

2.1 LA POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE DU LUXEMBOURG¹

2.1.1 Introduction

La position extérieure globale (PEG) est un état statistique qui recense les avoirs et les engagements financiers extérieurs d'un pays à un moment donné. D'après les dernières données annuelles disponibles à fin 2006, les avoirs extérieurs bruts du Luxembourg ont quasiment doublé sur cinq ans, en passant de 1 875 milliards d'euros à la fin de 2002 à 3 692 milliards à fin décembre 2006. Les engagements extérieurs bruts ont augmenté dans les mêmes proportions, passant de 1 859 milliards d'euros à fin 2002 à 3 648 milliards à la fin de l'année 2006. La position extérieure nette, c'est-à-dire la différence entre la valeur des avoirs et celle des engagements, a plus que doublé en atteignant 44,5 milliards à la fin de 2006 contre 17 milliards à fin 2002. La présente note analyse dans sa première partie les évolutions de la position extérieure, en montrant les facteurs (flux financiers et effets de valorisation) qui sont à la base de l'importante hausse des avoirs et des engagements financiers extérieurs du Luxembourg. La note illustre aussi l'une des utilisations possibles, à des fins d'analyse économique², des données de la position extérieure, à savoir la détermination du degré d'ouverture financière d'un pays.

Dans le contexte de la mondialisation, la position extérieure peut servir à calculer le taux d'ouverture financière d'une économie, défini généralement comme le ratio, par rapport au PIB, du stock des avoirs ou des engagements financiers extérieurs d'un pays. De ce point de vue le Luxembourg apparaît comme l'économie la plus ouverte de la zone euro, l'encours de ses avoirs financiers extérieurs bruts représentant près de 110 fois son PIB, loin devant l'Irlande et les Pays-Bas qui viennent en deuxième et troisième position, avec des avoirs extérieurs bruts représentant respectivement 11 fois et 7 fois le PIB. Même en comparaison avec les pays dont la structure économique reste dominée par les activités d'intermédiation financière, à l'instar de la Suisse, de Hong Kong ou de Singapour, le volume des avoirs extérieurs bruts du Luxembourg, en rapport avec le PIB, atteint des niveaux inégalés. Les avoirs extérieurs de la Suisse, de Hong Kong et de Singapour représentent respectivement 6 fois, 10 fois et 5 fois les PIB de ces trois pays. C'est au niveau de la position extérieure nette que le Luxembourg, avec ses avoirs extérieurs nets équivalents à 132% de son PIB, pourrait être comparé à la Suisse (115%), à Hong Kong (281%) ou à Singapour (83%).

Dans sa deuxième partie, la présente note analyse la structure de la position extérieure du Luxembourg dans toutes ses composantes, selon la classification fonctionnelle développée dans le Manuel du FMI sur la Balance des paiements (5^e édition). Cette deuxième partie présente également la ventilation, par secteur économique résident, des principales composantes de la position extérieure du Luxembourg, avec un accent particulier sur le secteur financier. Les données montrent que les volumes relativement élevés des encours d'avoirs et d'engagements financiers extérieurs du Luxembourg sont détenus (émis) par les trois principaux acteurs du secteur financier luxembourgeois, à savoir les entités financières spécialisées (sociétés holdings au sens de loi de 1929 et sociétés de participation financières), les autres organismes de placements collectifs (OPC) et les institutions financières monétaires (banques et OPC monétaires). La note conclut que les volumes relativement élevés mais très proches en valeur absolue des différents avoirs et engagements extérieurs s'expliquent par le rôle d'intermédiation financière internationale de l'économie luxembourgeoise.

2.1.2 Evolutions de la position extérieure du Luxembourg: vue d'ensemble

Cette première section présente d'abord les données annuelles les plus récentes, relatives à l'année 2006, avant d'analyser les évolutions à moyen terme ayant caractérisé la position extérieure du Luxembourg sur la période 2002-2006.

2.1.2.1 Situation à la fin de l'année 2006

Les avoirs financiers extérieurs des résidents du Luxembourg sont évalués à 3 692 milliards d'euros à fin 2006, ce qui représente une hausse de 524 milliards (16,5%) par rapport au niveau atteint à la fin de l'année 2005. De même, comparés à leur situation de fin 2005, les engagements financiers extérieurs ont progressé de 522 milliards (16,7%) pour s'établir à 3 648 milliards à fin 2006. La position extérieure nette du Luxembourg, c'est-à-dire la différence entre la valeur des avoirs et celle des engagements financiers extérieurs, s'est établie à 44,5 milliards d'euros (près de 132% du PIB) à la fin de 2006, soit une amélioration de 2,2 milliards (5%) par rapport au niveau enregistré à la fin de 2005.

Au cours de l'année 2006, l'augmentation de 524 milliards d'euros enregistrés par les avoirs extérieurs

¹ Note rédigée par Albert Lendele – Kola.

² Pour des plus amples informations sur l'utilité de la position extérieure dans l'analyse économique, voir Bulletin 2003/109 de la Banque de France (pp.33-57), et Bulletins de la BCL 2004/4 (p.92) et 2006/2 (p.77).

bruts s'explique à concurrence de 434 milliards par les nouveaux flux financiers et le reste (90 milliards, soit 2,8% de l'encours de 2005) par des effets de valorisation résultant des variations combinées des prix et des taux de change. De même la hausse de 522 milliards d'euros enregistrée par les engage-

ments découle en grande partie des nouvelles entrées de fonds (431 milliards d'euros) telles que recensées par la balance des paiements, et le reste (90 milliards d'euros, soit 2,9% de l'encours de 2005) est dû aux fluctuations des taux de change et des prix (voir tableau ci-dessous).

Tableau 1 Evolution de principales composantes de la position extérieure globale du Luxembourg entre 2006 et 2005 (en milliards EUR)

	<i>Stocks à fin 2005⁽¹⁾</i>	<i>Flux de balance de paiement⁽²⁾</i>	<i>Variations dues aux cours de change et de bourse et autres ajustements²</i>	<i>Stocks à fin 2006⁽¹⁾</i>
Position extérieure nette	42,4	2,7	-0,5	44,5
Avoirs extérieurs bruts	3 168,5	434,2	89,8	3 692,5
Engagements extérieurs bruts	-3 126,1	-431,5	-90,3	-3 647,9
Investissements directs	-19,1	-13,2	-35,6	-67,8
Luxembourgeois à l'étranger	757,2	86,6	-27,2	816,6
Etrangers au Luxembourg	-776,4	-100	-8,4	-884,5
Investissements de portefeuille	-87,4	-56,3	69,9	-73,9
Titres étrangers	1 560,5	144,5	140,8	1 845,8
Titres luxembourgeois-1 647,9	-200,9	-70,9	-1 919,7	
Produits dérivés	4,0	-7,1	3,5	0,4
Créances	15,4	-7,6	1,5	9,3
Engagements	-11,4	0,5	2,0	-8,9
Autres investissements	144,7	80,3	-39,4	185,6
Créances	835,2	210,7	-25,2	1 020,6
Engagements	-690,5	-130,3	-14,1	-834,9
Avoirs de réserve	0,236	0,024	-0,058	0,202

Notes: (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.

Source: BCL

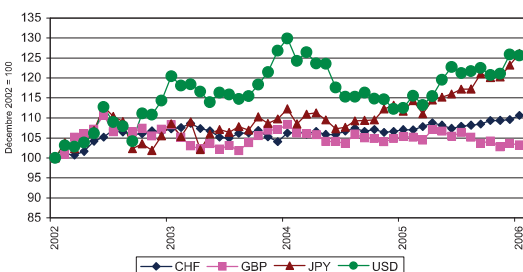
Les effets positifs de valorisation ayant affecté à la fois les avoirs et les engagements (presque dans les mêmes proportions, à savoir 2,8%) peuvent être décomposés en deux parties. D'un côté, les effets négatifs de variations de taux de change et de l'autre côté des effets de valorisation positifs provenant de la hausse des cours boursiers. A la fin de 2006, comparées à leurs niveaux de fin 2005, la plupart des devises se sont dépréciées par rapport à l'euro comme le montre le graphique ci-dessous³. Cette dépréciation a généré des moins-values tant à l'actif qu'au passif.

Toutefois, les cours boursiers ont fortement augmenté tant du côté des titres étrangers que des titres nationaux (voir graphique), ce qui a eu pour conséquence de générer d'importantes hausses de valeur tant à l'actif qu'au passif. Ces dernières plus-values s'étant avérées plus importantes en valeur, elles ont plus que compensées les effets négatifs induits par les variations des cours de change.

3 Par rapport aux quatre principales devises dans lesquelles sont libellés les avoirs et engagements financiers extérieurs du Luxembourg, entre fin décembre 2005 et fin décembre 2006, l'euro s'est apprécié de 11,6% par rapport au USD, de 3,3% par rapport au CHF et de 13% par rapport au JPY. L'euro s'est toutefois déprécié de 2% par rapport au GBP.

Graphique 1

Evolution des principaux cours de change (devise/EUR)

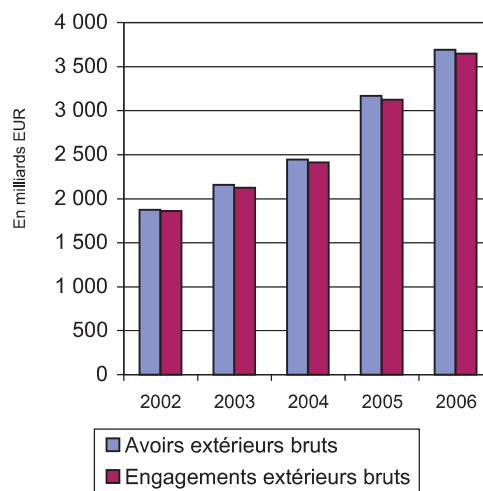


Source: Bloomberg, calculs BCL

Ces importantes évolutions s'expliquent surtout par les nouveaux flux financiers mais les effets de valorisation découlant des variations des prix des actifs et des cours de change sont néanmoins aussi significatifs.

Graphique 3

Evolution des encours d'avoirs et engagements financiers extérieurs bruts

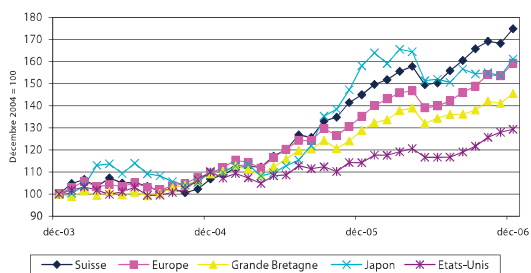


Source: BCL

D'une année à l'autre, sur la période 2002-2006, la décomposition de la variation des avoirs extérieurs bruts laisse apparaître un premier constat: la domination des effets flux, qui représentent près de trois quarts de la variation totale des encours, sur les effets de valorisation (voir graphique ci-dessous). Ainsi entre 2002 et 2006, l'encours des avoirs extérieurs bruts a augmenté de 1 818 milliards d'euros, dont 1 339 milliards (74%) proviennent de nouveaux flux financiers sur cette période et 478 milliards correspondants à des effets de valorisation.

Graphique 2

Evolution boursière dans les principaux pays partenaires



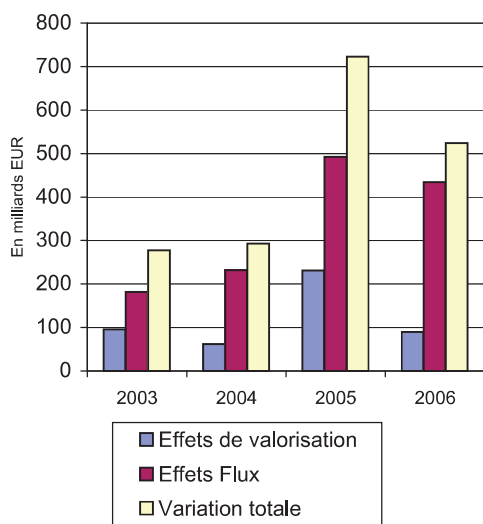
Source: Bloomberg, calculs BCL

2.1.2.2 Evolutions à moyen terme (2002-2006)

Considérées sur les cinq dernières années (2002-2006), les évolutions de la PEG sont très importantes. Entre fin 2002 et fin 2006, les avoirs extérieurs ont quasiment doublé, en passant de 1 875 milliards d'euros à 3 692 milliards. Les engagements extérieurs bruts ont augmenté dans les mêmes proportions, passant de 1 859 milliards d'euros à fin 2002 à 3 648 milliards à la fin de l'année 2006. Quant à la position extérieure nette, elle a plus que doublé en atteignant 44,5 milliards à la fin de 2006 contre 17 milliards à fin 2002.

Graphique 4

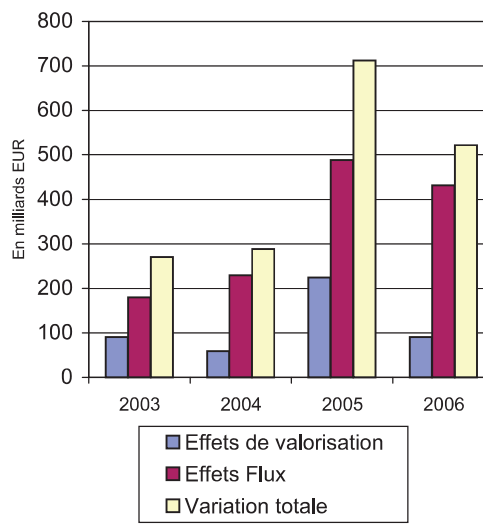
Effets de valorisation et effets flux sur la variation totale des avoirs bruts



Source: BCL.

Graphique 5

Effets de valorisation et effets flux sur la variation totale des engagements bruts



Source: BCL.

Du côté des engagements extérieurs bruts, le même constat s'impose: la variation totale des encours de 1 793 milliards d'euros sur la période 2002-2006 s'explique à concurrence de 1 329 milliards (74%) par des flux financiers entrants, tels qu'enregistrés dans la balance des paiements et le reste par des effets de valorisation.

Un deuxième constat que l'on peut tirer de l'évolution à moyen terme tient à la taille très similaire des encours d'avoirs et d'engagements financiers extérieurs et dans l'ampleur de la similarité des effets de valorisation qui en découlent. Cela reflète le rôle d'intermédiation financière internationale de l'économie luxembourgeoise. Les engagements souscrits correspondent à des fonds levés à l'étranger par les trois principaux sous-secteurs du secteur financier, à savoir les institutions financières monétaires (c'est-à-dire les banques et OPC monétaires), les autres organismes de placement collectifs et les entités financières spécialisées⁴. Les fonds collectés par les trois sous-secteurs sont généralement destinés à être réinvestis dans les actifs étrangers. Concrètement les engagements du Luxembourg sont en grande partie constitués d'un côté des titres de participation (parts d'OPC et actions des SPEs tels qu'enregistrés dans les investissements de portefeuille et dans les investissements directs) et de l'autre côté des dépôts collectés par les banques. Les capitaux collectés par les trois acteurs précités sont réinvestis essentiellement dans les actifs étrangers. Ceci explique les niveaux très proches des encours d'avoirs et d'engagements financiers extérieurs. Par conséquent les effets de valorisation ont

⁴ Les entités financières spécialisées ou *Special purpose entities* (SPEs en sigle) correspondent essentiellement aux sociétés holdings au sens de la loi de 1929 et aux sociétés des participations financières ou SOPARFI.

tendance à se compenser fortement limitant ainsi leur impact sur la position extérieure nette du Luxembourg. La variation de la position extérieure nette entre 2002 et 2006, aux erreurs et omissions nettes près, tient donc essentiellement aux surplus cumulés du compte courant.

Le rôle des flux de balance paiements comme principale source de la variation de la position extérieure est confirmé au niveau des principales composantes, à savoir au niveau des investissements directs, des investissements de portefeuille et des autres investissements (voir section 2.1.2.3 ci-dessous). Toutefois les investissements de portefeuille sont la composante la plus affectée par les effets de valorisation car les modifications des cours boursiers et des taux de changes y jouent pleinement alors que les deux autres composantes sont surtout affectées par des effets de change⁵.

2.1.2.3 Position extérieure et mondialisation

Les niveaux très élevés des encours d'avoirs et d'engagements extérieurs reflètent l'ampleur des relations financières qui lient le Luxembourg avec le reste du monde.

Dans le contexte de la mondialisation, la position extérieure donne certainement une indication sur le degré d'intégration financière d'un pays avec les marchés financiers internationaux.

De manière générale, le degré d'ouverture économique d'un pays s'évalue grâce à deux critères: le volume rapporté à son PIB de ses échanges extérieurs de biens et services ainsi que le volume de ses flux financiers extérieurs. Si la part des exportations et des importations de biens et services dans le PIB sert à mesurer le

degré d'ouverture de l'économie «réelle», l'ouverture financière d'un pays est généralement mesurée par le ratio, par rapport au PIB, du stock⁶ de ses avoirs ou de ses engagements financiers extérieurs.

Dans les comparaisons internationales, le Luxembourg occupe une place primordiale pour ses volumes élevés d'avoirs extérieurs bruts qui, à la fin de l'année 2006, représentent 10908% de son PIB (soit 109 fois plus élevés que le PIB). A titre indicatif, en volume, les avoirs extérieurs bruts de la zone euro (12 518 milliards d'euros à fin 2006) représentent 148% de son PIB tandis que ceux des Etats-Unis s'élèvent à 104% du PIB (13 194 milliards de dollars à fin 2006). Au sein de la zone euro, les volumes les plus élevés des avoirs extérieurs (en rapport avec le PIB) sont détenus par l'Irlande (1146% du PIB), les Pays-Bas (683% du PIB), la Belgique (280% du PIB) et la France (274% du PIB). Les volumes élevés des avoirs extérieurs bruts du Luxembourg sont intimement liés à son rôle d'intermédiation financière internationale comme en démontrent les paragraphes ci-dessous qui examinent la structure par composante de la position extérieure. Toutefois même dans la comparaison avec les pays ayant une structure économique dominée par les activités d'intermédiation financière, à l'instar de la Suisse ou de Hong Kong, le Luxembourg se distingue nettement au niveau du volume des avoirs bruts. Pour la Suisse, les avoirs extérieurs bruts représentent 599% du PIB, 1037% pour Hong Kong et 463% pour Singapour⁷. C'est plutôt au niveau de sa position extérieure nette que le Luxembourg se rapproche de ces trois derniers pays. A fin 2006, la position extérieure nette du Luxembourg s'est élevée, pour rappel, à 132% du PIB; celle de la Suisse s'est établie à 115% de son PIB, celle de Hong Kong s'élève à 281% de son PIB et celle de Singapour à 83% (données de fin 2005).

5 Pour les encours d'IDE, cela est dû à la méthodologie d'évaluation en vigueur (valeur comptable pour toutes les sociétés à l'exception des SPEs pour lesquels les encours sont basés sur le coût historique).

6 L'utilisation des stocks à la place des flux financiers est justifiée par le fait que, de toutes les façons, les stocks d'avoirs ou d'engagements financiers d'un pays sont le reflet, aux effets de valorisation près, des flux financiers historiques.

7 Données de fin 2005 pour Singapour.

Tableau 2 Position extérieure en% du PIB: comparaison internationale à la fin de 2006

	<i>Luxembourg</i>	<i>Hong Kong</i>	<i>Suisse</i>	<i>Singapour*</i>	<i>Zone euro</i>	<i>Royaume - Uni</i>	<i>Etats-Unis</i>	<i>Japon</i>	<i>Allemagne</i>	<i>Pays-Bas</i>	<i>Belgique</i>	<i>France</i>	<i>Irlande</i>
Avoirs extérieurs bruts	10908%	1037%	599%	463%	148%	406%	104%	110%	190%	683%	280%	274%	1146%
Engagements extérieurs bruts	10776%	756%	484%	381%	161%	429%	123%	68%	166%	682%	248%	269%	1153%
Position extérieure nette	132%	281%	115%	83%	-12,1%	-22%	-19%	42%	24%	1%	31%	5%	-6%

* Données de fin 2005 pour Singapour.

Source: IFS

2.1.3 Structure par composante de la position extérieure du Luxembourg

Cette section décompose la position extérieure du Luxembourg selon ses trois principales composantes, à savoir les investissements directs, les investissements de portefeuille et les autres investissements. Les «investissements directs» correspondent aux investissements qui ont pour finalité d'exercer un pouvoir de contrôle dans la gestion d'entreprises situées hors du territoire de l'investisseur. Par convention, le pouvoir de contrôle est présumé lorsque la participation de l'investisseur direct dépasse 10% du capital social de l'entreprise non-résidente. Dans la pratique, les capitaux d'investissements directs se subdivisent en participations au capital social, en bénéfices non rapatriés ainsi qu'en prêts intragroupes.

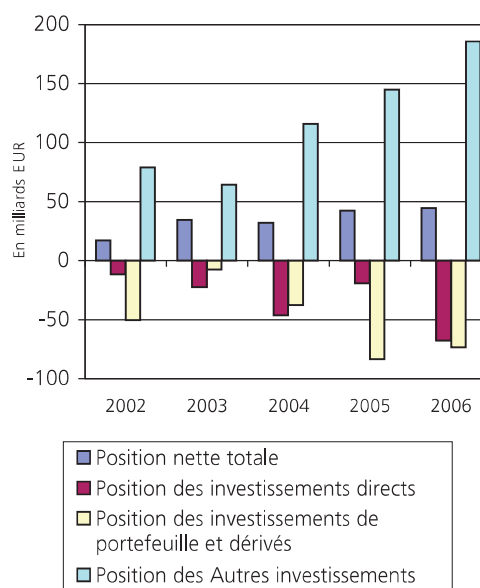
Les investissements de portefeuille couvrent les placements internationaux en valeurs mobilières, notamment sous forme des titres de créance et des titres de participation (à l'exclusion de ceux détenus dans le cadre d'une relation d'investissement direct c'est-à-dire plus de 10% du capital).

Les autres investissements regroupent principalement les crédits commerciaux, les prêts ou emprunts classiques ainsi que les dépôts bancaires et les monnaies fiduciaires.

Sur la période 2002-2006, la structure de la position extérieure nette montre des déficits récurrents dans les positions d'investissements directs (68 milliards d'euros pour 2006) et d'investissements de portefeuille (73 milliards en 2006), fortement compensés par une position créditrice excédentaire dans les autres investissements (185 milliards en 2006, voir graphique).

Graphique 6

Evolution de principales composantes de la position extérieure nette du Luxembourg



Source: BCL

2.1.3.1 La position des investissements directs

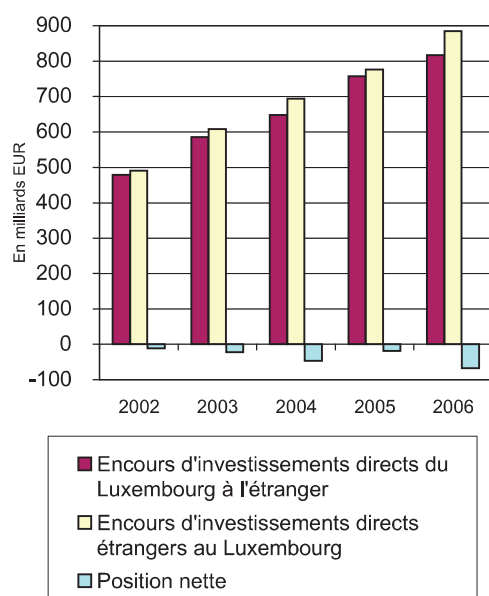
L'encours d'investissements directs (IDE) luxembourgeois à l'étranger est évalué à 817 milliards d'euros à fin 2006 contre 884 milliards pour les stocks d'investissements directs étrangers au Luxembourg. Comme la valeur de l'encours d'investissements directs étrangers dépasse celle des investissements directs luxembourgeois à l'étranger, le Luxembourg présente une position nette négative de 68 milliards d'euros à la fin de l'année 2006. L'analyse des données couvrant la période 2002-2006 montre que les engagements et les avoirs du Luxembourg au titre d'investissements directs sont très proches en valeur et affichent des variations quasi-identiques d'une année à l'autre (voir graphique).

Le fait que les valeurs des encours IDE soient très proches tient à la prépondérance des entités financières spécialisées (SPEs ou «Special Purpose Entities») constituées essentiellement des sociétés holdings (au sens de la loi de 1929) et des autres sociétés des participations financières (SOPARFI). A fin 2006, sur les 884 milliards d'euros d'encours d'IDE étrangers au Luxembourg, 811 milliards (92%) correspondent à l'encours d'investissements directs des SPEs. De même sur un montant total de 817 milliards d'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger à fin 2006, 766 milliards (94%) émanent des entités financières spécialisées. Cette prépondérance des SPEs se remarque aussi dans la position des investissements directs du Luxembourg. Celle-ci s'est établie à 68 milliards d'euros fin 2006, dont 45 milliards pour les entités financières spécialisées, 20 milliards pour les banques résidentes et 3 milliards pour les autres branches d'activité. Si les encours des SPEs sont généralement de nature symétrique dans leur taille, avec des engagements correspondant presque aux avoirs, la position nette négative s'explique entre autres par le fait qu'une certaine partie des avoirs détenus par les SPEs prennent la forme d'investissements de portefeuille et la forme d'autres investissements (dépôts et crédits).

La position des investissements directs du Luxembourg reflète donc le rôle d'intermédiation financière internationale du pays, avec des avoirs et des engagements des SPEs s'inscrivant généralement dans le cadre stratégique des entreprises multinationales. Celles-ci visent à utiliser de manière optimale l'avantage que présente le Luxembourg dans ses différences avec les autres pays en matière d'infrastructures financières, de véhicules institutionnels et de régimes fiscaux.

Graphique 7

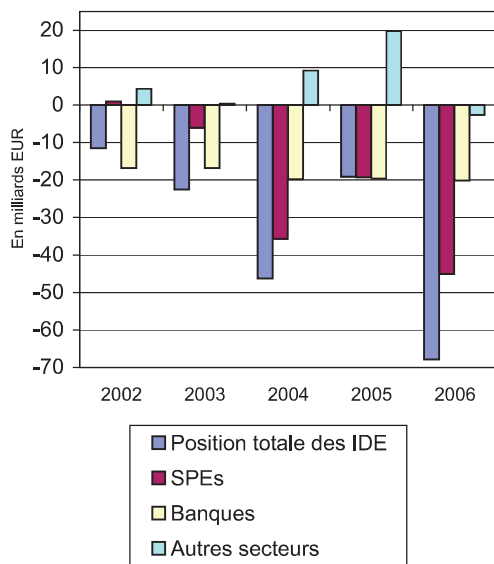
Evolution de la position des investissements directs



Source: BCL, STATEC

Graphique 8

Evolution de la position nette des investissements directs par secteur résident



Sources: BCL, STATEC

2.1.3.2 La position des investissements de portefeuille

Les stocks d'investissements de portefeuille occupent une part importante dans la structure de la position extérieure globale du Luxembourg. Sur la période 2002-2006, le portefeuille des titres étrangers détenus par les résidents représente en moyenne 49% des avoirs extérieurs bruts du Luxembourg. De même, le portefeuille des titres luxembourgeois détenus par les non-résidents représente, en moyenne sur la période 2002-2006, 51% des engagements extérieurs bruts du Luxembourg.

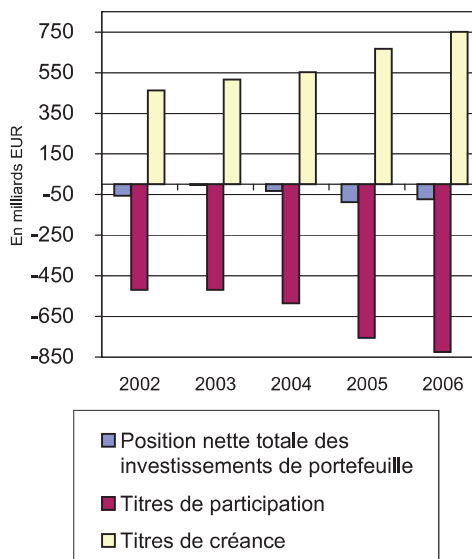
Par ailleurs les encours d'investissements de portefeuille ont affiché les taux de croissance les plus élevés parmi les autres composantes de la position extérieure du Luxembourg. La valeur du portefeuille des titres étrangers détenus par les résidents a plus que doublé passant de 880 milliards d'euros à fin 2002 à 1 845 milliards à fin 2006. De même les engagements de portefeuille du Luxembourg, c'est-à-dire les titres émis par les résidents et détenus par les non-résidents, ont plus que doublé en atteignant 1 920 milliards en 2006 contre 937 milliards en 2002. Comme souligné précédemment (voir section 2.1.3 ci-dessus et encadré ci-dessous), ces importantes

évolutions s'expliquent en grande partie par les nouveaux flux financiers mais aussi par des effets de valorisation découlant des variations des prix des actifs et des cours de change.

La différence entre les avoirs et les engagements de portefeuille montre que le Luxembourg affiche une position nette négative sur cette composante de la position globale. La position nette débitrice est passée de 57 milliards d'euros à fin 2002 à 74 milliards à fin 2006. Elle varie fortement en fonction du type d'instruments financiers. Elle est déficitaire pour les titres de participations (-824 milliards d'euros en 2006) alors qu'elle s'avère excédentaire pour les titres de dette (750 milliards en 2006, voir graphique).

Graphique 9

Position nette des investissements de portefeuille



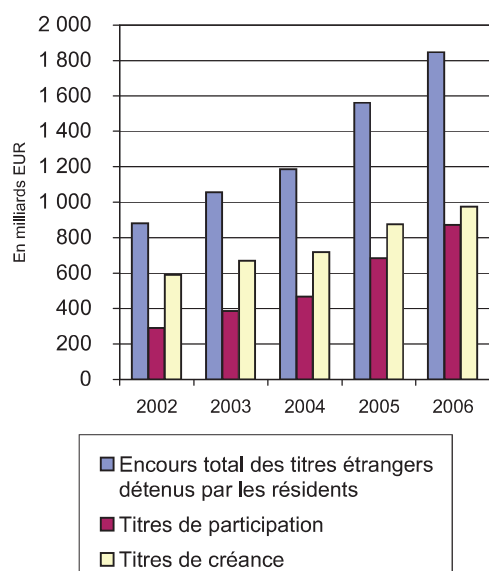
Source: BCL

Enfin, bien que la position nette soit négative, les avoirs et les engagements de portefeuille du Luxembourg sont très proches en valeur absolue et cela tient au rôle particulier des Organismes des placements collectifs (OPC). Sur la période 2002-2006, l'encours de titres luxembourgeois détenus par les non résidents est composé en moyenne à 88% de titres de participation (voir graphique), qui eux-mêmes correspondent à 97% aux parts d'OPC. Cette place considérable des fonds d'investissements dans les engagements du

Luxembourg met en évidence le rôle du pays en tant que plate-forme pour des activités d'intermédiation financière internationale. Cela d'autant plus qu'une grande partie des fonds collectés par les OPC est investie dans les titres émis par des non-résidents. En effet les OPC détiennent environ 70% (ou 1 290 milliards d'euros pour fin 2006) du volume global (1 845 milliards en 2006) des valeurs mobilières étrangères détenues par le Luxembourg.

Graphique 10

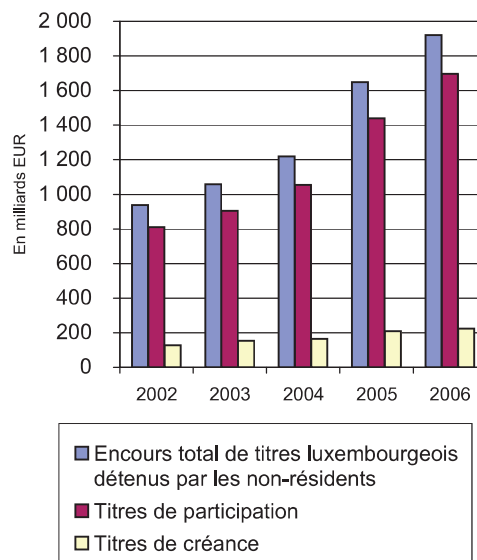
Encours de titres étrangers détenus par les résidents (en milliards EUR)



Source: BCL

Graphique 11

Encours de titres luxembourgeois détenus par les non-résidents (en milliards EUR)



Source: BCL

Répartition géographique des investissements de portefeuille du Luxembourg en 2006⁸

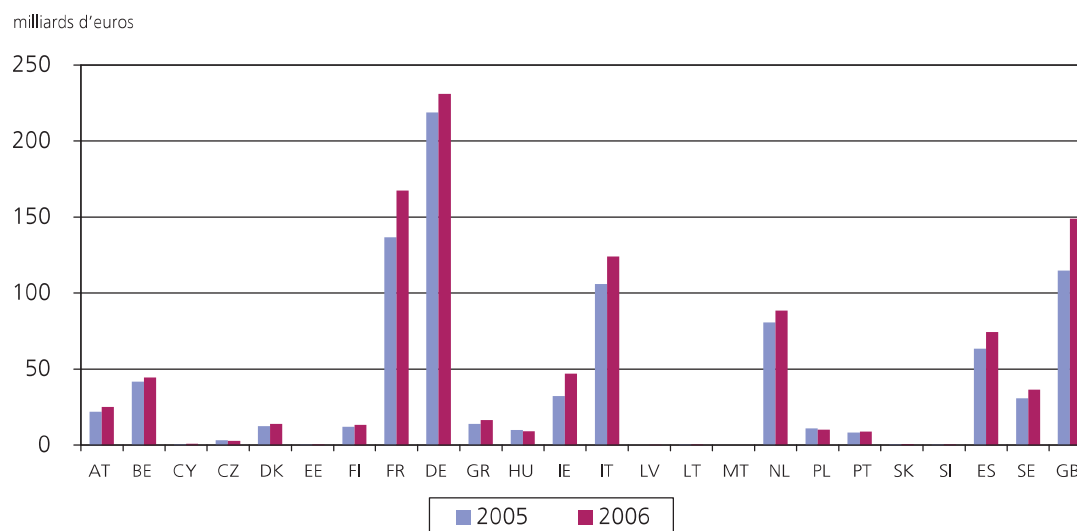
Les avoirs

A la fin de 2006, le Luxembourg détient des titres étrangers pour une valeur estimée à 1 845 milliards d'euros, soit une augmentation de 18% par rapport à 2005. Les investissements de portefeuille des luxembourgeois à l'étranger se composent de 47% de titres de participation et de 53% de titres de créance.

Bien que les investissements de portefeuille du Luxembourg à l'étranger soient répartis dans près de 160 pays, on observe une grande concentration d'actifs émis par des pays industrialisés. A l'instar de 2005, les cinq principales destinations en 2006, par ordre d'importance, sont les Etats-Unis, l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni et l'Italie. Les investissements des résidents restent d'ailleurs traditionnellement orientés vers les pays membres de l'Union européenne, notamment vers les pays de la zone euro. (Graphique 1).

Graphique 1

Investissement du Luxembourg dans les pays membres de l'UE (2005-2006)



Source: BCL

A la fin de 2006, près de 58% des avoirs luxembourgeois en titres étrangers sont des titres émis par les 24⁹ autres pays membres de l'Union européenne, la majeure partie de ces titres étant émis par les pays de la zone euro. Celle-ci absorbe 62% des investissements sous forme de titres de créances et 38% sous forme de titres de participations¹⁰.

Au sein de l'Union européenne, les titres émis par l'Allemagne atteignent respectivement 16% et 8% du stock de titres de créances et de titres de participation détenus par le Luxembourg, ce qui en fait le premier pays d'investissement des résidents luxembourgeois, devant la France et le Royaume-Uni.

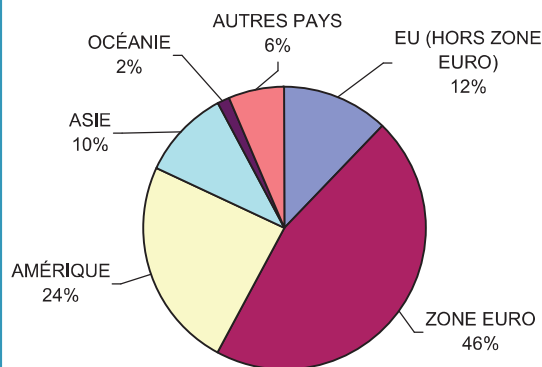
⁸ Encadré rédigé par Anh-Tuan BUI.

⁹ L'Union européenne comptait 25 pays membres en 2006.

¹⁰ Voir tableau 11.6: «Ventilation géographique des avoirs de portefeuille» sur notre site Internet (www.bcl.lu).

Graphique 2

Répartition des zones d'investissement des résidents luxembourgeois



Source: BCL

Au niveau mondial, ce sont les Etats-Unis qui constituent la première destination des avoirs de portefeuille luxembourgeois. En 2006, la part revenant aux actions et aux titres de créances américains est de respectivement 19% et 15%, et atteint au total 316 milliards d'euros, soit une progression de 23% en un an.

Cependant, le pays d'investissement des résidents luxembourgeois qui enregistre la plus forte progression en 2006 est la Chine. En tenant compte de la flambée des prix des actions chinoises (plus de 130% en un an, graphique 3) et la variation du taux de change de la devise chinoise, le yuan, la valeur des investissements en titres chinois a fait un bond d'environ 300% en un an. Plusieurs facteurs expliquent le pouvoir d'attraction de la Chine: la taille du marché, la croissance soutenue de l'économie et la relative stabilité politique et sociale. L'entrée de la Chine en 2001 à l'Organisation mondiale du commerce apporte également une certaine assurance à l'égard de la sécurité juridique pour les investisseurs étrangers.

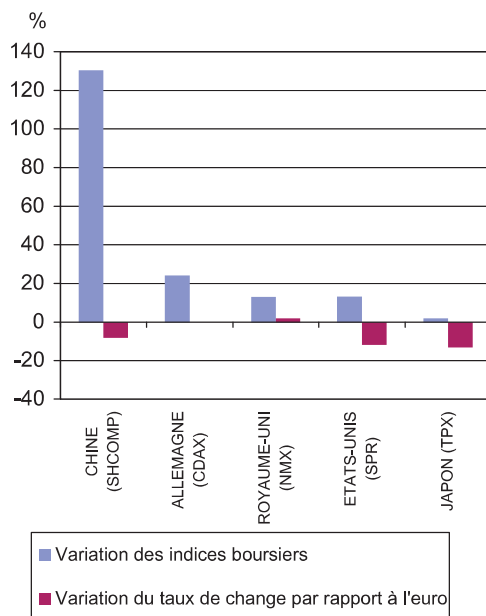
Un autre pays émergent qui attire les investisseurs luxembourgeois est l'Inde. Les investissements de portefeuille du Luxembourg dans ce pays enregistrent une augmentation de 66% en un an. A la fin de 2006, les titres émis par l'Inde et détenus au Luxembourg atteignent 16 milliards d'euros, dont 97% sont des titres de participation.

Malgré l'attrait de la Chine et de l'Inde, le Japon reste le premier pays d'investissement du Luxembourg en Asie en 2006, bien que la valeur des investissements des résidents dans ce pays accuse une diminution de 10% par rapport à 2005. Cette régression est due notamment à la dépréciation de la devise japonaise face à l'euro, qui est de l'ordre de 13% au cours de cette période.

A titre de comparaison internationale, les dernières données disponibles se référant à la fin 2005, le Luxembourg s'était classé cinquième en termes de valeur des titres étrangers détenus dans le cadre de l'investissement de portefeuille, derrière les Etats-Unis, le Royaume-Uni, l'Allemagne et la France. En effet, le Luxembourg détenait des titres étrangers pour une valeur de 1 560 milliards d'euros, soit 7% de la valeur totale des investissements estimée à 22 000 milliards d'euros selon les statistiques du Fonds monétaire international (FMI).

Graphique 3

L'Évolution des indices boursiers et du taux de change sur la période 2005-2006



Source: Bloomberg

Les engagements

D'un point de vue méthodologique, il est difficile de connaître les détenteurs étrangers de titres nationaux. La seule source disponible reste les informations des autres pays sur leurs détentions de titres luxembourgeois. Afin d'obtenir ces informations, le Fonds monétaire international organise chaque année depuis 2001 l'enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille (ou CPIS)¹¹ à laquelle participe un grand nombre de pays investisseurs. Les résultats de l'édition 2006 de la CPIS ne sont pas encore disponibles à la date d'arrêt de cet encadré.

Selon les derniers chiffres publiés par le FMI à l'issue de l'édition 2005 de cette enquête, le stock des titres luxembourgeois détenus par les non résidents atteignait 1 045 milliards d'euros à la fin de 2005, ce qui représente une progression de 28% en un an. Plus de 65% des titres luxembourgeois étaient détenus par les pays membres de la zone euro, parmi lesquels, l'Allemagne occupait la première place avec 207 milliards d'euros, suivie de l'Italie, la Belgique et la France. En dehors de cette zone, la Suisse et le Japon détenaient respectivement 97 et 64 milliards d'euros de titres luxembourgeois. Le tableau 1 détaille l'évolution de 2001 à 2005 des investissements de portefeuille des principaux pays investisseurs dans l'économie du Luxembourg.

L'encours de titres luxembourgeois détenus par les non résidents était composé de 75% de titres de participation (771 milliards d'euros), principalement de parts d'OPC et 25% d'obligations (273 milliards d'euros). A la fin de 2005, le stock de titres de participation détenus par les non résidents avait augmenté de 160 milliards en un an. Cette augmentation était due en grande partie aux acquisitions nettes, mais aussi aux effets de valorisation.

Il faut noter que les engagements en titres du Luxembourg vis-à-vis de l'étranger atteignaient 1 648 milliards d'euros à la fin de 2005¹². Comme tous les pays ne participent pas à la CPIS, l'enquête du FMI ne permet de déterminer les pays détenteurs que pour un montant de 1 045 milliards d'euros.

¹¹ CPIS: Coordinated Portfolio Investment Survey.

¹² Voir tableau 11.1 «Position extérieure globale du Luxembourg» sur notre site Internet (www.bcl.lu).

Tableau 3 Principaux détenteurs de titres émis par le Luxembourg

<i>en milliards d'euros</i>	2001	2002	2003	2004	2005
Allemagne	117	118	136	165	207
Italie	120	140	150	158	195
Suisse	83	78	84	88	97
Belgique	65	59	61	64	88
France	35	37	40	50	74
Japon	52	53	43	53	64
Grande-Bretagne	25	25	31	40	53
Etats-Unis	15	14	19	28	39
Espagne	8	12	16	27	38
Suède	18	19	24	28	31
Pays-Bas	9	8	11	18	27
Irlande	2	11	13	17	22
Autriche	7	7	8	10	14
Hong Kong	10	9	9	10	13
Chili	2	2	5	6	12
Finlande	2	2	4	6	9
Portugal	4	4	4	5	6
Norvège	2	2	3	4	6
Corée du Sud	0	0	1	3	6
Grèce	1	2	2	3	5
Autres pays	19	18	19	33	39
TOTAL	596	619	680	815	1 045

Source: FMI, BCL

2.1.3.3 La position des autres investissements (dépôts et crédits)

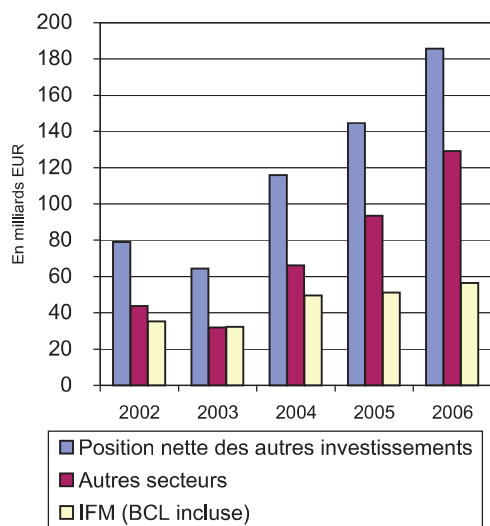
Les stocks d'autres investissements regroupent tous les avoirs et tous les engagements financiers extérieurs qui ne sont ni des investissements directs, ni de portefeuille, ni des avoirs de réserve. En pratique il s'agit principalement des crédits classiques, des dépôts bancaires ainsi que des crédits commerciaux. Les encours d'autres investissements constituent (avec les avoirs de réserve dans une très moindre mesure) les seules rubriques qui ont contribué, sur la période 2002-2006, au solde positif de la position extérieure globale du Luxembourg. Ce solde positif n'a cessé de grimper sur les dernières années atteignant 185 milliards fin 2006 (79 milliards fin 2002). Au sein des autres investissements, la position créditrice varie selon les secteurs résidents. Les autorités monétaires (c'est-à-dire la BCL), dont l'encours d'autres investissements se compose essentiellement des engagements ou des créances vis-à-vis de l'Eurosystème¹³, affiche une position créditrice de 5 milliards d'euros à fin 2006. Le solde positif de la position des institutions financières monétaires (BCL exclue) s'est élevé à 51 milliards d'euros à la fin de l'année 2006. Les encours

d'autres investissements des IFMs confirment d'ailleurs l'internationalisation très poussée des activités bancaires. Fin 2006, l'encours des dépôts des non-résidents (435 milliards d'euros) représente en effet 64% de tous les dépôts auprès des IFMs luxembourgeois. De même, du côté des actifs des IFMs, la clientèle non-résidente occupe une place importante avec un encours des crédits de 486 milliards d'euros à fin 2006 (81% du volume global des crédits). Enfin, soulignons l'évolution très importante des autres secteurs (entités financières spécialisées et OPC non monétaires essentiellement) dont la position nette dépasse systématiquement celle des IFMs (voir graphique). A la fin de 2006, les créances des autres secteurs (528 milliards d'euros) ont même dépassé celles des IFMs (486 milliards). Cette évolution est le résultat de la hausse continue du nombre d'entités financières non-bancaires ayant pour principal objectif la levée des fonds (sous forme d'émissions des titres de créance ou d'emprunts ordinaires) dont le produit est ensuite prêté à la maison-mère ou aux autres entités du groupe. De ce point de vue, une large part du solde positif de la position des autres investissements est la contrepartie directe des soldes négatifs des investissements directs et des investissements de portefeuille.

¹³ Plus explicitement, les engagements ou les avoirs nets de la BCL envers l'Eurosystème résultent des opérations de politique monétaire et de la gestion du système des paiements TARGET.

Graphique 12

Evolution de la position nette des autres investissements



Source: BCL

2.1.4 Conclusion

Sur les cinq dernières années, les encours d'avoirs et d'engagements financiers extérieurs du Luxembourg ont fortement augmenté. Entre fin 2002 et fin 2006, les avoirs extérieurs bruts ont quasiment doublé, en passant de 1 875 milliards d'euros à 3 692 milliards. Les engagements extérieurs bruts ont augmenté dans les mêmes proportions, passant de 1 859 milliards d'euros à fin 2002 à 3 648 milliards à la fin de l'année 2006. La position extérieure nette, c'est-à-dire la différence entre la valeur des avoirs et celle des engagements, a plus que doublé en atteignant 44,5 milliards à la fin de 2006 contre 17 milliards à fin 2002. Cette analyse a présenté ces évolutions, dans toutes les composantes de la position extérieure, en montrant les facteurs (flux financiers et effets de valorisation) qui ont été à la base de l'importante hausse des avoirs et des engagements financiers extérieurs du Luxembourg. D'une année à l'autre, sur la période 2002-2006, la décomposition de la variation des avoirs et des engagements extérieurs bruts laisse apparaître une prépondérance des effets flux qui représentent près de trois quarts de la variation totale des encours.

Par ailleurs, les avoirs et les engagements financiers sont non seulement très proches en valeur absolue mais aussi ils sont affectés de manière symétrique par les effets de valorisation. Cela reflète le rôle d'intermédiation financière internationale de l'économie luxembourgeoise. Les données montrent que

par rapport à la très petite taille de l'économie (au regard de son PIB), les volumes très élevés des encours d'avoirs et d'engagements financiers extérieurs du Luxembourg sont détenus (émis) à plus de 90%, par les trois principaux acteurs du secteur financier luxembourgeois, à savoir les entités financières spécialisées (holdings et SOPARFI), les organismes de placement collectifs (OPC) et les banques. Les fonds collectés à l'étranger par les trois acteurs précités sont généralement destinés à être réinvestis dans les actifs étrangers. Ceci explique les niveaux très proches de la valeur des engagements et des avoirs. Par conséquent les effets de valorisation sur les avoirs et sur les engagements ont tendance à se compenser fortement limitant ainsi leur impact sur la position extérieure nette du Luxembourg. La variation de la position extérieure nette entre 2002 et 2006, aux erreurs et omissions nettes près, tient donc essentiellement aux surplus cumulés du compte courant.

L'étude a également montré un exemple (parmi tant d'autres) de l'usage des données de la position extérieure dans l'analyse économique, à savoir la détermination du degré d'ouverture ou d'intégration financière d'un pays dans l'économie mondiale. Dans le contexte de la mondialisation, grâce aux données de la position extérieure, l'évolution du taux d'ouverture financière d'une économie (ratio, par rapport au PIB, du stock des avoirs ou des engagements financiers extérieurs) marque le rythme auquel ce pays s'intègre dans les marchés financiers internationaux. En comparaison avec les autres pays de la zone euro, le Luxembourg affiche un taux d'ouverture le plus élevé, ses avoirs financiers extérieurs bruts représentant plus de 100 fois son PIB. Dans la zone euro, les deux pays qui suivent sont l'Irlande et les Pays-Bas, avec des avoirs extérieurs bruts représentant respectivement 11 fois et 7 fois le PIB. Même dans la comparaison avec les pays ayant une structure économique dominée par les activités d'intermédiation financière, à l'instar de la Suisse ou de Hong Kong, le Luxembourg se distingue nettement par le volume de ses avoirs extérieurs bruts. Pour la Suisse, les avoirs financiers extérieurs bruts représentent 6 fois son PIB, 10 fois pour Hong Kong et 5 fois pour Singapour. C'est plutôt au niveau de sa position extérieure nette (132% du PIB) que le Luxembourg se rapproche de ces trois derniers pays. Fin 2006, les avoirs extérieurs nets de la Suisse se sont établis à 115% de son PIB, ceux de Hong Kong à 281% de son PIB et ceux de Singapour à 83% de son PIB.

Enfin cette analyse a montré la structure par postes de la position extérieure nette sur la période 2002-2006, une structure caractérisée par des déficits récurrents dans les positions d'investissements directs et d'investissements de portefeuille, fortement compensés par une position excédentaire dans les autres investissements (dépôts et crédits),