

2.3 LA POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE DU LUXEMBOURG

2.3.1 Définition et utilité pour l'analyse économique

La position extérieure globale (PEG) d'une économie est un bilan qui recense, à une date donnée, les stocks d'avoirs et d'engagements financiers des résidents à l'égard des non-résidents. Dans l'éventail d'agrégats statistiques existant, la PEG est largement méconnue du public, le concept étant relativement récent. En effet, la méthodologie et les principes d'élaboration de la PEG n'ont été définis pour la première fois qu'en 1993 lorsque le FMI a publié la 5^{ème} édition du Manuel de la balance des paiements. Avant cette date, rares étaient les pays qui produisaient et publiaient les statistiques complètes sur la PEG. Depuis 1996, la PEG figure dans la liste d'indicateurs statistiques du FMI couverts dans le cadre de la Norme Spéciale de Diffusion des Données (SDDS) et que les pays adhérents doivent respecter. Dans le cas du Luxembourg, jusqu'en 2002, la production et la publication des statistiques de balance des paiements et de position extérieure globale ont été assurées respectivement par l'Institut belgo-luxembourgeois du change (IBLC) et par la Banque Nationale de Belgique. Suite au lancement de l'euro, la BCL a reçu la responsabilité de la production de la PEG du Luxembourg, en vertu de la loi du 28 juin 2000 modifiant l'arrêté grand-ducal du 10 novembre 1944.

La position extérieure globale et la balance des paiements constituent ensemble les «comptes extérieurs» d'une économie. La différence entre les deux agrégats provient du fait que la balance des paiements recense, sur une période donnée, les flux financiers entre résidents et non-résidents alors que la PEG inventorie, à une date donnée, les stocks d'avoirs et d'engagements financiers extérieurs. Les comptes extérieurs d'un pays sont utiles à plusieurs égards pour l'analyse économique. D'abord, en montrant le patrimoine extérieur de l'économie en regard de ce qu'elle doit, les comptes extérieurs permettent d'analyser la stabilité financière d'un pays et en particulier d'évaluer la soutenabilité de la dette extérieure. Ensuite, la situation des comptes extérieurs présente un intérêt majeur pour les banques centrales¹ dans la conduite de la politique monétaire car leurs déséquilibres, lorsqu'ils persistent, finissent par avoir des répercussions sur la masse monétaire (création ou destruction selon le cas), sur le taux de change et sur le taux d'intérêt. Enfin,

dans le contexte de globalisation, les comptes extérieurs permettent de mesurer le degré d'ouverture ou d'intégration d'un pays au sein de l'économie mondiale.

2.3.2 Classification et méthodes d'évaluation

Les principes méthodologiques qui s'appliquent à l'élaboration de la position extérieure globale ont été définis dans la 5^{ème} édition du Manuel de la balance des paiements, publié par le Fonds Monétaire International. Ce manuel recommande que les différents avoirs et engagements financiers extérieurs soient distingués conformément au compte d'opérations financières de la balance des paiements. Classés selon leur nature, les créances et engagements financiers extérieurs se subdivisent ainsi en cinq postes: les investissements directs, les investissements de portefeuille, les produits dérivés, les autres investissements et les avoirs de réserve. Au sein de chaque poste, à l'exception des investissements directs², les instruments financiers sont répertoriés selon quatre secteurs résidents: les autorités monétaires, les administrations publiques, les institutions financières monétaires (hors banque centrale) et les autres secteurs.

Au niveau de la méthodologie d'évaluation des différents avoirs et engagements financiers extérieurs, le FMI recommande qu'ils soient en principe évalués au prix courant du marché à la fin de la période où ils sont recensés. Toutefois, comme le reconnaît le manuel lui-même³, dans la pratique, il n'est pas toujours possible d'appliquer cette règle à toutes les catégories d'avoirs et d'engagements financiers.

Dans la compilation de la PEG du Luxembourg, la BCL utilise différentes méthodes d'évaluation selon le type d'avoirs ou d'engagements financiers extérieurs. Le stock d'investissements directs est évalué au coût historique (pour les Entités financières spécialisées ou SPEs) et à la valeur comptable (pour les autres entreprises qui font l'objet d'une enquête). Etant donné qu'actuellement l'enquête annuelle du STATEC sur les encours d'investissements directs ne couvre pas les SPEs, les données de ce secteur sont estimées par cumul des flux historiques enregistrés dans la balance des paiements. Pour les banques et les autres entreprises, l'évaluation au prix courant du marché, qui correspond en fait à leur valeur boursière, n'est pas actuellement appliquée aux encours d'investissements directs du Luxembourg. En effet, les

1 La balance des paiements fait partie des indicateurs qualifiés de second pilier que la BCE utilise pour analyser les conditions monétaires dans la zone euro. Le Luxembourg participe à la construction des comptes extérieurs de la zone euro qui sont établis sur base des données nationales envoyées à la BCE par les pays membres de la zone euro.

2 Pour les investissements directs, la distinction se limite aux investissements des banques commerciales et des «autres secteurs». Les investissements directs des autorités monétaires et des administrations publiques sont très limités en pratique.

3 Cfr. FMI (1993), *Manuel de la Balance des paiements*, 5^{ème} édition, pp.115-116

filiales des multinationales établies au Luxembourg sont rarement cotées en bourse indépendamment de leur groupe. Ce constat est valable aussi pour les filiales des entreprises luxembourgeoises à l'étranger.

Les investissements de portefeuille (valeurs mobilières) sont évalués tantôt à la valeur courante du marché tantôt au coût historique ou au coût d'acquisition. Le mode d'évaluation varie selon les sources des données. Le portefeuille de titres étrangers détenus par les autorités monétaires, par l'Etat luxembourgeois, par les compagnies d'assurance et par les OPC de droit luxembourgeois est évalué à la valeur de marché. En revanche, les informations sur les titres étrangers détenus par les banques proviennent de leurs bilans statistiques où ils sont évalués soit au prix courant du marché, soit au coût historique, soit au plus faible montant entre le coût d'acquisition et le prix de marché (méthode du «lower of Cost or Market»). En ce qui concerne les titres émis par les résidents et détenus par les étrangers (engagements), le mode d'évaluation varie également selon les sources de données. Pour les titres de participation, deux modes d'évaluation sont appliqués. Le premier s'applique aux parts d'OPC et correspond à la valeur nette d'inventaire qui est l'équivalent de la valeur de marché. De même, les actions émises par les autres entreprises résidentes et détenues par les non-résidents sont évaluées aux cours en vigueur à la Bourse de Luxembourg. Les obligations émises sont par contre évaluées à leur valeur nominale.

Les autres investissements (prêts, dépôts, crédits commerciaux) sont évalués à la valeur nominale ou comptable.

2.3.3 Résultats de la position extérieure globale du Luxembourg à fin 2003

A fin 2003, les créances du Luxembourg vis-à-vis des non-résidents sont évaluées à 2 105 milliards d'euros alors que les engagements financiers s'élèvent à 2 085 milliards. La position extérieure nette du Luxembourg, c'est-à-dire la différence entre les créances et les engagements extérieurs, s'établit à 20 milliards d'euros, soit 84% du PIB nominal, après 17 milliards à fin 2002 (74% du PIB). Exprimés en pourcentage du PIB, les avoirs extérieurs nets du Luxembourg paraissent relativement élevés si on les compare aux autres pays industrialisés (voir tableau ci-dessous). Ce solde relativement élevé de la position extérieure du Luxembourg est compréhensible dans la mesure où l'économie luxembourgeoise ne cesse d'accumuler, au travers du temps des excédents courants ayant avoisiné en moyenne 11% du PIB sur la période

1995-2003 (voir graphique). Ces surplus courants se sont forcément traduits par une accumulation des créances nettes sur le reste du monde. Dans les comparaisons internationales, on constate souvent que les petites économies ouvertes, dans lesquelles l'intermédiation financière prédomine (Suisse, Hong Kong), ont une position extérieure nette relativement très élevée.

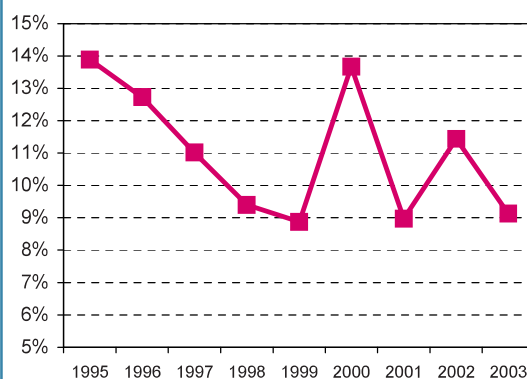
Tableau 1 **Position extérieure nette en % du PIB: comparaison internationale**

Pays	Année	Position nette en % PIB
Hong Kong	2002	212,5%
Suisse	2003	133,9%
Luxembourg	2003	84,0%
Japon	2003	34,7%
Allemagne	2002	10,4%
France	2003	6,7%
Royaume-Uni	2003	-2,3%
Etats-Unis	2002	-24,9%
Australie	2003	-60,1%

Source: International Financial Statistics (FMI)

Graphique 1

Evolution du surplus courant du Luxembourg en % du PIB



Source: Statac

Entre 2002 et 2003, la hausse de quelques 3 milliards du solde de la position extérieure du Luxembourg est expliquée pour moitié par les flux financiers nets enregistrés en 2003 et pour l'autre moitié par les variations combinées des prix des actifs financiers et des taux de change. En 2003, par rapport à 2002, les créances sur les non-résidents ont ainsi augmenté de 229 milliards d'euros au total dont 179 milliards s'expliquent par les nouveaux flux financiers et le reste (50 milliards, soit 3% de l'encours initial) par de variations des prix et des taux de change. De même, entre 2002 et 2003, les engagements extérieurs du Luxembourg ont largement augmenté de près de 226 milliards d'euros, dont l'essentiel (177 milliards) s'explique par de nouveaux flux financiers enregistrés en 2003 et le reste par des variations de change et des prix (cf. tableau ci-après).

Notons d'emblée qu'une partie importante des créances et des engagements est libellée dans des devises qui se sont dépréciées par rapport à l'euro, ce qui a eu un effet négatif sur la valeur de ces encours. En revanche, les cours boursiers ont enregistré des hausses importantes tant du côté des titres étrangers que des titres nationaux. Au total, qu'il s'agisse d'avoirs ou d'engagements, l'effet positif des variations des cours boursiers a largement compensé l'effet négatif de l'appréciation de l'euro.

Pour les différentes composantes de créances et d'engagements financiers extérieurs du Luxembourg, les résultats se présentent comme suit⁴:

Tableau 2 Position extérieure globale du Luxembourg à fin 2003 et 2002 (en milliards EUR)

	<i>Stocks à fin 2002</i>	<i>Flux de balance de paiement</i>	<i>Variations dues aux cours de change et de bourse et autres variations</i>	<i>Stocks à fin 2003</i>
Solde position extérieure	17,0	1,6	1,5	20,1
Créances totales	1 875,7	178,7	50,7	2 105,1
Engagements totaux	-1 858,7	-179,9	-46,3	-2 084,9
Investissements directs	-11,6	7,9	-24,3	-28,0
A l'étranger	479,0	89,5	12,3	580,5
Au Luxembourg	-490,6	-81,6	-36,6	-608,8
Investissements de portefeuille	-56,8	-17,3	50,5	-23,7
Titres étrangers	880,5	69,7	62,9	1 013,0
Titres luxembourgeois	-937,3	-87,0	-12,4	-1 036,7
Produits dérivés	6,3	6,0	-16,8	-4,5
Créances	7,4	6,4	-6,9	6,9
Engagements	-1,1	-0,4	-9,9	-11,4
Autres investissements	79,0	17,1	-20,0	76,1
Créances	508,6	25,8	-30,0	504,4
Engagements	-429,6	-8,7	10,3	-428,0
Avoirs de réserve	0,171	0,092	-0,016	0,247

Source: BCL

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.

⁴ Pour chacune de ces composantes, les résultats détaillés par secteur résident sont disponibles sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu)

2.3.3.1 Les encours d'investissements directs

Les investissements directs (ID) correspondent à l'ensemble des ressources financières qu'une entité résidente d'une économie donnée (l'investisseur direct) laisse à la disposition d'une entreprise résidente d'une autre économie dans le but d'y acquérir un intérêt durable. Par convention, l'intérêt durable est présumé lorsque la participation de l'investisseur direct dépasse 10% du capital social⁵ de l'entreprise. Les investissements directs comprennent les apports de fonds sous forme de participations au capital social, les bénéfices non rapatriés ainsi que les dettes ou créances entre affiliés.

Par rapport aux données révisées de 2002, le stock d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger s'est accru de 21%, s'élevant à 581 milliards d'euros à fin 2003. Cette importante hausse de l'encours d'investissements directs à l'étranger s'explique essentiellement par les nouveaux investissements (90 milliards) réalisés par les entreprises luxembourgeoises au cours de l'année 2003, auxquels se sont ajoutées les revalorisations (12 milliards d'euros). L'encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg est évalué à 609 milliards d'euros à fin 2003 contre 491 milliards en 2002, soit une croissance de 24% qui s'explique aussi essentiellement par d'importants flux (82 milliards) entrants enregistrés en 2003 et par des effets de réévaluation. Compte tenu du fait que l'encours d'investissements étrangers au Luxembourg dépasse de loin les investissements luxembourgeois à l'étranger, à fin 2003, le Luxembourg présente une position nette négative (-28 milliards d'euros après -12 milliards à fin 2002). L'accentuation du déficit d'investissements directs s'explique essentiellement par les effets de réévaluation qui ont davantage accru la valeur des investissements étrangers au Luxembourg⁶.

Tableau 3 Stock d'investissements directs à l'étranger (En millions EUR)

Période	Total	Opérations en capital et bénéfices réinvestis			Autres capitaux		
		Banques	Entités financières spécialisées	autres secteurs	Banques	Entités financières spécialisées	autres secteurs
2002	478 985	3 191	369 475	17 405	52	86 310	2 551
2003	580 808	2 964	460 029	17 052	103	97 590	3 069

Source: BCL

5 Cfr. Fonds Monétaire International (1993), *Manuel de la Balance des paiements*, 5 édition, pp. 92-96

6 Fin décembre 2003, la Bourse de Luxembourg a enregistré une hausse de 29% par rapport à son niveau de fin décembre 2002.

Tableau 4 Stock d'investissements directs de l'étranger (En millions EUR)

Période	Total	Opérations en capital et bénéfices réinvestis			Autres capitaux		
		Banques	Entités financières spécialisées	autres secteurs	Banques	Entités financières spécialisées	autres secteurs
2002	490 600	22 406	395 310	12 335	11	59 574	965
2003	608 835	24 786	499 005	17 010	230	64 979	2 825

Source: BCL

Lorsqu'on examine les différentes formes d'investissements directs, il apparaît que la position nette négative résulte surtout de l'encours des participations au capital social des filiales, le Luxembourg étant largement bénéficiaire net d'investissements en provenance de l'étranger. Les participations luxembourgeoises dans des sociétés étrangères se chiffrent à 480 milliards d'euros (83% de l'encours total d'ID à l'étranger) à fin 2003, contre 540 milliards pour les participations des étrangers au capital des entreprises luxembourgeoises. En ce qui concerne la deuxième forme d'investissements directs, c'est-à-dire les prêts entre sociétés affiliées, le Luxembourg affiche une position nette créditrice de 32,7 milliards d'euros qui résulte du fait que les maisons-mères et les filiales luxembourgeoises prêtent davantage de fonds à l'étranger qu'elles n'en reçoivent.

La répartition par secteur économique résident des encours ID 2003 laisse apparaître, comme pour les flux⁷, la prépondérance des entités financières spécialisées (SPEs ou «Special Purpose Entities»). En effet, sur les 609 milliards d'encours d'ID au Luxembourg recensés à fin 2003, 573 milliards (94%) correspondent au stock des SPEs. De même, sur les 581 milliards d'encours IDE du Luxembourg à l'étranger, 561 milliards (97%) émanent du seul secteur des entités financières spécialisées. Ce secteur regroupe diverses sociétés financières non-bancaires correspondant essentiellement aux sociétés holdings ou aux sociétés des participations financières (SOPARFI). Si on exclut ces sociétés, le secteur bancaire reste prédominant pour les investissements directs venant de l'étranger avec un encours de 25 milliards d'euros sur

un total de 45 milliards. En revanche, les investissements luxembourgeois à l'étranger, hors SPEs, sont réalisés essentiellement par les secteurs autres que les banques.

L'analyse de l'origine des investisseurs montre que, tous secteurs confondus, 78% des investissements directs de l'étranger proviennent des pays non-membres de la zone euro. Parmi ces pays, la Grande-Bretagne occupe la première place avec 58% de l'encours, suivie par les centres financiers offshore, les Etats-Unis et le Canada. Toutefois, en excluant les SPEs, on constate que 74% de l'encours d'investissements directs de l'étranger proviennent plutôt des pays membres de la zone euro et plus particulièrement d'Allemagne, de Belgique, d'Italie, des Pays-Bas et de France. En dehors de la zone euro, ce sont les Etats-Unis (17%), la Suisse et le Japon qui sont les principaux pays investisseurs au Luxembourg.

En ce qui concerne la destination des investissements directs luxembourgeois à l'étranger, tous secteurs inclus, seuls 47% sont effectués hors zone euro, principalement en Grande-Bretagne (19%), en Suisse (9%), dans les centres financiers Offshore (7%) et aux Etats-Unis (5%). Si on exclut les investissements des SPEs, les pays de la zone euro sont les principaux destinataires des investissements luxembourgeois. Parmi ces pays, l'Irlande, la Belgique, l'Allemagne, la France, les Pays-bas et l'Espagne sont en tête du classement. En dehors de la zone euro et hors SPEs, la Suisse est la première destination des investissements luxembourgeois, suivie par la Grande Bretagne, le Brésil et les Etats-Unis.

7 Voir Bulletin BCL 2004/3, pp. 57-58

Précisions méthodologiques sur les encours d'investissements directs du Luxembourg

Les statistiques sur les encours d'investissements directs telles qu'elles figurent dans la position extérieure globale du Luxembourg sont largement différentes de celles publiées par le STATEC. A fin 2002 par exemple, le STATEC évalue l'encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg à près de 33 milliards d'euros alors que la BCL l'estime à 490,6 milliards d'euros. Cette différence est liée à deux facteurs portant sur la population et sur les formes d'investissements directs couvertes. En effet, premièrement, les résultats de l'enquête menée par le STATEC ne couvrent pas les Entités financières spécialisées, qui constituent plus de 90% des chiffres publiés par la BCL dans la position extérieure globale. En absence d'une enquête spécifique couvrant ce secteur, la BCL estime, rappelons-le, les encours IDE des SPES par la méthode de cumul des flux historiques recensés dans la balance des paiements. Deuxièmement, les résultats publiés par le STATEC ne couvrent que les participations au capital social et les bénéficiaires réinvestis, les autres formes d'investissements directs (créances commerciales ou dettes entre affiliés, investissements immobiliers) n'étant actuellement pas intégrées dans les statistiques publiées. En dehors de ces deux problèmes liés à l'étendue des secteurs résidents recensés et aux différentes formes d'investissements, il n'y a pas de différences entre les statistiques IDE du STATEC et celles de la position extérieure globale. Les chiffres du STATEC sont en effet intégrés complètement dans la position extérieure globale.

2.3.3.2 Les stocks d'investissements de portefeuille

Cette rubrique de la position extérieure globale recense d'un côté l'encours de titres luxembourgeois détenus par les non-résidents (engagements) et de l'autre côté le stock de titres étrangers détenus par les résidents (créances). Il convient de noter que les titres de participation détenus dans le cadre d'investissements directs (au moins 10% du capital) sont exclus de cette rubrique.

A fin 2003, le Luxembourg présente une position nette débitrice d'environ 24 milliards d'euros, en nette réduction comparée à la situation de fin 2002 (-57 milliards). En 2003, le portefeuille de titres étrangers détenus par les résidents est évalué à 1 013 milliards d'euros, soit une hausse de 133 milliards d'euros (dont 70 milliards sont de nouvelles acquisitions). L'encours des titres luxembourgeois détenus par les non-résidents est estimé à -60036 milliards d'euros, en hausse de 99 milliards par rapport à son niveau de 2002. L'augmentation des avoirs a été plus marquée que celle des engagements, contribuant ainsi à la réduction de la position nette débitrice.

En 2003, la structure du portefeuille de titres étrangers détenus par les résidents se compose ainsi: 57% d'obligations et titres assimilés, 36% d'actions et parts d'OPC,

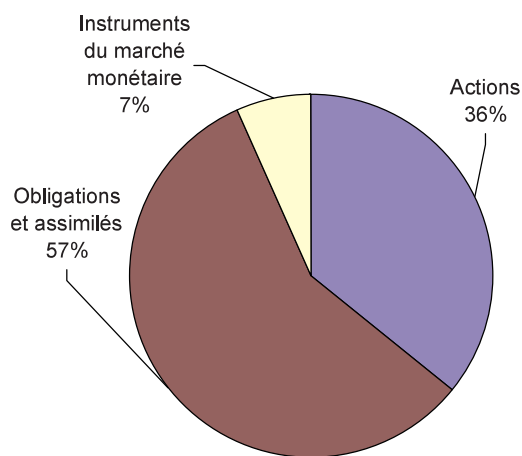
7% d'instruments du marché monétaire. Entre 2002 et 2003, la part d'obligations est restée inchangée, tandis que celle des actions a augmenté (elle s'élevait à 33% en 2002) au détriment des instruments du marché monétaire. L'encours des titres luxembourgeois détenus par les non-résidents (1 036 milliards à fin 2003) est composé à 85% de titres de participation (parts d'OPC essentiellement), à 12% de titres de créance à long terme et 3% d'instruments du marché monétaire.

Par ailleurs, la position nette varie fortement en fonction du type d'instruments. Elle est fortement déficitaire pour les titres de participations (-521 milliards d'euros) alors qu'elle s'avère excédentaire pour les titres de dette (+497 milliards). Comme pour les investissements directs, l'importance de titres d'OPC dans les engagements du Luxembourg met en évidence le rôle du pays en tant que plate-forme pour des activités d'intermédiation financière internationale. En effet, un grand nombre d'OPC résidents collectent des fonds en provenance de l'étranger et les placent ensuite dans le monde entier. C'est ce phénomène qui explique la place particulièrement importante qu'occupe le Luxembourg dans les stocks de créances et d'engagements en titres transfrontaliers⁸.

⁸ A fin 2002, selon les statistiques CPIS du FMI, avec 6,7% des avoirs mondiaux, le Luxembourg occupe la 4^e place des pays créanciers et la 7^e place des pays débiteurs (4,6% des engagements mondiaux).

Graphique 2

Allocation des avoirs de portefeuille par instrument (total: 1 013 milliards d'euros)



Source: BCL

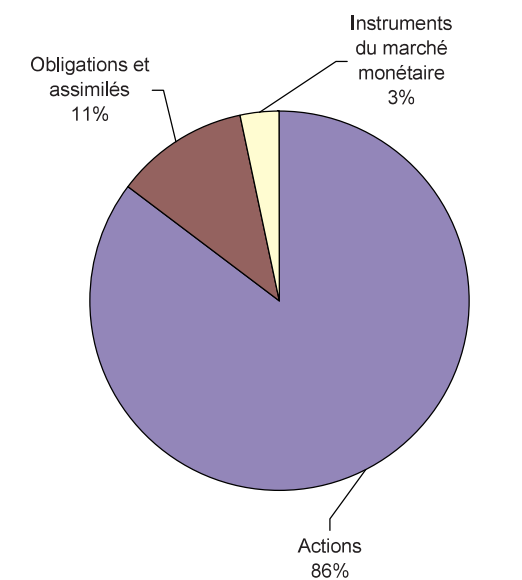
2.3.3.3 Les autres investissements et les avoirs de réserve

Les autres investissements englobent tous les avoirs et les engagements financiers qui ne sont pas des investissements directs ou de portefeuille, ou des avoirs de réserve. Il s'agit principalement des crédits commerciaux, des prêts ou emprunts ainsi que des dépôts et monnaies fiduciaires. Avec un solde créditeur de 76 milliards d'euros à fin 2003 (après 79 milliards en 2002), les encours d'autres investissements et dans une moindre mesure les avoirs de réserve sont les seules rubriques qui contribuent au solde positif de la position extérieure globale du Luxembourg.

Au sein des autres investissements, l'évolution de la position extérieure varie fortement selon les secteurs résidents. En excluant les avoirs de réserve, les autorités monétaires (la BCL) affichent une position créditrice de 2 milliards d'euros à fin 2003, après avoir enregistré une position fortement négative (-9,3 milliards) à fin 2002. La position extérieure de la BCL est constituée essentiellement de ses engagements ou de ses créances nets vis-à-vis de l'Eurosystème résultant de la gestion du système de paiements TARGET.

Graphique 3

Allocation des engagements de portefeuille par instrument (total: 1 036 milliards d'euros)



Source: BCL

Le solde positif de la position des institutions financières monétaires (BCL exclue) est retombé à 30 milliards d'euros à fin 2003 (après 45 milliards d'euros à fin 2002). Cette réduction s'explique à la fois par la hausse des engagements et par l'appréciation de l'euro qui a affecté les avoirs en devise. La position nette créditrice des «autres secteurs» est restée inchangée à 44 milliards à fin 2003, les effets de change ayant été compensés par les flux dans les mêmes proportions, tant pour les avoirs que pour les engagements.

Enfin, l'encours d'avoirs de réserve de la BCL s'établit à 247 millions d'euros à fin 2003, en hausse de 92 millions (hors effets de change) par rapport à la situation à fin 2002.