

2 LA POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE DU LUXEMBOURG⁹

2.1 INTRODUCTION

La position extérieure globale (PEG) recense, à un moment donné, les encours d'avoirs et d'engagements financiers extérieurs d'un pays. On y distingue, selon la classification internationale¹⁰, plusieurs catégories d'actifs financiers :

- (a) Sous la rubrique « investissements directs » sont recensés les 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 (ID) se matérialisent sous forme de participations au capital social, de bénéfices non rapatriés ainsi que sous forme de prêts intragroupes.
- (b) Les investissements de portefeuille couvrent les encours d'investissements internationaux en valeurs mobilières, notamment sous forme de titres de participation et de titres de créance. Les titres de participation détenus dans le cadre d'une relation d'investissement direct (au moins 10% du capital) sont exclus de cette rubrique.
- (c) Les autres investissements regroupent tous les avoires et tous les engagements financiers extérieurs qui ne sont ni des investissements directs, ni de portefeuille, ni de produits dérivés, ni des avoires de réserve. Il s'agit principalement des crédits commerciaux, des prêts ainsi que des dépôts et monnaies fiduciaires.


En raison de leurs montants relativement faibles, comparés aux trois catégories ci-dessus, les produits financiers dérivés et les avoires de réserve, malgré qu'ils constituent aussi des composantes principales de la position extérieure, ne sont pas analysés distinctement dans la présente étude.

Dans sa première section, la présente note analyse les évolutions récentes de la position extérieure du Luxembourg, en montrant les facteurs (flux financiers et effets de valorisation) qui ont été à la base de ces développements. Au cours de l'année 2007, les avoires financiers extérieurs bruts ont augmenté de 472 milliards d'euros pour atteindre 4 136 milliards d'euros à la fin de l'année, essentiellement sous l'effet de nouveaux flux financiers tels que recensés dans la balance des paiements. L'effet flux (489,6 milliards au total) a toutefois été partiellement réduit (à concurrence de 17 milliards) par des effets négatifs de valorisation résultant à la fois d'une appréciation de l'euro et d'une baisse des cours d'actifs financiers sur certains marchés financiers internationaux. Ces mêmes effets négatifs de valorisation ont affecté (à concurrence de 10 milliards d'euros) l'encours d'engagements financiers extérieurs qui a tout de même progressé de 13% pour atteindre 4 098 milliards à la fin de l'année 2007, sous l'effet d'importantes entrées de fonds (486 milliards d'euros en 2007). Ayant davantage affecté les avoires financiers extérieurs (-17 milliards) que les engagements (-10 milliards), les effets négatifs de valorisation ont provoqué une détérioration du solde positif de la position extérieure du Luxembourg qui a atteint 38 milliards d'euros à fin 2007 contre 41 milliards à la fin de l'année 2006.

La deuxième section de cette analyse présente la structure de la position extérieure globale du Luxembourg, selon ses trois principales composantes, à savoir les investissements directs, les investissements de portefeuille et les autres investissements. La ventilation par secteur économique et par zone géographique de différents avoires et engagements financiers y est également abordée. Les données montrent que les encours d'avoires et d'engagements financiers extérieurs du Luxembourg sont détenus (émis) essentielle-

⁹ Note rédigée par Albert Lendele - Kola.

¹⁰ Cfr. Pour la méthodologie, voir FMI, Manuel de Balance des paiements, 5^e édition, 1993.



ment par trois sous-secteurs du secteur financier luxembourgeois, à savoir les entités financières spécialisées (sociétés holdings au sens de loi de 1929 et sociétés de participation financières), les organismes de placements collectifs (OPC) et les institutions financières monétaires (banques et OPC monétaires). La répartition par pays partenaire des encours d'avoires et d'engagements extérieurs du Luxembourg montre une légère baisse de la quote-part des pays membres de la zone euro. Corrélativement, la quote-part des pays « extra-zone euro » est en hausse régulière. Parmi ces derniers pays, le Royaume-Uni, les États-Unis, les Centres financiers offshore¹¹, et la Suisse sont les principaux partenaires.

2.2 ÉVOLUTIONS DE LA POSITION EXTÉRIEURE DU LUXEMBOURG : VUE D'ENSEMBLE

Les actifs financiers étrangers détenus par les résidents du Luxembourg sont évalués à 4 136 milliards d'euros à fin décembre 2007, après avoir atteint 3 664 milliards à la fin de l'année 2006. Les engagements financiers extérieurs des résidents se montent à 4 098 milliards d'euros à fin 2007, contre 3 623 milliards à fin 2006. La position extérieure nette du Luxembourg, c'est-à-dire la valeur des avoires financiers extérieurs après soustraction de la valeur des engagements, était positive de 38 milliards d'euros à la fin de 2007 (105% du PIB de 2007), soit une baisse de 3,4 milliards par rapport à la situation de fin de 2006. Cette détérioration de la position nette résulte essentiellement des pertes de change mais aussi, dans une moindre mesure, des baisses de cours sur certains marchés financiers (voir graphiques ci-dessous).

Au cours de l'année 2007, les avoires financiers extérieurs bruts ont augmenté de 472 milliards d'euros au total, essentiellement sous l'effet de nouveaux flux financiers tels que recensés dans la balance des paiements. L'effet total lié aux flux (489,6 milliards) a toutefois été réduit en partie (à concurrence de 17 milliards) par des effets négatifs de valorisation résultant à la fois d'une appréciation de l'euro et d'une baisse des cours d'actifs financiers. Ces mêmes effets négatifs de valorisation ont affecté (à concurrence de 10 milliards d'euros) les engagements financiers extérieurs qui ont dans l'ensemble progressé de 476 milliards d'euros sous l'effet d'importantes entrées de fonds (486 milliards d'euros en 2007) telles que recensées par la balance des paiements. Comparées à leurs niveaux de fin décembre 2006, la plupart des devises se sont en effet dépréciées par rapport à l'euro à fin décembre 2007 comme le montre le graphique ci-dessous¹². Cette dépréciation a généré des moins-values tant à l'actif qu'au passif. De même, les cours boursiers ont baissé en Europe et au Japon (respectivement de -0,2% et -12,6%) même s'ils ont légèrement progressé aux États-Unis (+3,6%) et les cours des obligations se sont également tassés ce qui a eu pour conséquence de générer d'importantes pertes de valeur tant à l'actif qu'au passif (voir graphique). Ces effets négatifs de valorisation ont donc occasionné une détérioration de la position extérieure nette du Luxembourg à la fin de 2007, en raison du fait qu'ils ont affecté davantage les avoires (-17 milliards) que les engagements (-10 milliards) financiers extérieurs.

11 Dans cette analyse, les Centres financiers offshore regroupent 37 pays (définition de l'OCDE et d'EUROSTAT) dont les Antilles néerlandaises, Gibraltar, Hong Kong, Liechtenstein, les Îles vierges britanniques, les Îles Caimans, Singapour, etc.

12 Par rapport aux quatre principales devises dans lesquelles sont libellés les avoires et les engagements financiers extérieurs du Luxembourg, entre fin décembre 2006 et fin décembre 2007, l'euro s'est apprécié de 11,8% par rapport au USD, de 3% par rapport au CHF, de 9% par rapport au GBP et de 5% par rapport au JPY.

Tableau 1

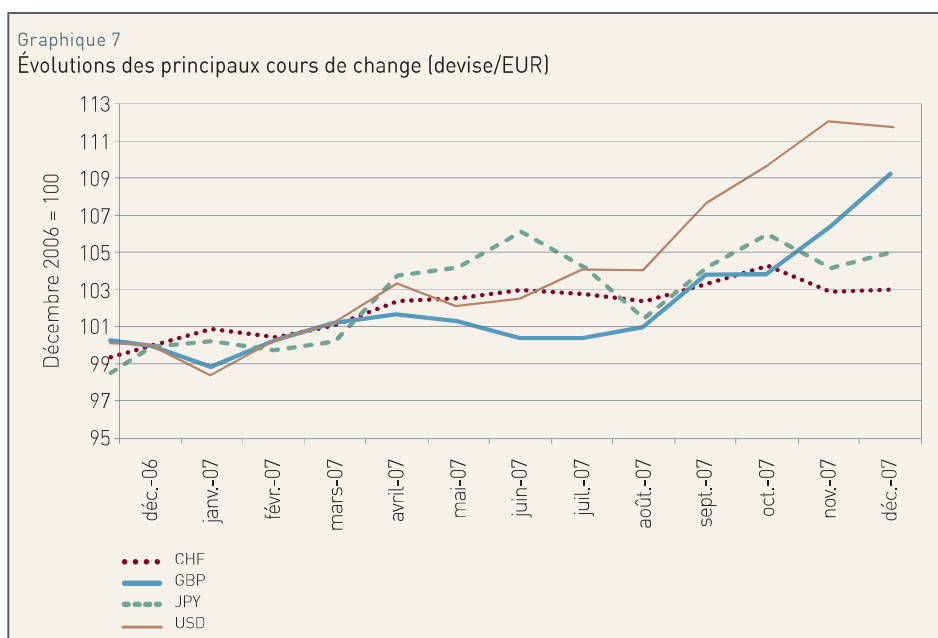
Évolution de principales composantes de la position extérieure globale du Luxembourg entre fin 2007 et fin 2006
(en milliards EUR)

	Stocks à fin 2006 ⁽¹⁾	Flux de balance de paiement ⁽²⁾	Variations dues aux cours de change et de bourse et autres ajustements ⁽²⁾	Stocks à fin 2007 ⁽¹⁾
Position extérieure nette	41,4	3,6	-7,0	38,0
Avoirs extérieurs bruts	3.663,9	489,6	-17,1	4.136,5
Engagements extérieurs bruts	-3.622,6	-486,1	10,1	-4.098,5
Investissements directs	-47,2	44,9	-12,5	-14,9
Luxembourgeois à l'étranger	826,8	180,4	-15,4	991,9
Étrangers au Luxembourg	-874,0	-136	2,9	-1.006,8
Investissements de portefeuille	-74,5	-99,5	-18,9	-192,9
Titres étrangers	1.846,9	128,0	-16,8	1.958,2
Titres luxembourgeois	-1.921,4	-227,6	-2,1	-2.151,1
Produits dérivés	-1,1	-11,1	5,2	-7,0
Créances	9,3	-0,7	0,9	9,6
Engagements	-10,4	-10,4	4,2	-16,6
Autres investissements	163,9	69,4	19,3	252,7
Créances	980,7	181,9	14,2	1.176,8
Engagements	-816,8	-112,5	5,1	-924,1
Avoirs de réserve	0,202	-0,061	0,0	0,140

Source: BCL

⁽¹⁾ Pour les stocks, un signe négatif représente un engagement et un signe positif une créance ;

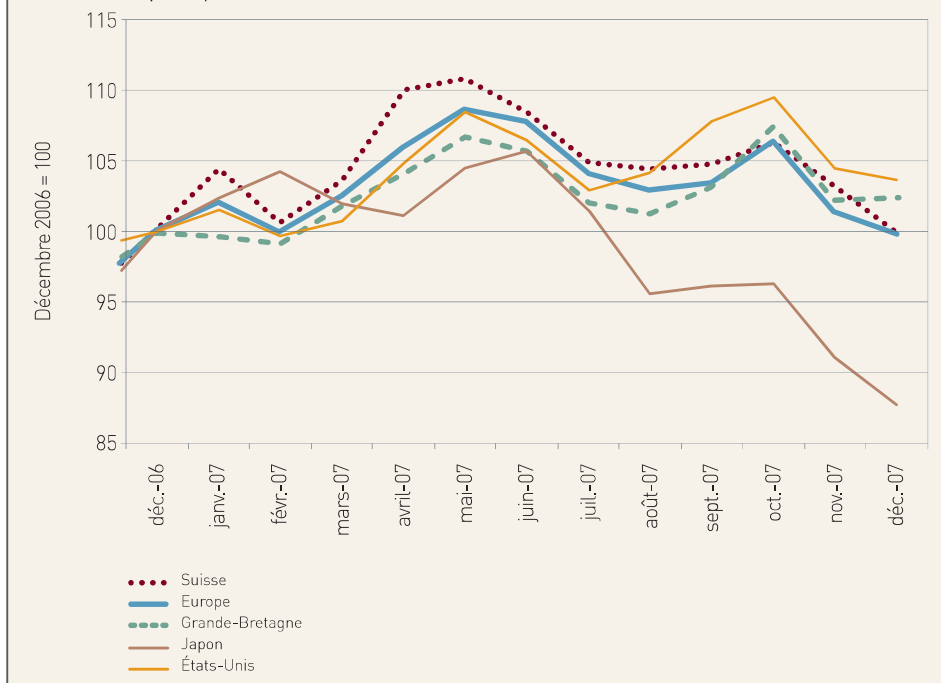
⁽²⁾ Pour les flux et pour les variations, un signe négatif correspond à une augmentation des engagements et à une diminution des avoirs, un signe positif traduit une hausse des créances et une diminution des engagements.



Source: Bloomberg, calculs BCL.

Graphique 8

Évolution des principaux cours boursiers



Sources: Bloomberg, calculs BCL

ANALYSE DES PREMIERS EFFETS DES TROUBLES FINANCIERS SUR LE COMPTE DES OPÉRATIONS FINANCIÈRES ET LA POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE DU LUXEMBOURG¹³

La correction du marché immobilier américain, l'éclatement de la crise du subprime qui s'est étendue au marché monétaire et au crédit s'est finalement propagée au secteur financier à l'échelle mondiale en empruntant deux canaux majeurs ; d'une part elle a directement affecté les établissements engagés dans les crédits immobiliers aux États-Unis ou détenant des valeurs mobilières représentant des créances titrisées et d'autre part, elle a agi indirectement par la baisse importante des indices boursiers observée surtout au cours du dernier trimestre de l'année 2007 et au 2^e trimestre de l'année 2008. Ainsi, le secteur financier luxembourgeois, de même que celui d'autres pays, a vécu une période mouvementée, tant en ce qui concerne les établissements de crédit qu'en ce qui concerne le développement de l'industrie des organismes de placement collectif.

Le but du présent encadré est de savoir de quelle façon les troubles sur les marchés financiers ont pu avoir un impact éventuel sur les activités de la place financières telles qu'elles sont enregistrés à travers les statistiques extérieures, notamment sur le « compte des opérations financières » de la balance des paiements ainsi que sur la position extérieure globale.

La présente analyse se concentrera principalement sur les investissements en portefeuille qui ont par leur nature la plus grande exposition aux marchés boursiers mondiaux. La période couverte s'étend de janvier 2007 à juin 2008 et, suite à des contraintes des données, n'inclut pas le 3^e trimestre 2008, période où la crise financière a connu son plein essor. Afin de tenir compte d'importantes évolutions survenues au troisième et au quatrième trimestres 2008, le présent encadré sera actualisé dans l'une des prochaines publications de la BCL.

En période de crise caractérisée par une baisse de la valeur des actifs et par une grande incertitude, le comportement des investisseurs (résidents ou non-résidents) se traduit généralement par une forte préférence pour des actifs nationaux don-

13 Encadré rédigé par Monsieur Tom BERGH.

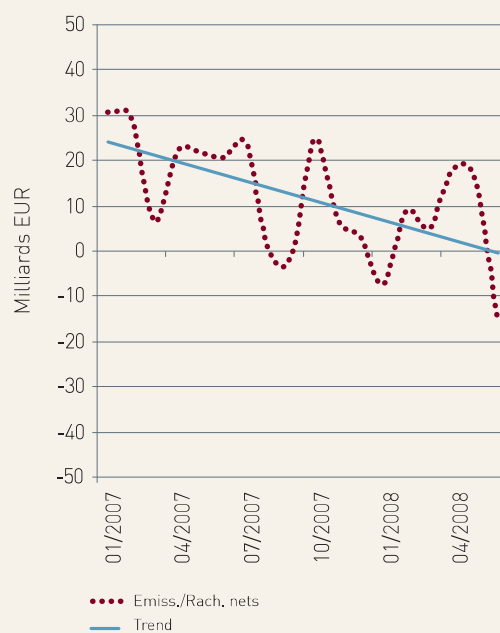
nant lieu à des rapatriements de fonds. Ce phénomène a pu être observé dans le compte d'opérations financières au dernier trimestre 2007 et au 1^{er} trimestre 2008 et sera sans doute visible au 3^e et 4^e trimestre de l'année en cours. En effet, du côté des engagements de portefeuille, les flux sur titres émis par des résidents deviennent négatifs au premier trimestre 2008 (-4,4 milliards d'euros) après avoir considérablement ralenti au dernier trimestre 2007 en passant de 64 milliards d'euros au 3^e trimestre 2007 à 38 milliards d'euros. La performance négative constatée début 2008 se traduit par un désinvestissement des non-résidents où encore à un rapatriement de leurs fonds (-209 millions d'euros au niveau des titres de participation et -4 milliards d'euros pour les titres de créance pour 2008/T1). Ceci est confirmé par l'évolution des émissions nettes de parts par les OPC luxembourgeois qui affichent une tendance baissière manifeste depuis le début 2007 (cfr. graphique).

S'agissant du comportement des résidents, les données sur les avoirs de portefeuille indiquent au premier trimestre 2008 une vente de titres émis par des non-résidents ou encore un rapatriement de fonds au Luxembourg. Ces flux s'élèvent à 29 milliards d'euros au premier trimestre 2008 pour être quasiment neutres au second trimestre 2008 (244 millions d'euros investis par les résidents Luxembourgeois). Au niveau des flux sur titres de créance, on observe aux deux premiers trimestres 2008 une transformation d'échéances par les résidents qui ont favorisé les instruments du marché monétaire (court terme) au détriment des obligations (moyen et long terme). Au premier trimestre et au deuxième trimestre 2008, les résidents ont désinvesti dans les obligations à concurrence respectivement de 9 milliards et de 15 milliards d'euros. Sur les mêmes trimestres, les résidents ont augmenté respectivement de 29 milliards et de 22 milliards leurs placements dans les instruments du marché monétaire.

Au niveau des encours d'investissements de portefeuille tels que repris dans la position extérieure globale, ils sont en recul à partir du 3^e trimestre 2007 pour se stabiliser au 2^e trimestre 2008.

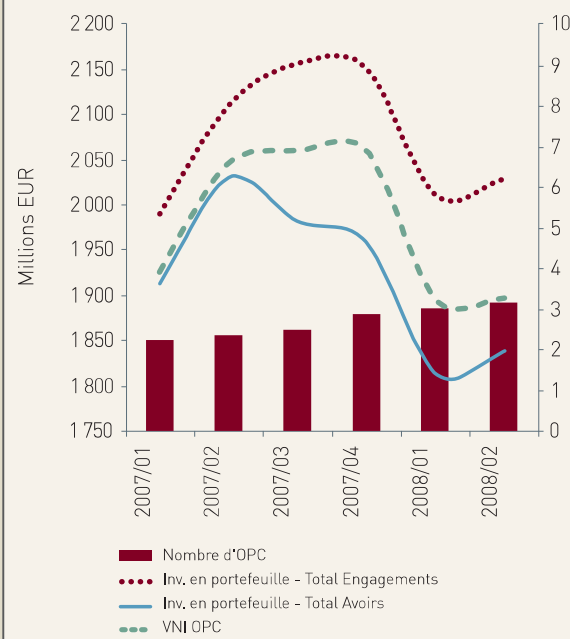
Ainsi, les encours des titres de participation détenus par le Luxembourg et émis par des non-résidents subissent un recul annuel de 14,7% au premier trimestre 2008 par rapport au premier trimestre 2007, respectivement de 19,4% au deuxième trimestre 2008 par rapport au deuxième trimestre 2007. Il en est de même pour les titres émis par des résidents reculant sur base annuelle de 5,2% au premier trimestre 2008 respectivement de 6,5% au deuxième trimestre 2008. Remarquons que cette baisse des encours s'explique par l'effet cumulé de la variation des prix et des flux observés.

Évolution des Émissions / Rachats nets des parts d'OPC



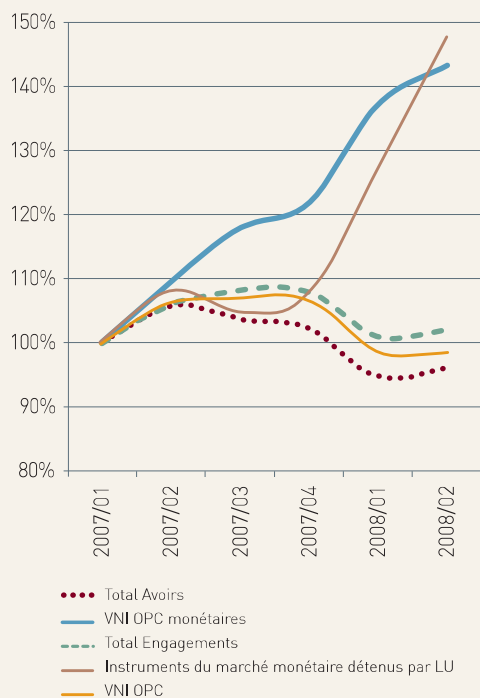
Source: CSSF, calculs BCL

Évolution absolue des investissements en portefeuille par rapport à la VNI des OPC



Source: CSSF, BCL

Évolution relative des investissements en portefeuille par rapport à la VNI totale des OPC et la VNI des OPC monétaires

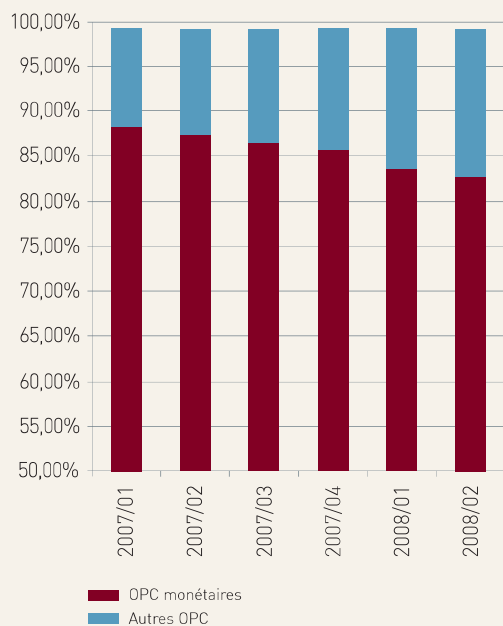


Source: BCL, CSSF

Du côté des encours des titres de créance détenus par le Luxembourg et émis par des non-résidents, on observe une progression de 3,3% au premier trimestre 2008 en comparaison annuelle, respectivement de 0,04% au deuxième trimestre de 2008. Les titres émis par des résidents quant à eux reculent de 2% au premier trimestre 2008 par rapport au même trimestre de 2007 et de 1% au second trimestre 2008. Il faut préciser que l'évolution positive des titres de créance détenus par le Luxembourg et émis par des non-résidents est essentiellement due aux instruments du marché monétaire affichant une évolution positive de 27% au premier trimestre 2008 en comparaison annuelle, respectivement de 37% pour le second trimestre de la même période. Les titres obligataires détenus par le Luxembourg quant à eux diminuent de 3,9% en comparaison annuelle au premier trimestre 2008, respectivement de 2,9% au second trimestre 2008.

Les évolutions observées au niveau des flux et des encours permettent de conclure que la crise financière a modifié le comportement des investisseurs (résidents et non-résidents) qui s'est caractérisé par une grande méfiance et par la recherche de sécurité. La crise a donc eu un impact manifeste sur les comptes extérieurs du Luxembourg et notamment sur les encours d'avoirs et d'engagements de portefeuille qui ont diminué par l'effet cumulé de l'érosion des cours boursiers et de la réorientation de capitaux par les investisseurs (résidents et non-résidents) vers des produits du marché monétaire considérés comme valeurs sûres.

Évolution trimestrielle des parts relatives dans le total des actifs nets des OPC



Source: CSSF, calculs BCL

2.3 STRUCTURE PAR COMPOSANTE DE LA POSITION EXTÉRIÈRE DU LUXEMBOURG

La structure de la position extérieure nette montre des déficits récurrents dans les positions d'investissements directs (15 milliards d'euros pour 2007) et d'investissements de portefeuille (193 milliards en 2007), fortement compensés par une position créditrice excédentaire dans les autres investissements (252 milliards en 2007, voir graphique).

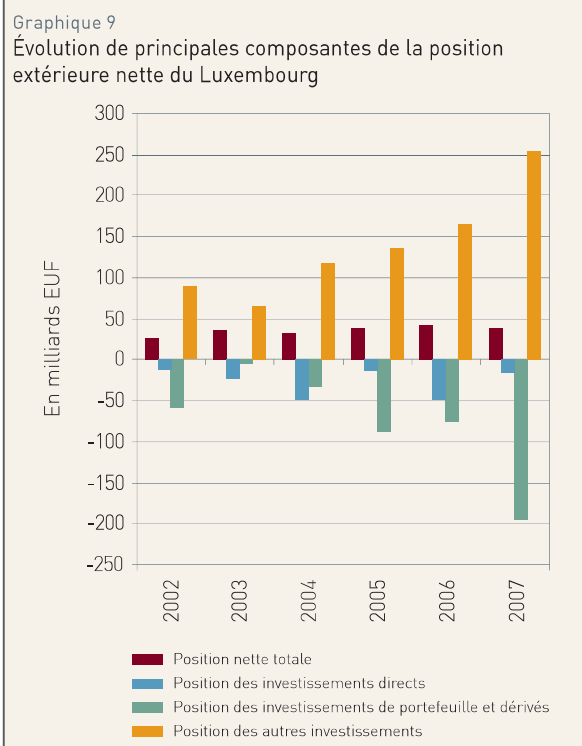
2.3.1 La position des investissements directs

L'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger est évalué à 992 milliards d'euros à fin 2007 contre 1 007 milliards pour les stocks d'investissements directs étrangers au Luxembourg. Puisqu'à la fin de l'année 2007 la valeur de l'encours d'investissements directs étrangers (engagements) dépasse celle des investissements directs luxembourgeois à l'étranger (avoirs), le Luxembourg présente une position nette négative de 15 milliards d'euros sur cette composante.

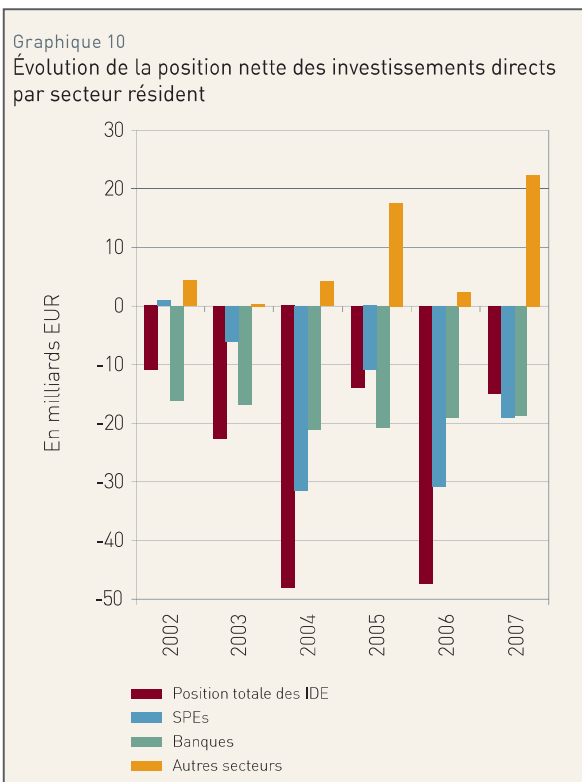
La structure des capitaux d'investissements directs montre qu'à fin 2007, la position nette négative du Luxembourg résulte avant tout de l'encours des participations au capital social. Sur cette sous-rubrique, la position nette est débitrice de 37 milliards d'euros, les participations luxembourgeoises et les bénéficiaires réinvestis dans des filiales établies à l'étranger se chiffrant à 842 milliards d'euros (85% de l'encours d'ID à l'étranger), contre 879 milliards d'euros (87% de l'encours total) pour les participations des non-résidents à leurs filiales luxembourgeoises. Au niveau de la deuxième forme d'ID (prêts entre affiliés essentiellement), le Luxembourg affiche une position nette créditrice de 22 milliards d'euros, les maisons-mères et les filiales luxembourgeoises prêtant davantage de fonds qu'elles n'en reçoivent.

L'ENCOURS D'INVESTISSEMENTS DIRECTS DU LUXEMBOURG À L'ÉTRANGER

L'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger s'est établi à 992 milliards d'euros à fin 2007 contre 826 milliards l'année précédente. Cette progression s'explique essentiellement par les flux records de nouveaux investissements réalisés en 2007 (180 milliards) tels que recensés par la balance des paiements. L'année 2007 était en effet exceptionnelle par le nombre et par la valeur des fusions et acquisitions au niveau mondial¹⁴ et cela s'est reflété dans les statistiques IDE du Luxembourg qui joue un rôle d'intermédiation financière internationale. Citons dans ce contexte la deuxième phase de la fusion entre Arcelor S.A et Mittal Steel N.V, entreprise de droit néerlandais, qui a fortement influencé les flux d'investissements direct à l'étranger, avec l'absorption de l'entité néerlandaise par ArcelorMittal, société de droit luxembourgeois.



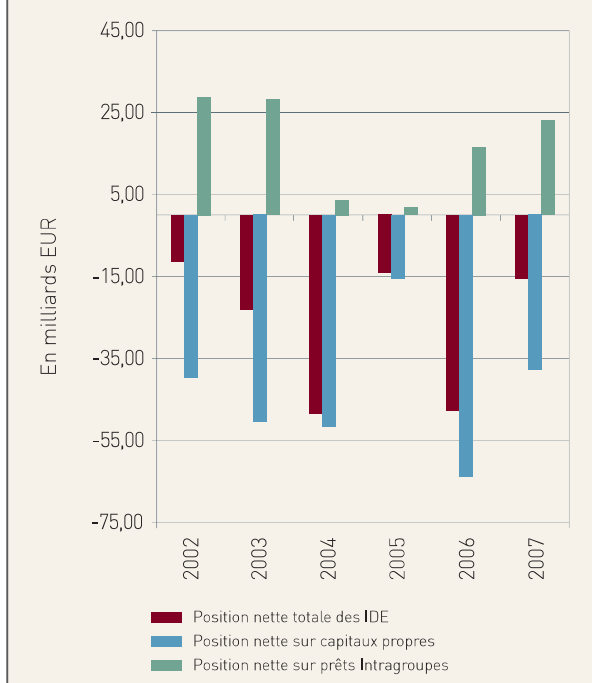
Sources: BCL



Sources: BCL/STATEC

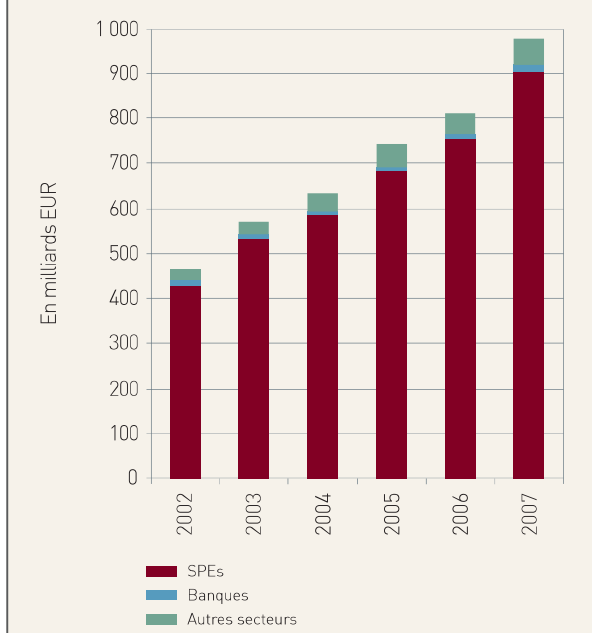
14 Selon la CNUCED, les flux mondiaux d'IDE ont atteint un niveau record de 1 833 milliards de dollars, dépassant de loin le précédent record atteint en 2000.

Graphique 11
Évolution de la position nette d'investissements directs par catégorie de capitaux



Sources: BCL/STATEC

Graphique 12
Ventilation par secteur résident des ID luxembourgeois à l'étranger



Sources: BCL/STATEC

La ventilation par secteur économique résident de l'encours d'investissements directs à l'étranger confirme, à fin 2007, la prépondérance des entités financières spécialisées (SPEs ou « Special Purpose Entities ») constituées essentiellement des sociétés holdings et d'autres sociétés des participations financières (SOPARFI). Sur les 992 milliards d'euros d'encours d'investissements directs à fin 2007, 931 milliards (94%) sont détenus par les SPEs. En dehors de ces entités, l'encours s'établit à 61 milliards d'euros à la fin de 2007 dont 8 milliards provient du secteur bancaire, 43 milliards pour les sociétés non financières et 10 milliards pour les placements immobiliers de certains fonds d'investissements.

La répartition par pays de destination des encours d'investissements directs luxembourgeois montre une légère baisse des investissements dans la zone euro dont la part dans les encours totaux a baissé d'un point de pourcentage d'une année à l'autre depuis 2004 pour s'établir à 50% en 2007. La part des encours investis dans les pays « extra-zone euro » est par conséquent en hausse régulière. Parmi ces derniers pays, le Royaume-Uni (18% de l'encours total de fin 2007), les Centres financiers offshore (10%), les États-Unis (8%) et la Suisse (5%) sont les principales destinations (voir graphique). La place particulière occupée par les Centres financiers offshore est à mettre en relation avec les SPEs dont les investissements dans ces pays sont motivés par des considérations fiscales. En excluant les SPEs, la part des pays « extra-zone euro » ne baisse que légèrement (de 50% à 48%) mais le classement change : les États-Unis (17%) deviennent la première destination « extra-zone euro », suivis des Centres financiers offshore (6%), du Royaume Uni (5%) et de la Suisse (3%).

L'ENCOURS D'INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS AU LUXEMBOURG

L'encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg s'est établi à 1007 milliards d'euros à fin 2007 contre 874 milliards l'année précédente. Cette hausse est due en grande partie aux nouveaux flux entrants recensés en 2007, les effets de réévaluation ayant été négatifs. La répartition par secteur bénéficiaire montre une concentration au niveau des SPEs dont l'encours s'est élevé, à la fin de l'année 2007, à 950 milliards d'euros (94% du total). En dehors des SPEs, le stock d'investissements directs atteint 57 milliards d'euros dont 27 milliards dans le secteur bancaire résident et 31 milliards dans les assurances et dans l'industrie.

S'agissant de l'origine des investisseurs, les données incluant tous les secteurs résidents laissent apparaître qu'à fin 2007 les encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg sont détenus à 25% par les entreprises établies dans la zone euro et à 75% par les non-résidents de la zone euro. Parmi ces derniers, les maisons-mères établies au Royaume-Uni, avec 50% de l'encours total, constituent la première source d'investissements directs au Luxembourg, suivi par les Centres financiers offshore (13%), les États-Unis (9%) et la Suisse (1%). Les

investissements des pays précités se concentrent dans les SPEs et sont vraisemblablement motivés par des considérations fiscales. En excluant les SPEs, les proportions se modifient significativement : sur un total

de 57 milliards d'euros du stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg, les entreprises implantées dans la zone euro détiennent 57% (soit 32 milliards). En dehors de la Zone euro, c'est le Royaume-Uni qui reste le premier pays investisseur (mais sa part relative passe à 8%), suivi par les États-Unis (4%) et la Suisse (3%).

2.3.2 La position des investissements de portefeuille

La position nette négative dans les encours d'investissements de portefeuille s'est fortement accrue pour s'établir à 193 milliards d'euros à la fin de 2007 contre 74 milliards à la fin de 2006. Ce creusement s'explique par le fait que la hausse de 230 milliards dans les engagements de portefeuille a dépassé la progression (111 milliards) des valeurs mobilières étrangères détenues par les résidents. En outre, les effets négatifs de valorisation ont davantage affecté les avoirs (-17 milliards en 2007) que les engagements (-2 milliards).

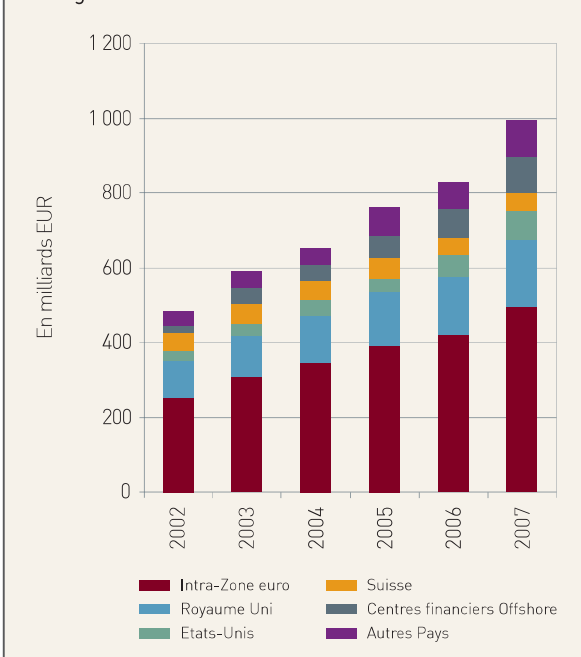
La position nette d'investissements de portefeuille varie fortement en fonction du type d'instruments financiers. Pour les titres de participation, la position débitrice s'est fortement accentuée en passant de 823 milliards d'euros à fin 2006 à 956 milliards à fin 2007. Cette évolution est directement liée à la croissance des fonds d'investissements, croissance qui est restée positive sur toute l'année 2007, et ce malgré le début de la crise financière au troisième trimestre. Pour les titres de créance, la position nette créditrice a aussi progressé (mais à un rythme moindre) en passant de 775 milliards d'euros en 2006 à 790 milliards à la fin de 2007.

LE PORTEFEUILLE DES RÉSIDENTS EN TITRES ÉTRANGERS

Le stock de titres étrangers détenus par les résidents a progressé de 6% en un an pour atteindre 1 958 milliards d'euros à la fin de 2007. La ventilation de ce portefeuille par instrument financier a évolué fortement : en 2002, la part d'obligations était de 57% et celle d'actions de 33%. À fin 2007, ce même portefeuille est composé à 43,6% d'obligations, 49% d'actions et 7,3% d'instruments du marché monétaire. Le stock de titres de créance (obligations et instruments du marché monétaire) a donc atteint 998 milliards d'euros à fin 2007, soit une hausse de 24 milliards (2,5%) par rapport au niveau de 2006. Malgré des acquisitions nettes de près de 90 milliards au cours de l'année 2007, l'encours de titres de dette détenus n'a progressé que très légèrement (+2,5% pour rappel), en raison des effets négatifs de valorisation (-66 milliards, soit -6,8%). L'effet flux ci-dessus (+90 milliards) a donc été partiellement réduit par des pertes de valeur résultant à la fois d'une appréciation de l'euro et d'une baisse des cours d'actifs concernés.

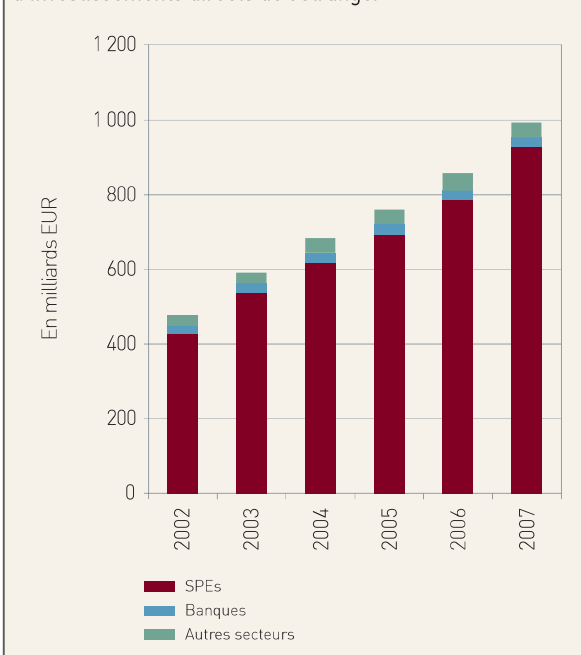
L'encours d'avoirs en titres de participation, qui est évalué à 960 milliards d'euros à la fin de 2007, a augmenté de 87 milliards (10%) par rapport à son niveau de fin 2006. Cette hausse s'explique par des nouveaux achats de 38 milliards réalisés en 2007 et le reste (49 milliards, soit 5,6% de l'encours de départ) correspondant à un ajustement statistique et aux plus values résultant des variations positives des cours boursiers sur certains marchés internationaux (voir graphique).

Graphique 13
Ventilation géographique des IDE luxembourgeois à l'étranger



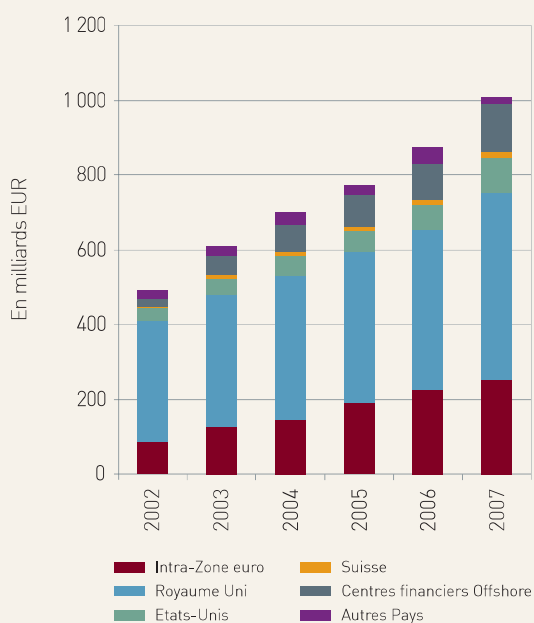
Sources: BCL/STATEC

Graphique 14
Répartition par secteur bénéficiaire des encours d'investissements directs de l'étranger



Sources: BCL/STATEC

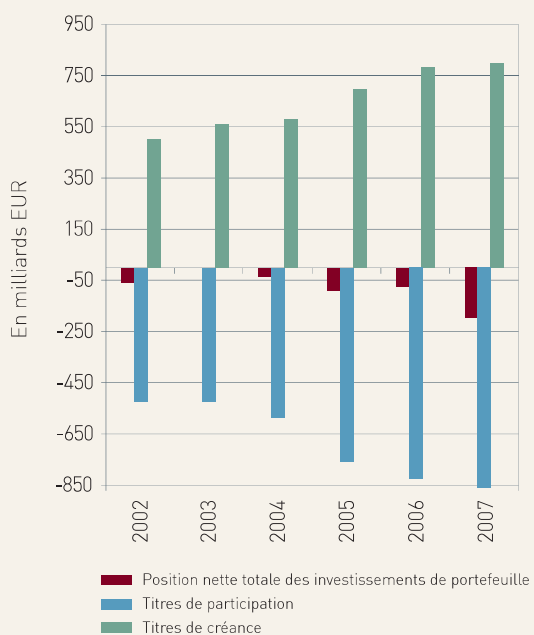
Graphique 15
Origine des encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg



Sources: BCL/STATEC

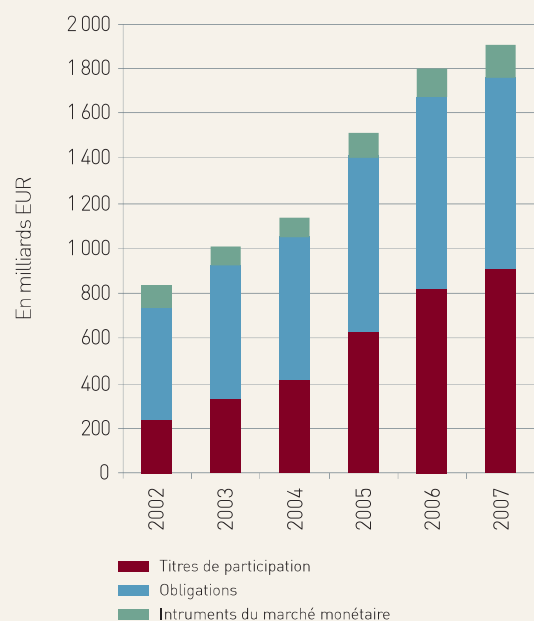
Parmi les détenteurs du portefeuille de titres étrangers, la part des Institutions financières et monétaires s'est élevée à 21% à fin 2007, celle des autres secteurs (essentiellement les OPC non monétaires) étant de 79%. Par ailleurs les investissements des résidents restent traditionnellement orientés vers les pays membres de la zone euro. Celle-ci absorbe 57% des placements en titres de créance et 34% pour les investissements en actions. Les États-Unis, avec respectivement 15% des titres de créance et 17% des titres participation, constituent la deuxième destination des avoirs de portefeuille luxembourgeois. Les titres émis par le Royaume-Uni atteignent respectivement 7% et 8% du stock de titres de créance et des titres de participation détenus par les résidents (cfr. encadré ci-dessous).

Graphique 16
Position nette des investissements de portefeuille



Sources: BCL/STATEC

Graphique 17
Encours de titres étrangers détenus par les résidents



Sources: BCL

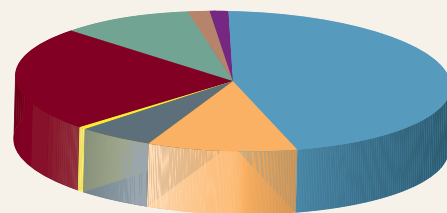
ENQUÊTE COORDONNÉE SUR LES INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE DU LUXEMBOURG¹⁵

L'enquête coordonnée de l'investissement de portefeuille ou CPIS¹⁶, menée sur base annuelle depuis 2001 par le Fonds monétaire international (FMI) permet de constater que la hiérarchie des principaux créanciers et débiteurs mondiaux en matière d'investissement de portefeuille n'a pas été bouleversée.

LES AVOIRS

À fin 2007, la valeur totale des avoirs détenus au Luxembourg en termes d'investissement de portefeuille a progressé de 17,6%¹⁷ par rapport à 2006. Le stock total des investissements de portefeuille du Luxembourg vis-à-vis de l'étranger à fin 2007 est estimé à 2 883 milliards d'USD, dont 49% sont des titres de participation et 51% sont des titres de créance. Bien que ces investissements soient répartis dans un grand nombre de pays¹⁸, on observe une forte concentration d'actifs dans les pays industrialisés, notamment dans les pays de la zone euro. En effet, 45% des titres que constitue le portefeuille du Luxembourg sont des titres émis par la zone euro. Parmi ces titres, 36% sont des titres de participation et 64% sont des titres de créance.

Graphique 1
RÉPARTITION DES INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE DU LUXEMBOURG EN 2007



AUTRES PAYS D'EUROPE	5,43%
AFRIQUE	0,55%
AMÉRIQUE	24,13%
ASIE - PAYS DU PROCHE ET MOYEN-ORIENT	10,27%
OCEANIE	1,50%
AUTRES	1,53%
ZONE EURO	45,40%
ZONE NON-EURO	11,20%

Source: BCL

15 Encadré rédigé par Monsieur Anh-Tuan BUI.

16 CPIS: Coordinated Portfolio Investment Survey, l'enquête menée auprès des organismes en charge des statistiques de balance des paiements et de position extérieure.

17 Cette progression intègre outre les acquisitions nettes, les fluctuations des cours boursiers et des cours de change.

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

Au sein de la zone euro, l'Allemagne, la France et l'Italie constituent les principaux pays d'investissement pour le Luxembourg. Les titres allemands détenus par le Luxembourg s'élèvent à 369 milliards d'USD et représentent 28% des investissements luxembourgeois dans la zone euro (Tableau 1).

Tableau 1

INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE DU LUXEMBOURG DANS LA ZONE EURO (en milliards d'USD)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
AT	11	15	19	24	26	33	38
BE	28	33	39	47	49	59	68
FI	9	8	11	17	14	17	22
FR	59	69	119	140	161	220	251
DE	150	171	213	230	258	304	369
GR	4	6	10	19	16	22	24
IE	12	15	25	33	38	62	81
IT	47	67	107	130	125	163	189
NL	54	63	82	87	95	117	133
PT	3	4	7	10	10	12	15
ES	24	23	34	60	75	98	118
SI	-	-	-	-	-	-	1
Zone euro	402	475	664	797	868	1 107	1 309
Autres	419	449	669	819	973	1 324	1 574
TOTAL	821	923	1 333	1 616	1 841	2 431	2 883
% *	49,00	51,42	49,84	49,30	47,15	45,53	45,40

Sources : FMI, BCL

* Part de titres émis par les pays de la zone euro dans le portefeuille du Luxembourg.

À l'instar des années précédentes, les trois principales destinations des investissements luxembourgeois en 2007, en dehors de la zone euro, sont les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon. La part détenue en titres américains est en hausse de 9% par rapport à l'année précédente et estimée à 459 milliards d'USD, dont 52% sont des actions et 48% des obligations.

En 2007, les investissements du Luxembourg dans les pays émergents à forte croissance économique enregistrent une progression soutenue par rapport à 2006. Ainsi, les investissements du Luxembourg dans le BRIC¹⁹ ont-ils augmenté de 53% en un an. Le Luxembourg investit majoritairement en actions dans les pays asiatiques, notamment en Chine, en Inde et au Japon. Tandis qu'en Amérique du Sud, les investissements sont plutôt orientés vers les obligations.

Concernant en particulier la Chine, les investissements du Luxembourg y ont connu une forte progression ces dernières années. L'engouement pour la Chine s'explique d'une part par la performance de ses marchés boursiers (+97% en 2007), et d'autre part par une persistance de la croissance économique avec un taux s'affichant au-delà de 10% pour la cinquième année consécutive. Ce taux a atteint 11,4% en 2007 selon le Bureau d'État des Statistiques en Chine (BES).

Contrairement à la Chine, un fléchissement est observé au niveau des investissements luxembourgeois dans l'économie du Japon à partir de 2005. Sa baisse de 24%, estimée en 2007, du volume des titres japonais détenus par le Luxembourg est imputable en partie à la dépréciation du yen par rapport à l'euro. Toutefois le Japon reste le premier pays en Asie et le deuxième pays hors Union européenne, derrière les États-Unis, selon le classement des principaux pays d'investissements du Luxembourg.

Sur le plan mondial, le stock total d'investissement de portefeuille en actions et titres de dette est estimé à 32 391 milliards d'USD à fin 2006, soit une augmentation de 25% par rapport à fin 2005. Ce stock est composé de 42,5% sous forme de titres de participation, de 50,3% de titres de dette à long terme et de 7,2% de titres de dette à court terme.

19 BRIC : Acronyme pour désigner le groupe de pays formé par le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine.

Tableau 2

PRINCIPAUX DÉTENTEURS DE TITRES D'INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE (en milliards d'USD)

Rang	2001		2002		2003		2004		2005		2006	
1	US	2 304	US	2 246	US	3 134	US	3 764	US	4 591	US	5 972
2	GB	1 304	JP	1 395	JP	1 721	GB	2 110	GB	2 374	GB	3 068
3	JP	1 290	GB	1 360	GB	1 670	JP	2 010	JP	2 115	LU	2 431
4	LU	821	FR	932	FR	1 370	FR	1 748	FR	1 857	FR	2 429
5	DE	792	LU	923	LU	1 333	LU	1 616	LU	1 841	JP	2 343
6	FR	710	DE	898	DE	1 205	DE	1 515	DE	1 550	DE	1 938
7	IT	552	IT	596	IE	835	IE	1 072	IE	1 182	IE	1 594
8	CH	489	IE	574	IT	791	NL	996	NL	1 101	NL	1 263
9	NL	486	NL	570	NL	788	IT	914	IT	982	IT	1 141
10	IE	433	CH	521	CH	654	CH	758	CH	727	CH	881
11	BE	280	BE	319	ES	424	ES	518	ES	581	BE	677
12	CA	261	ES	270	BE	415	BE	508	BE	551	ES	667
13	HK	206	HK	244	HK	335	HK	401	CA	470	CA	616
14	ES	173	CA	239	CA	323	CA	381	HK	437	HK	592
15	BM	162	BM	188	BM	254	BM	310	BM	392	BM	449
AUTRES PAYS		2 448		2 842		3 792		4 645		5 104		6 331
TOTAL		12 711		14 116		19 046		23 266		25 855		32 391

Sources : FMI, BCL

Selon les résultats de l'enquête CPIS se référant à l'année 2006, le Luxembourg s'était classé troisième en termes de titres étrangers détenus dans le cadre de l'investissement de portefeuille, derrière les États-Unis et le Royaume-Uni, mais devant la France et le Japon. Le Luxembourg détenait des titres étrangers pour une valeur estimée à 2 431 milliards d'USD, soit 7,5% du stock mondial, estimé à 32 391 milliards d'USD (Tableau 2).

En 2006, les pays membres de la zone euro détiennent 40% du stock mondial, ce qui les place au premier rang des créanciers mondiaux.

LES ENGAGEMENTS

D'un point de vue méthodologique, il est difficile de connaître les détenteurs étrangers de titres nationaux. Ainsi, l'un des objectifs de l'enquête CPIS est d'établir des statistiques « miroir » permettant à chaque pays contributeur de connaître les détenteurs non-résidents des titres qu'il a émis. Mais la comparaison des engagements établis dans les positions-titres nationales et des statistiques « miroir » issues de l'enquête CPIS fait apparaître des écarts non négligeables qui ont notamment pour origine la non-exhaustivité²⁰ des participants à cette enquête. Ainsi, les données de l'enquête du FMI de 2006 concernant les engagements du Luxembourg vis-à-vis de l'étranger sont-elles sous-évaluées de 34% par rapport aux engagements de même nature recensés dans la position extérieure du Luxembourg estimés à 2 530 milliards d'USD.

Selon les résultats de l'enquête 2006, le stock des titres luxembourgeois détenus par les non-résidents atteignait 1 652 milliards d'USD et enregistrait une progression de 33% en un an. Près de 67% des titres luxembourgeois étaient détenus par les pays membres de la zone euro, parmi lesquels l'Italie occupait la première place avec 325 milliards d'USD, suivie de l'Allemagne et de la Belgique. En dehors de cette zone, la Suisse et le Japon détenaient respectivement 130 et 89 milliards d'USD de titres luxembourgeois (Tableau 3).

20 La plupart des pays du Moyen-Orient et d'Afrique, ainsi que la Chine, n'ont pas participé à l'enquête. Selon le rapport annuel du Comité de la Balance de Paiements du FMI, il y avait environ 70 participants à l'enquête CPIS 2006.

À la fin de 2006, l'encours de titres luxembourgeois détenus par les non résidents était composé de 76% de titres de participation (1263 milliards d'USD), principalement de parts d'OPC et 24% d'obligations (389 milliards d'USD). Le stock de titres de participation détenus par les non-résidents avait augmenté de 350 milliards d'USD en un an. Cette augmentation était due en grande partie aux acquisitions nettes, mais aussi aux effets de valorisation.

Tableau 3

PRINCIPAUX DÉTENTEURS DE TITRES ÉMIS PAR LE LUXEMBOURG (en milliards d'USD)

Classement 2006		2 001	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006	Part 2006 en %
1	IT	106	147	190	215	230	325	19,66
2	DE	103	124	171	225	247	300	18,18
3	BE	57	61	77	87	104	136	8,20
4	CH	73	82	106	120	115	131	7,90
5	FR	31	39	50	68	87	124	7,50
6	JP	46	56	54	72	76	89	5,40
7	UK	22	26	39	54	63	87	5,25
8	ES	7	12	20	36	46	65	3,92
9	NL	8	8	14	24	31	61	3,68
10	US	13	14	23	38	46	60	3,64
	(*)	3	2	3	4	7	3	0,21
	Autres pays	54	78	113	168	186	272	16,47
	TOTAL	525	649	859	1 111	1 237	1 652	

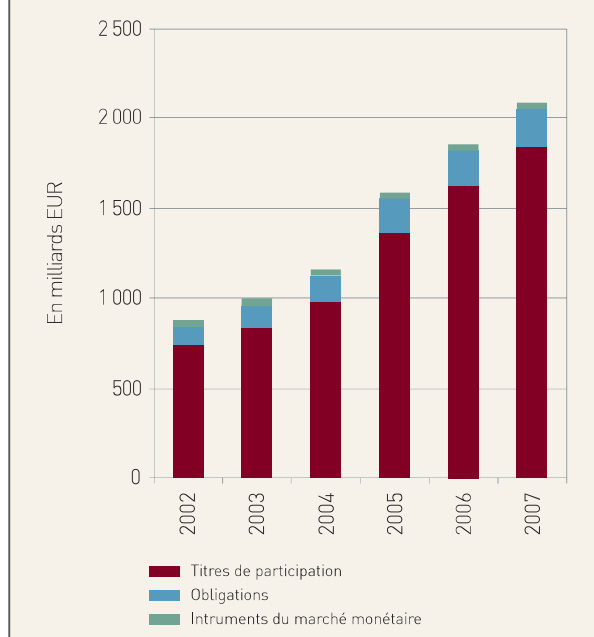
Source FMI

Montants en milliards d'USD.

(*) Réserves de change et Organisations internationales.

Graphique 18

Encours de titres luxembourgeois détenus par les non-résidents



Sources: BCL

LE PORTEFEUILLE DES NON-RÉSIDENTS EN TITRES LUXEMBOURGEOIS

L'encours de titres luxembourgeois détenus par les non-résidents a atteint 2 151 milliards d'euros à la fin de l'année 2007, soit une hausse de 12% (229 milliards) par rapport à la fin de l'année précédente. À la fin de 2007, les engagements de portefeuille du Luxembourg étaient composés à 89% de titres de participation, à 10% d'obligations et à 1% d'instruments du marché monétaire. L'encours de titres de participation émis reste habituellement dominé par les parts d'OPC qui en représentent 96% (soit 1 836 milliards sur un total de 1 916 milliards à fin 2007). Entre 2006 et 2007, le stock de titres de participation détenus par les non-résidents a augmenté de 220 milliards, en grande partie suite aux émissions nettes de parts d'OPC (188 milliards en 2007) mais aussi suite à un effet positif de valorisation. Les engagements en titres de créance se sont établis à 235 milliards à la fin de 2007, soit une hausse de 9 milliards (4,6%) par rapport à fin 2006. Sans la prise en compte des effets négatifs de valorisation (-11 milliards, soit -4,8%), l'encours de titres de créance émis aurait progressé de 20 milliards conformément aux achats nets recensés sur toute l'année 2007.

Enfin, l'enquête CPIS conduite par le FMI indique que les résidents de la Zone euro, du Royaume-Uni, du Japon et des États-Unis sont parmi les principaux détenteurs des titres émis par le Luxembourg (voir encadré ci-dessous).

2.3.3 La position des autres investissements (dépôts et crédits)

Les autres investissements, avec les avoirs de réserve (dans une très moindre mesure), constituent les seules rubriques sur lesquelles le Luxembourg dégage un solde positif dans sa position extérieure globale. Ce solde positif s'est établi à 253 milliards d'euros fin 2007, en forte augmentation par rapport à la fin de l'année 2006 (164 milliards). Cette évolution tient à la fois à la hausse de la position créditrice des institutions financières monétaires (IFM, y compris la BCL) et des « autres secteurs ». ²¹ Les IFM résidentes ont augmenté de 38 milliards leur position créditrice qui a atteint 95 milliards à la fin de l'année 2007. Les créances sur les non-résidents ont progressé de 16% en atteignant 569 milliards fin 2007. La hausse des engagements envers les des non-résidents s'est en revanche limitée à 9% à 474 milliards à la fin de 2007.

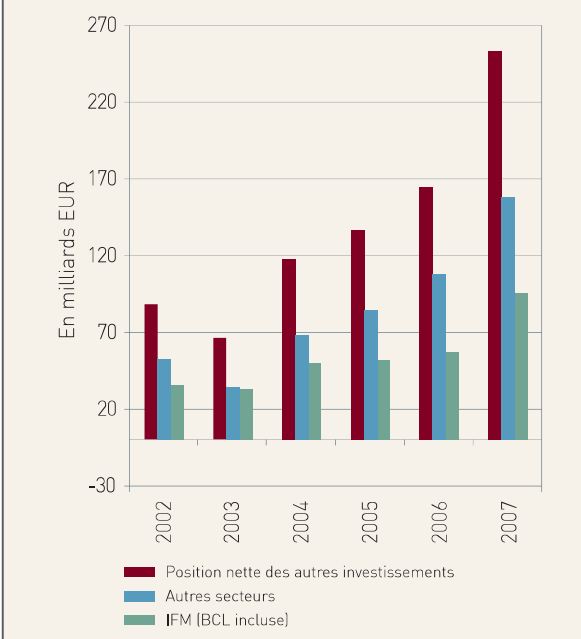
Les dépôts et crédits des « autres secteurs », essentiellement les entités financières spécialisées et OPC non monétaires, ont également connu une progression très importante en 2007. L'encours de créances accordées aux non-résidents par les autres secteurs a augmenté de 24% pour atteindre 608 milliards à la fin de 2007. L'encours d'engagements de ces mêmes secteurs a également augmenté en 2007 (mais dans une moindre proportion, +18%) pour s'établir à 450 milliards à la fin de l'année 2007. La position nette créditrice des autres secteurs s'est de ce fait fortement accru (+47%) en 2007 pour atteindre 158 milliards d'euros à la fin de l'année. Cette évolution est en partie 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.

La répartition géographique des encours d'autres investissements, tous secteurs confondus, montre qu'à la fin de 2007, la Zone euro a absorbé 40% de dépôts et prêts envers les non-résidents. Du côté des engagements, les pays membres de la zone euro représentent 44% de dépôts et prêts consentis par les non-résidents. La Zone euro a toutefois subi une perte régulière de sa quote-part dans les autres avoirs et engagements du Luxembourg qui se situait encore respectivement à 60% et 53% en 2002. En dehors de la zone euro, le Royaume-Uni, les États-Unis, les centres financiers offshore et la Suisse occupent une place non négligeable dans la position des autres investissements du Luxembourg.

2.4 CONCLUSION

La position créditrice nette du Luxembourg s'est détériorée de 8% en atteignant 38 milliards d'euros à la fin de l'année 2007 contre 41 milliards à la fin de l'année 2006. Les actifs financiers étrangers détenus par les résidents ont pourtant fortement progressé (+13%) en s'établissant à 4 136 milliards d'euros à fin décembre 2007. Cette hausse de 472 milliards d'euros en un an a résulté essentiellement de nouvelles exportations de capitaux telles que recensées dans la balance des paiements. Ces nouveaux flux (489,6 milliards au total) ont toutefois été partiellement réduits par des effets négatifs de valorisation résultant à la fois d'une appréciation de l'euro et d'une baisse des cours d'actifs financiers. Ces effets négatifs de valorisation ont également affecté (mais

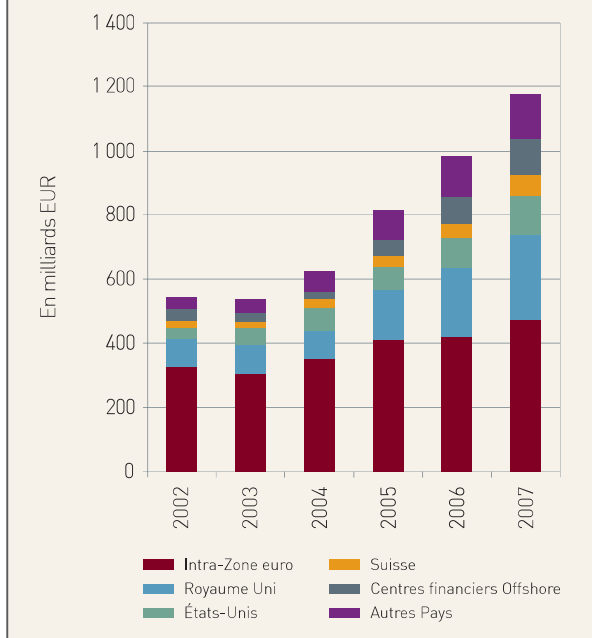
Graphique 19
Évolution de la position nette des autres investissements



Sources: BCL

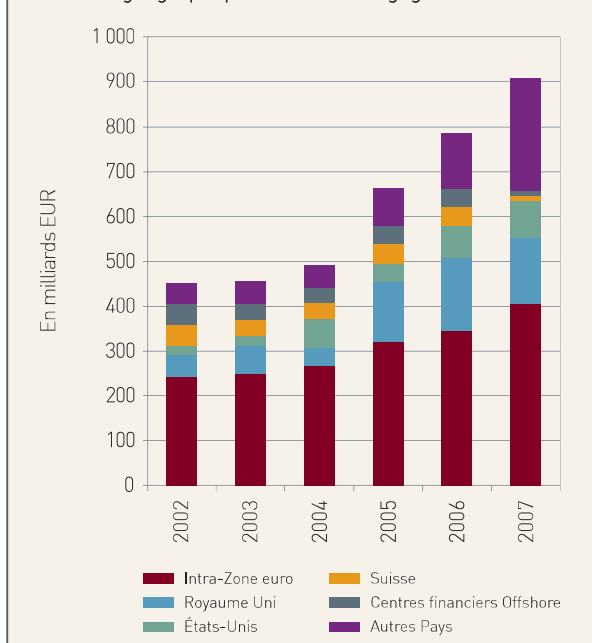
²¹ La BCL a contribué à concurrence de 18 milliards à la position nette (95 milliards au total) des autres investissements de toutes les IFM résidentes. Cette contribution de la BCL se compose essentiellement des créances nettes vis-à-vis de l'Eurosystème résultant des opérations de politique monétaire et de la gestion du système des paiements TARGET.

Graphique 20
Répartition géographique des autres avoirs



Sources: BCL

Graphique 21
Ventilation géographique des autres engagements



Sources: BCL

dans une moindre mesure) les engagements financiers extérieurs qui ont progressé de 476 milliards d'euros (sous l'effet d'importantes entrées de fonds) pour atteindre 4 098 milliards d'euros à la fin de 2007. Ce sont donc ces effets négatifs de valorisation qui ont occasionné la réduction du solde positif de la position extérieure du Luxembourg à la fin de 2007, en raison du fait qu'ils ont affecté davantage les avoirs (-17 milliards) que les engagements (-10 milliards) financiers extérieurs.

Outre la mise en évidence des facteurs explicatifs de la détérioration de la position nette telle qu'observée à la fin de l'année 2007, la présente analyse a montré la structure de cette même position. Cette structure se caractérise en effet 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. L'analyse a également présenté la ventilation sectorielle et géographique de la position extérieure du Luxembourg au niveau des investissements directs, des investissements de portefeuille et des autres investissements.

Dans les investissements directs, le secteur prépondérant demeure celui des entités financières spécialisées (sociétés holdings au sens large) qui occupent 94% du stock d'investissements directs. La répartition géographique des encours change fondamentalement selon qu'on tient compte ou non des sociétés holdings. Si on en tient compte, à côté des de la zone euro, des pays comme le Royaume-Uni, les États-Unis, les Centres financiers offshore et la Suisse sont les principaux partenaires. En excluant ces sociétés holdings, pour se focaliser notamment sur les entreprises qui affectent l'activité productive et l'emploi, les encours d'investissements directs restent largement dominés par la zone euro. Les poids relatifs des autres partenaires tels que le Royaume-Uni, les États-Unis, les Centres financiers offshore et la Suisse se réduisent de façon significative.

L'examen par type des capitaux d'investissements directs montre la position nette dans les capitaux propres reste structurellement négative tandis qu'elle est structurellement positive dans les prêts entre affiliés, les maisons-mères et les filiales luxembourgeoises prêtant davantage de fonds qu'elles n'en reçoivent.

Dans les investissements de portefeuille, la position nette varie également en fonction du type d'instruments financiers. Pour les titres de participation, la position nette reste structurellement débitrice (956 milliards d'euros à fin 2007). Pour les titres de créance, la position nette reste structurellement créditrice (790 milliards à la fin de 2007). Cette situation est directement liée à l'importance des fonds d'investissements (OPC). Les engagements de portefeuille du Luxembourg sont en effet dominés par les parts d'OPC (1 836 milliards d'euros sur un total de 2 151 milliards à fin 2007, soit 85%). La ventilation géographique, disponible au

niveau des avoirs de portefeuille, indique une différence importante selon les instruments. Les investissements des résidents en titres de créance restent traditionnellement orientés vers les pays membres de la zone euro qui absorbe 57%. Ce pourcentage descend à 34% lorsqu'il s'agit d'investissements en actions. Les États-Unis, avec respectivement 15% des titres de créance et 27% des titres participation, constituent

la deuxième destination des avoirs de portefeuille luxembourgeois. Les titres émis par le Royaume-Uni atteignent respectivement 7% et 8% du stock de titres de créance et des titres de participation détenus par les résidents.

Dans les autres investissements (dépôts et crédits classiques), la position extérieure du Luxembourg reste structurellement créditrice. C'est d'ailleurs cette rubrique qui compense totalement les déficits dans les investissements directs et dans les investissements de portefeuille. Le solde positif dans les autres investissements s'est fortement accru en 2007 en s'établissant à 253 milliards d'euros à la fin de l'année. Cette évolution s'est observée au niveau de différents secteurs : les IFM résidentes ont ainsi augmenté de 38 milliards leur position créditrice qui a atteint 95 milliards à la fin de l'année 2007. Les dépôts et crédits des « autres secteurs », essentiellement les entités financières spécialisées et les OPC non monétaires, ont également connu une progression très importante en 2007. Leur position nette créditrice s'est établie à 158 milliards d'euros à la fin de l'année.

La répartition géographique des encours d'autres investissements, tous secteurs confondus, montre une forte proportion (bien qu'en baisse régulière ces dernières années) des pays membres de la zone euro d'où proviennent 44% des engagements du Luxembourg et qui absorbe 40% de dépôts et des crédits envers les non-résidents. Hors zone euro, tout comme pour les investissements de portefeuille et pour les investissements directs, le Royaume-Uni, les États-Unis, les Centres financiers offshore ainsi que la Suisse occupent une place de choix dans la position « dépôts – crédits » du Luxembourg.