élevés.

Tableau 4 :

Les sociétés captives dans le compte courant

Premier semestre 2015 - Milliards d'euros

RUBRIQUE	TYPE DE REVENU	CRÉDIT	DÉBIT	NET
Revenus des investissements directs	Dividendes sur actions	18,3	13,1	5,2
	Intérêts sur prêts intra-groupe	12,4	7,7	4,7
Revenus d'investissements de portefeuille	Intérêts sur titres de créances	0,9	11,6	1,3
	Dividendes sur actions	1,4	0,1	1,3
Ensemble		33,0	32,5	0,5

Source : BCL, STATEC, données provisoires

5 LES AUTRES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS

Les autres intermédiaires financiers, tels que définis par le Système européen des comptes (secteur institutionnel S.125), fournissent des services d'intermédiation financière autres que ceux décrits précédemment. Au Luxembourg, ils incluent entre autres les sociétés de titrisation, ainsi que le Fonds européen de stabilité financière (FESF), qui est une société anonyme luxembourgeoise. Leurs créances et dettes ne sont pas comptabilisées en « investissements directs » comme celles des sociétés captives, mais en « autres investissements ». Les intérêts comptabilisés sur les dépôts (0,5 milliard) sont les intérêts « purs » (0,7 milliard) nets des importations de SIFIM (0,2 milliard). De même, les intérêts versés sur les emprunts (0,1 milliard) sont la somme des intérêts « purs » (0,03 milliard) et des importations de SIFIM (0,1 milliard). Comme dans

le cas des banques, seuls les intérêts « purs » sont pris en compte dans les revenus des investissements. Les flux sont moins élevés que ceux des sociétés captives.

Tableau 5 :

Les autres intermédiaires financiers dans le compte courant

Premier semestre 2015 - Milliards d'euros

RUBRIQUE	TYPE DE REVENU	CRÉDIT	DÉBIT	NET
Revenus d'investissements de portefeuille	Revenus sur titres de créances	0,4	2	-1,6
	Dividendes sur actions	0,2	0,1	0,1
SIFIM	Sur les emprunts (passif)	0	0,1	-0,1
	Sur les dépôts (actif)	0	0,2	-0,2
Revenus des autres investissements	Intérêts "comptables"	0,5 = 0,7 - 0,2	0,1 = 0 + 0,1	0,9
	Intérêts "purs"	0,7	0	0,7
Ensemble		1,3	2,4	-1,1
<i>dont revenus des investissements</i>		1,3	2,1	-0,8

Source : BCL, STATEC, données provisoires

6 LES SOCIÉTÉS D'ASSURANCES

Le revenu que les sociétés d'assurances tirent du placement de leurs réserves techniques est, comme dans le cas des OPC, attribué aux assurés (débits des autres investissements).

Tableau 6 :

Les sociétés d'assurances dans le compte courant

Premier semestre 2015 - Milliards d'euros

RUBRIQUE	CRÉDIT	DÉBIT	NET
Revenus d'investissements de portefeuille	0,8	0	0,8
Revenus des autres investissements	0,2	1	-0,8
Ensemble	1	1	0

Source : BCL, STATEC, données provisoires

1.2.8.2 Le compte financier de la balance des paiements

Dans le compte financier, les flux d'investissements de portefeuille ont enregistré des entrées nettes de 59 milliards d'euros sur les dix premiers mois de l'année 2015. Ces entrées nettes ont été compensées entièrement par des sorties nettes dans les flux d'investissements directs (13 milliards) et dans les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques à concurrence de 51 milliards).

Les entrées nettes d'investissements de portefeuille se sont poursuivies sur les dix premiers mois de 2015 en atteignant 59 milliards d'euros contre 70 milliards sur la même période de l'année 2014. Les investisseurs non-résidents ont accru leurs placements dans les titres de participation luxembourgeois (parts d'OPC en grande partie) qui ont atteint 258 milliards d'euros sur les dix premiers mois de l'année 2015, un montant quasi identique à celui enregistré sur la même période de 2014. Par contre, les émissions de titres de créance ont baissé en rapportant 19 milliards d'euros sur les dix premiers mois 2015 contre 31 milliards sur la même période de 2014. Les transactions sur titres luxembourgeois