

Dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques), les entrées nettes de 39,4 milliards d'euros sont liées à la fois à une forte baisse des avoirs nets des institutions financières monétaires (24 milliards, BCL incluse pour 8 milliards) et à une hausse de l'endettement des autres secteurs (15 milliards).

Tableau 26
Balance des paiements du Luxembourg

Unité ¹ : Million EUR	janvier - juin 2008			janvier - juin 2009		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	111 530	110 246	1 284	85 357	84 426	931
Marchandises	7 413	9 102	-1 688	5 719	6 882	-1 163
Services	24 671	14 068	10 603	20 924	12 391	8 533
Revenus	77 071	83 715	-6 645	56 331	62 155	-5 823
Transferts courants	2 375	3 362	-987	2 383	2 999	-616
COMPTE DE CAPITAL	20	135	-115	20	154	-134
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
COMPTE FINANCIER²⁾			-1 061			-639
Investissements directs³⁾	-37 524	26 867	-10 657	-92 696	83 805	-8 892
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-11 918	-2 534	-14 451	-53 612	100 299	46 687
Autres opérations, Prêts intra-groupes	-25 607	29 401	3 794	-39 084	-16 495	-55 579
Investissements de portefeuille	6 202	21 102	27 304	-46 764	24 137	-22 627
Titres de participation	25 799	13 901	39 700	-461	18 221	17 760
Titres de créance	-19 597	7 200	-12 396	-46 303	5 916	-40 387
Produits financiers dérivés			-2 401			-8 457
Autres investissements	-54 564	39 491	-15 073	71 939	-32 563	39 376
Avoirs de réserve			-234			-40
ERREURS ET OMISSIONS			-108			-158

Source : BCL/STATEC

- 1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.
- 2) Pour le compte des opérations financières, un signe positif indique une entrée, un signe négatif une sortie. Pour les avoirs de réserve, un signe négatif indique une entrée, un signe positif une diminution.
- 3) Pour les investissements directs, les avoirs se réfèrent aux investissements directs à l'étranger et les engagements aux investissements directs au Luxembourg.

Encadré 4

IMPACT STATISTIQUE DES OPÉRATIONS DE CHANGE À TERME (SWAPS) USD/EUR ET CHF/EUR SUR LES COMPTES EXTÉRIEURS

A côté des instruments classiques de politique monétaire, opérations principales de refinancement¹ (MRO) et opérations de refinancement à plus long terme² (LTRO) qui sont conduites par l'Eurosystème de manière régulière, les banques centrales ont annoncé des mesures concertées en vue d'accroître sensiblement le potentiel d'approvisionnement des institutions financières en liquidités libellées en dollar américain (USD) dans le but de répondre aux tensions persistantes observées sur les marchés monétaires suite à la crise financière. Les opérations concernées en USD sont des opérations swap qui ont été décidées par le « Federal Open Market Committee of the Federal Reserve of the United States » ensemble avec le Conseil des Gouverneurs de la BCE.

Dans la même optique, la Banque Nationale Suisse (BNS) a conclu avec la Banque centrale européenne (BCE), la Banque nationale de Pologne (NBP) et la Banque nationale de Hongrie (MNB) de tels accords de swap en vue de mettre à leur disposition des liquidités en francs suisses. D'une durée limitée, ces accords leur permettent d'approvisionner en francs les banques relevant de leur zone. A cette fin, les banques centrales effectuent des appels d'offres hebdomadaires portant sur des swaps euros contre francs à une semaine. De telles opérations seront conclues jusqu'en 2010.

- 1 Opérations réalisées par voie d'appels d'offres hebdomadaires ayant une échéance d'une semaine et étant effectuées par voie d'appels d'offres à taux variable, selon la procédure d'adjudication à taux multiples.
- 2 Opérations effectuées par voie d'appels d'offres mensuels le dernier mercredi de chaque mois et étant assorties d'une échéance de trois mois.

Un swap est la combinaison d'une opération au comptant et d'une opération à terme. Dans un swap d'une première monnaie contre une deuxième ou swap de liquidités, la banque centrale acquiert des devises contre des Euros, pour une certaine durée. A l'échéance, l'opération inverse est exécutée au cours convenu initialement. Pour ce qui a trait à leur durée et à leurs conditions, les swaps offrent une grande souplesse.

Le présent encadré a pour objet de présenter l'impact statistique de ces instruments financiers d'approvisionnement en liquidités libellées en dollars (USD) ou encore en francs suisses (CHF) sur la balance des paiements, la position extérieure globale et finalement le «Modèle élargi du Fonds Monétaire International sur les avoirs de réserves» détenus par la BCL³.

OPÉRATIONS DE CHANGE À TERME EN USD

Alors que les opérations de change à terme du genre swap EUR/USD étaient déjà conduites préalablement, celles-ci ont été renforcées à partir de septembre 2008 lorsque la Réserve Fédérale ensemble avec la BCE ont décidé de doubler leurs lignes swap de 120 milliards d'euros à 240 milliards d'euros. Cette mesure alimente la zone euro davantage avec des liquidités en USD. Il faut également relever que les opérations sous revue ont des maturités de respectivement 7 jours, 28 jours ou encore 84 jours et sont conduites depuis la mi-octobre 2008 sur base hebdomadaire. Ces opérations sont soumises à un taux fixe et une attribution à part entière. Nonobstant la date-limite initiale de janvier 2009 prévue pour l'exécution de ces transactions, les banques centrales concernées ont décidé de prolonger cette échéance jusqu'en janvier 2010. Finalement, les appels d'offres pour pensions de titres contre dollars permettent aux contreparties des banques centrales d'accéder plus facilement à des liquidités libellées dans cette monnaie.

OPÉRATIONS DE CHANGE À TERME EN CHF

Les opérations de swaps de change à une semaine sont effectuées sous forme d'appels d'offres à taux fixe et au prix publié, qui est fixé en points de swap. Les points de swap sont calculés, pour ce qui est des euros, sur la base du taux d'intérêt appliqué par la BCE aux opérations principales de refinancement et, pour ce qui est des francs, sur la base du taux d'intérêt appliqué par la BNS aux pensions de titres à une semaine, majoré de 25 points de base. Pour ce qui est de l'adjudication (montant nominal en euros), 95% de la contre-valeur sont versés en francs suisses. Une marge de 5% servant à la constitution de garanties est déduite du cours au comptant EUR/CHF enregistré sur le marché lors de l'annonce des appels d'offres et publié par la BNS en tant que cours de référence. L'opération est effectuée sur la base du cours qui en résulte. De même que les opérations en USD, les banques centrales concernées ont décidé de prolonger cette échéance jusqu'en janvier 2010.

IMPACT SUR LE MODÈLE ÉLARGI DU FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL SUR LES AVOIRS DE RÉSERVE

Le BPM5⁴ a introduit une composante spécifique dans la balance des paiements et la position extérieure globale qui est celle des avoirs de réserve⁵. Les avoirs de réserve sont ceux détenus par les autorités monétaires d'un pays (ou d'une zone monétaire) pour faire face aux besoins de financement de la balance des paiements et l'intervention sur les marchés de change. Afin de pouvoir jouer ce rôle, ces avoirs financiers doivent exister (les lignes de crédit sont donc par exemple exclus) et être sous le contrôle effectif de la banque centrale et finalement, être disponibles en cas de besoin. Dans le cas de la BCL on y inclut donc les devises en monnaies étrangères convertibles (c'est-à-dire les titres en devises et dépôts auprès des banques centrales et de la BRI⁶), l'or (y compris les créances résultant d'opérations sur or), les droits de tirage spéciaux (DTS) ainsi que de la Position de réserve au Fonds Monétaire International (FMI).

3 Avoirs de réserves détenus par la Banque centrale du Luxembourg et l'Administration centrale : modèle élargi du Fonds monétaire international – cf. tableau 10.7 sur www.bcl.lu

4 Balance of payments Manual 5 (FMI)

5 Cf. tableau 10.6 sur www.bcl.lu et cf. rapport annuel 2007 de la BCL pages 91-93

6 Banque des règlements internationaux (Bâle)

Les opérations sous revue ne font pas partie des avoirs de réserve classiques mais se retrouvent par contre au niveau du modèle élargi du FMI (ci-après Tableau 10.7). En effet, plusieurs raisons contrarient une inclusion dans les avoirs de réserve classiques :

- Le caractère temporaire et exceptionnel de ce genre d'opérations.
- Les montants nominaux de ces opérations n'ont pas d'influence sur les avoirs de réserve officiels de l'Eurosystème en fin de mois.
- Le BPM5 précité ne prévoit pas de traitement spécifique de telles opérations.
- L'enregistrement de ces transactions pourrait créer une image incorrecte suite à la volatilité engendrée par ces transactions au niveau des avoirs de réserve.

Le modèle élargi du FMI, quant à lui, est divisé en quatre majeures parties, à savoir :

- I. Réserves monétaires officielles et autres actifs en monnaies étrangères
- II. Sorties nettes de devises prévues à court terme (valeur nominale)
- III. Sorties nettes conditionnelles, à court terme, d'avoirs en monnaies étrangères (valeur nominale)
- IV. Pour mémoire

Les opérations sous revue sont inscrites au niveau des banques centrales nationales vu que celles-ci gèrent les swaps par rapport à leurs contreparties locales et peuvent être localisés au niveau de la première partie sous «*B. Autres actifs en monnaies étrangères (non inclus dans les réserves monétaires officielles) - Instruments dérivés*» ainsi qu'au niveau de la quatrième partie sous «*(e) Instruments financiers dérivés (nets, à leur valeur de marché) - swaps*» du modèle élargi du FMI.

IMPACT AU NIVEAU DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

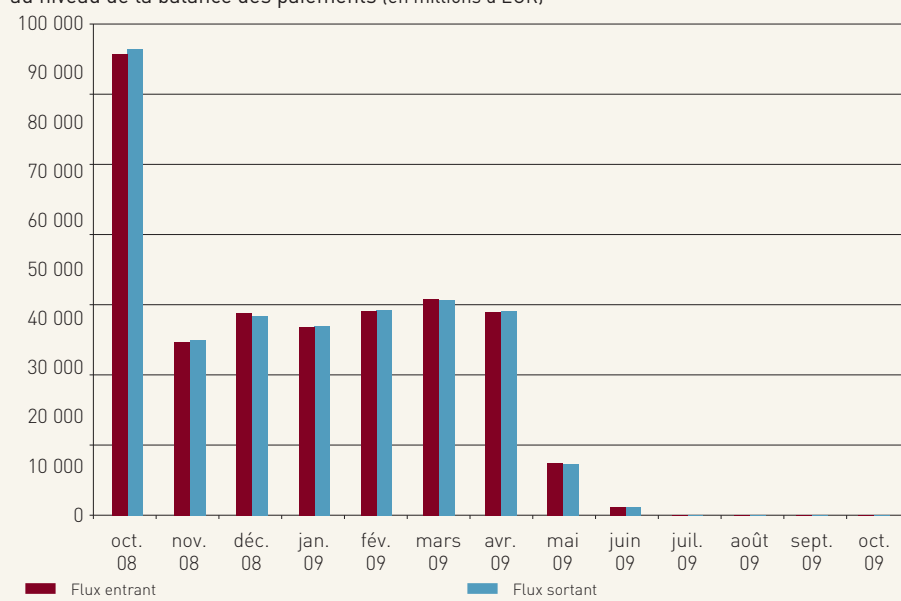
La balance des paiements relevant les flux au débit (achat de titres et paiement sortant) et au crédit (vente de titres et paiement entrant) retient uniquement les paiements réels ayant lieu suite à une transaction et durant un mois de calendrier.

Il importe de faire une différence entre les flux nets

$$\left(\sum_{\text{Débit}} SWAPs - \sum_{\text{Crédit}} SWAPs \right)$$

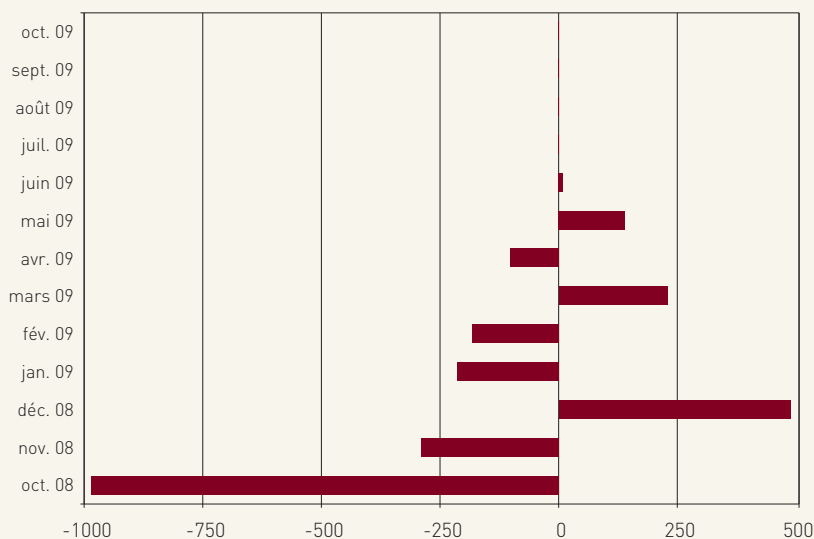
dégagés par ces opérations et la position en fin de mois renseignée au niveau du modèle élargi du FMI. En effet, les flux nets calculés

Graphique 1
Évolution de la volumétrie des flux mensuels (swap USD)
au niveau de la balance des paiements (en millions d'EUR)



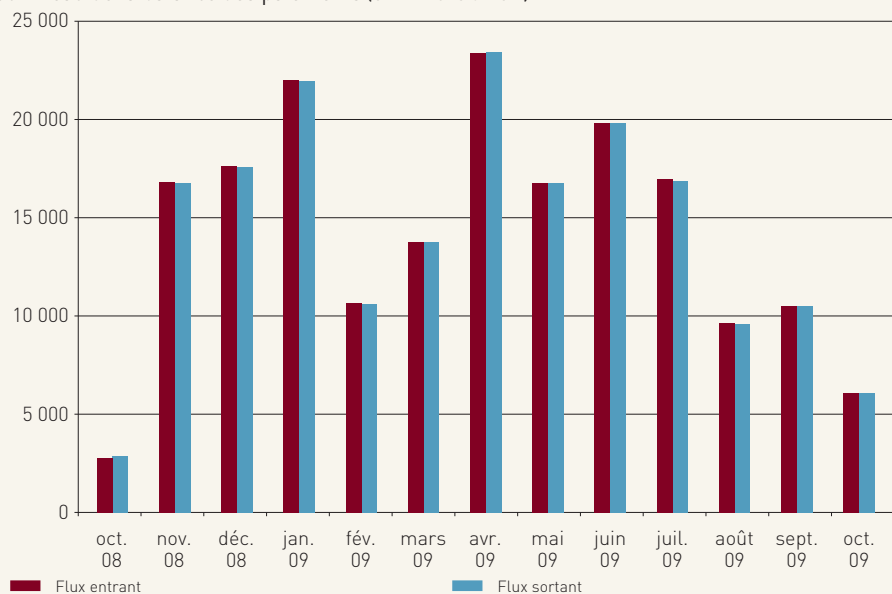
pour cet encadré sont basés sur les flux mensuels journaliers réels convertis suivant le cours de change EUR/USD, alors que les encours renseignés au niveau du tableau 10.7 doivent respecter la méthodologie du FMI et de la BCE qui ont recours à des méthodes d'évaluation telles que la valeur actuelle nette (NPV)⁷.

Graphique 2
Évolution de la volumétrie des flux mensuels nets (swap USD)
au niveau de la balance des paiements (en millions d'EUR)



Ainsi se crée une différence d'évaluation entre les positions, renseignées dans le Tableau 10.7 et les positions calculées sur base des flux de la BOP.

Graphique 3
Évolution de la volumétrie des flux mensuels (swap CHF)
au niveau de la balance des paiements (en millions d'EUR)



7 NPV: Le calcul de la NPV ne s'établit pas sur la fin de mois comme échéance, mais par contre sur l'échéance réelle en impliquant les cours spot et les cours forward.

Le cours forward ainsi est établi suivant la formule:

$$F_t^{t+1} = Spot_t * \frac{(1 + USDlibor1m)}{(1 + Euribor1m)}$$

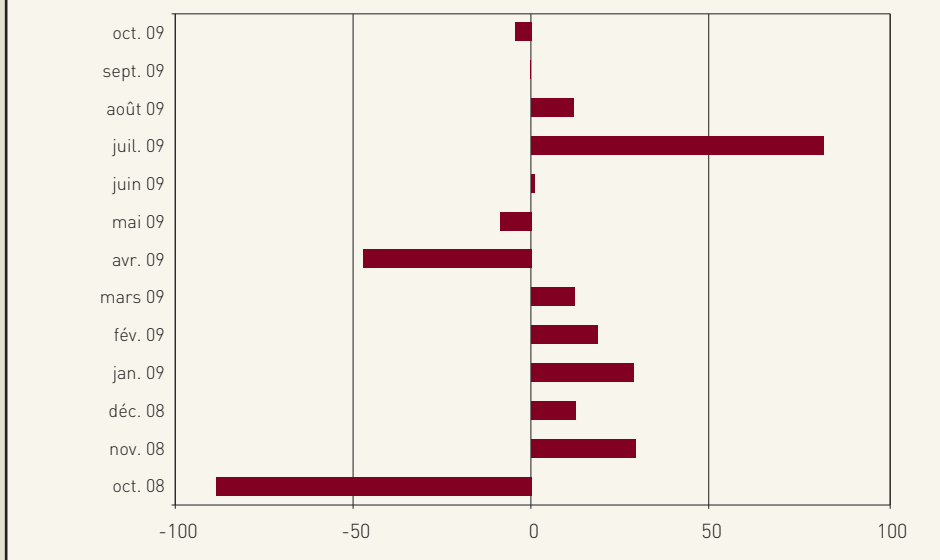
IMPACT AU NIVEAU DE LA POSITION EXTÉRIÈRE GLOBALE

L'impact au niveau de la position extérieure globale se montre au niveau des autres investissements à travers le solde dans le système Target[®]. Target est un système de paiement inter-bancaire pour le traitement en temps réel des transferts transfrontaliers en euros dans l'ensemble de l'Union européenne. Il a été conçu à l'origine pour le traitement de paiements de montants élevés et urgents en euros en vue de réduire le risque systémique. Le solde quant à lui reprend le net de toutes les opérations conduites au Luxembourg et par rapport à la BCE. Tandis que les opérations sous revue impactent le solde, il est impossible de les identifier à l'intérieur de ce dernier. Les positions se rapportant à Target peuvent également être retrouvées dans le bilan de la BCL au niveau de l'actif dans la rubrique «créances envers l'Eurosystème».

Finalement, il est plausible que les opérations susmentionnées et les impacts y afférents sur la balance des paiements ainsi qu'au niveau du modèle élargi des avoirs de réserve suivant le FMI, diminueront, voire disparaîtront lorsque la situation se

normalisera au niveau des marchés monétaires et que l'Eurosystème discontinuera ce type d'opérations. Cette tendance a déjà pu être observée au niveau de la régression du volume des SWAPS en USD sur les derniers mois.

Graphique 4
Évolution de la volumétrie des flux mensuels nets (swap CHF)
au niveau de la balance des paiements (en millions d'EUR)



Graphique 5
Évolution de la volumétrie des flux mensuels totaux (en millions d'EUR)

