

## 2.2 LA POSITION EXTERIEURE GLOBALE DU LUXEMBOURG<sup>16</sup>

### 2.2.1 Définition et méthodologie

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. Couplée à la balance des paiements, la PEG constitue un indicateur clé dans l'analyse de la situation des «comptes extérieurs» d'un pays ou d'une région économique donnée. Les deux agrégats sont d'ailleurs très liés. L'augmentation ou la réduction des avoirs extérieurs nets (d'engagements) ne peut résulter que de deux sources: le surplus ou le déficit de la balance des paiements courants et les gains ou les pertes en capital sur actifs déjà détenus ou sur passifs. La différence entre les deux agrégats provient du fait que la balance des paiements recense, sur une période donnée, les flux financiers entre résidents et non-résidents alors que la PEG inventorie, à une date donnée, les stocks d'avoirs et d'engagements financiers extérieurs.

Les principes méthodologiques appliqués à l'élaboration de la position extérieure globale et de la balance des paiements du Luxembourg sont globalement conformes à la méthodologie générale mise au point par le FMI dans la 5<sup>ème</sup> édition du Manuel de la balance des paiements (1993). Dans ce manuel, le FMI recommande que les données soient suffisamment détaillées pour permettre d'établir la position extérieure par catégories d'instruments financiers et par principaux secteurs de

l'économie. L'un des objectifs de la présente analyse est d'ailleurs de répondre à cette recommandation en mettant clairement en évidence le niveau de l'épargne que les principaux secteurs résidents consacrent aux actifs étrangers. Ces derniers sont divisés en cinq postes, conformément à la classification du compte des opérations financières de la balance des paiements: les investissements directs, les investissements de portefeuille, les produits dérivés, les autres investissements et les avoirs de réserve. Au sein de chaque poste, à l'exception des investissements directs<sup>17</sup>, les instruments financiers sont répertoriés selon quatre secteurs économiques résidents: les autorités monétaires (la banque centrale), les administrations publiques, les institutions financières monétaires (hors banque centrale) et les autres secteurs. Cette dernière catégorie regroupe les OPC non monétaires, les intermédiaires financiers non bancaires (sociétés des participations financières essentiellement), les compagnies d'assurance, les sociétés industrielles ainsi que les ménages.

Concernant la méthodologie d'évaluation des différents avoirs et engagements financiers extérieurs, le FMI recommande l'évaluation au prix courant du marché là où cela est possible, notamment pour les actifs cotés sur un marché. Il convient de souligner que l'application plus ou moins stricte de cette recommandation affecte largement le résultat de la position extérieure dans son ensemble (voir encadré ci-dessous).

#### Les effets de change et de prix sur la position extérieure

La variation de la position extérieure globale entre deux périodes données résulte normalement de nouvelles transactions financières, des réévaluations et des autres ajustements qui se sont produits entre les deux périodes et qui ont affecté les niveaux des stocks. La pratique par laquelle les compilateurs vérifient la cohérence entre les statistiques de balance des paiements et de position extérieure est connue sous le terme de réconciliation des flux avec les stocks. Cet exercice suppose que les compilateurs disposent d'informations complètes sur les différents éléments indiqués ci-dessus. Les nouvelles transactions financières ne posent généralement pas de problèmes car elles sont fournies par les données de la balance des paiements. Les autres ajustements sont normalement attribuables aux reclassements, aux opérations exceptionnelles telles que la monétisation ou démonétisation de l'or, à l'annulation unilatérale de dettes, ainsi qu'à l'expropriation sans dédommagement.

Les réévaluations proviennent des variations des prix des actifs et des taux de change, certains actifs étant libellés en monnaies étrangères. C'est à ce niveau que la méthodologie de valorisation des instruments financiers affecte souvent non seulement les niveaux des encours mais aussi le solde lui-même de la position extérieure globale. Ceci est particulièrement important pour le Luxembourg au regard du volume relativement élevé (près

<sup>16</sup> Note rédigée par Monsieur Albert Lendele Kola

<sup>17</sup> Pour les investissements directs, la distinction se limite aux investissements des banques commerciales et des «autres secteurs». Les investissements directs des autorités monétaires et des administrations publiques sont très limités en pratique.

de 2 mille milliards d'euros) des avoirs et engagements extérieurs bruts. Une variation des prix ou de change, même mineure, et qui n'affecte pas dans les mêmes proportions les avoirs et les engagements, peut augmenter ou réduire considérablement le solde de la position extérieure globale du Luxembourg. Au cas où le solde de la balance courante resterait nul, partant de la situation de fin 2004, une augmentation de 2% de la valeur des engagements extérieurs du Luxembourg accompagnée d'une hausse de 1% des avoirs extérieurs aurait un impact considérable sur la position nette qui passerait ainsi de 27,8 milliards d'euros à 3,8 milliards à la période suivante. Ceci illustre mieux l'importance des effets de valorisation sur la position extérieure nette.

Pour mieux isoler les effets de valorisation, les informations minimales requises devraient au moins distinguer pour tous les actifs et passifs, ceux qui sont cotés sur un marché organisé ainsi que la devise de cotation. Toutefois, dans la compilation de la PEG du Luxembourg, l'application plus ou moins stricte du principe d'évaluation au prix du marché varie selon l'instrument financier et selon le secteur détenteur (émetteur). Les encours d'investissements directs des sociétés holdings et SOPARFI (entités financières spécialisées ou SPEs en sigle) sont évalués au coût historique tant pour les avoirs que pour les engagements. Ceci tient au fait qu'à ce stade l'enquête annuelle sur les encours d'investissements directs ne couvre pas la majorité des SPEs. Les données de ce secteur sont estimées par cumul des flux évalués à leurs prix historiques de marché, tels qu'enregistrés dans la balance des paiements. Pour les autres entreprises qui font l'objet d'une enquête, leurs encours d'investissements directs sont évalués à la valeur comptable. En effet, l'évaluation au prix courant du marché, qui correspond en fait à la valeur boursière, n'est pas actuellement appliquée aux encours d'investissements directs du Luxembourg étant donné que les filiales des multinationales établies au Luxembourg sont rarement cotées en bourse indépendamment de leur groupe. Ce constat est valable aussi pour les filiales des entreprises luxembourgeoises à l'étranger. Le mode d'évaluation retenue pour les investissements directs affecte largement la position extérieure du Luxembourg.

Les valeurs mobilières détenues ou émises (investissements de portefeuille) sont évaluées tantôt à la valeur courante du marché tantôt au coût historique ou au coût d'acquisition. Le mode d'évaluation varie en effet selon le secteur et selon les sources des données. Les titres étrangers détenus par la BCL en tant qu'autorité monétaire ou par le Trésor luxembourgeois sont évalués à leurs valeurs de marché. De même le principe d'évaluation au prix du marché est appliqué aux titres détenus par les compagnies d'assurance et par les OPC de droit luxembourgeois. En revanche, les informations sur les titres étrangers détenus par les banques proviennent de leurs bilans statistiques où ils sont évalués tantôt au prix courant du marché, tantôt au coût historique, tantôt au plus faible montant entre le coût d'acquisition et le prix de marché.

En ce qui concerne les engagements de portefeuille (titres émis par les résidents et détenus par les étrangers), le mode d'évaluation varie également selon le secteur émetteur ou selon les sources de données. Pour les titres de participation émis par les résidents, deux modes d'évaluation sont appliqués. Le premier s'applique aux parts d'OPC et correspond à la valeur nette d'inventaire qui constitue en quelque sorte leurs valeurs de marché. De même, les actions émises par les autres entreprises résidentes sont évaluées aux cours en vigueur à la Bourse de Luxembourg. Par contre, les obligations émises par les résidents sont évaluées à la valeur nominale. Tout comme pour les investissements directs, l'utilisation de plusieurs modes d'évaluation affecte aussi les résultats de la réconciliation des flux avec les stocks présentés dans cet encadré.

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

Le tableau ci-après présente les résultats de la réconciliation de la position extérieure globale du Luxembourg à fin 2004, en mettant en évidence d'un côté les flux recensés par la balance des paiements et de l'autre côté les effets de change, de prix et d'autres ajustements dans leur globalité. Là où les informations sont disponibles, les effets de change sont clairement séparés des effets prix. C'est le cas notamment des investissements de portefeuille (actifs et passifs) et des autres investissements des institutions financières monétaires (voir tableau).

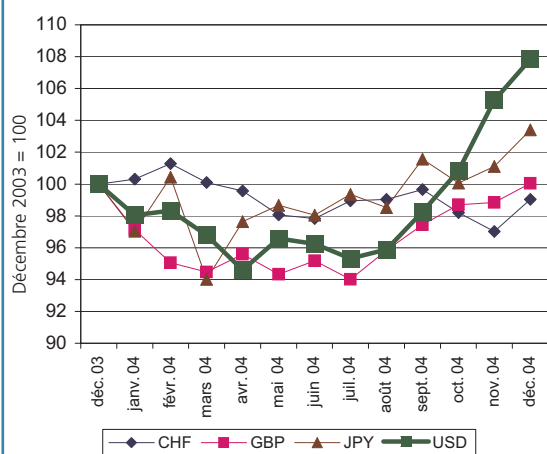
Notons d'emblée qu'une partie non négligeable des créances et des engagements est libellée dans des devises qui, en 2004, se sont dépréciées par rapport à l'euro, ce qui a généré des moins-values<sup>18</sup>. En revanche, les cours

<sup>18</sup> Par rapport aux quatre principales devises dans lesquelles sont libellées les avoirs et engagements financiers extérieurs du Luxembourg, entre fin 2004 et fin 2003, l'euro s'est déprécié de 1% par rapport au CHF mais s'est apprécié de 7,3% par rapport au USD et de 3,3% par rapport au JPY. L'euro est resté stable par rapport au GBP.

boursiers ont fortement augmenté tant du côté des titres étrangers que des titres nationaux. Dans l'ensemble, qu'il s'agisse d'avoirs ou d'engagements, l'effet positif des variations des cours boursiers a largement compensé l'effet négatif de l'appréciation de l'euro. Concernant les principales composantes des créances et d'engagements financiers extérieurs du Luxembourg, l'exercice de réconciliation a fourni les résultats présentés dans le tableau ci-après.

Graphique 10

Evolution des principaux cours de change (devise/EUR)



Source: Bloomberg

Tableau 3 Evolution de principales composantes de la position extérieure globale du Luxembourg (en milliards EUR)

	Stocks à fin 2003	Flux de balance des paiements	Variations dues aux cours de change et de bourse et autres ajustements	Stocks à fin 2004
<b>Position extérieure nette</b>	<b>24,0</b>	<b>2,8</b>	<b>0,8</b>	<b>27,7</b>
Avoirs extérieurs bruts	2 153,3	230,9	37,9	2 422,1
Engagements extérieurs bruts	-2 129,2	-228,1	-37,3	-2 394,6
<b>Investissements directs</b>	<b>-27,5</b>	<b>3,6</b>	<b>-25,9</b>	<b>-49,8</b>
Luxembourgeois à l'étranger	586,8	65,8	-5,7	646,9
Etrangers au Luxembourg	-614,3	-62,2	-20,2	-696,7
<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>-1,1</b>	<b>-41,5</b>	<b>3,7</b>	<b>-38,9</b>
Titres étrangers	1 055,6	69,7	60,8	1 186,1
Titres luxembourgeois	-1 056,7	-111,2	-57,1	-1 225,0
<b>Produits dérivés</b>	<b>-4,5</b>	<b>2,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,5</b>
Créances	6,9	2,5	-0,5	8,9
Engagements	-11,4	0,07	0,0	-11,4
<b>Autres investissements</b>	<b>56,8</b>	<b>38,2</b>	<b>23,7</b>	<b>118,7</b>
Créances	503,6	93,0	-16,4	580,2
Engagements	-446,8	-54,8	40,0	-461,5
<b>Avoirs de réserve</b>	<b>0,247</b>	<b>0,005</b>	<b>-0,009</b>	<b>0,243</b>

Source: BCL

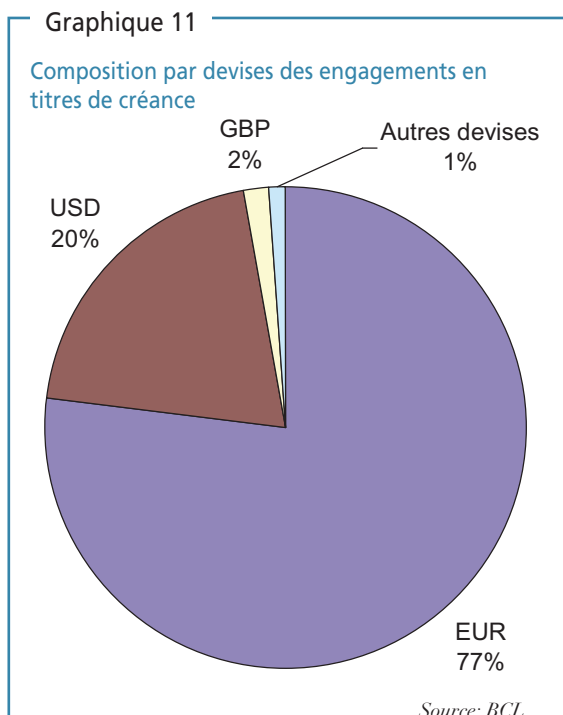
Notes: (1) Pour les stocks, un signe négatif représente un engagement et un signe positif une créance;

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

(3) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

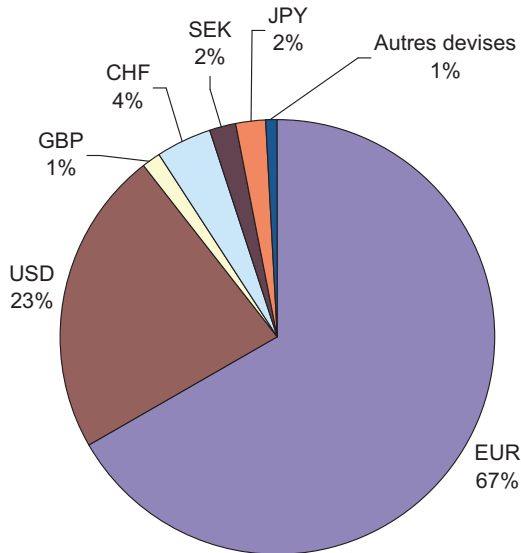
Comparées à l'année 2003, au total les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont augmenté de 269 milliards d'euros en 2004 dont 231 milliards s'expliquent par les nouveaux flux financiers et 38 milliards (1,76% de l'encours initial) par des plus-values provenant des variations combinées des prix et des taux de change. De même, entre 2003 et 2004, les engagements extérieurs du Luxembourg ont globalement augmenté de 265 milliards d'euros, dont l'essentiel (228 milliards) s'explique par de nouveaux flux financiers tels qu'enregistrés dans la balance des paiements de 2004 et le reste (37 milliards, soit 1,75% de l'encours initial) par des variations de change et des prix. Puisque les avoirs et les engagements extérieurs ont généré des plus-values de taille similaire, au total, la variation de la position extérieure nette entre 2004 et 2003 s'explique essentiellement par le surplus du compte courant ( 2,85 milliards d'euros en 2004). Les effets combinés de change et de prix ont eu certes un impact positif sur les avoirs extérieurs nets mais limité à 859 millions d'euros.

Au niveau de différentes composantes de la PEG, les effets de valorisation ont été particulièrement importants pour les investissements de portefeuille. Du côté des avoirs, l'appréciation de l'euro a généré des pertes de change estimées à 42 milliards d'euros (soit 4% de l'encours initial). Toutefois, la hausse des cours boursiers (voir graphique) a augmenté la valeur des titres étrangers à concurrence de 102,3 milliards d'euros (soit 9,8% par rapport à l'encours initial). Au total, les effets combinés des variations de change et de prix se sont avérés positifs (60,8 milliards d'euros, soit 5,8% de l'encours initial). La même tendance a été observée du côté des engagements de portefeuille même si les effets de change y ont été beaucoup moins importants (près de 5 milliards) que les effets-prix (52 milliards d'euros, soit 6% de l'encours initial).



Graphique 12

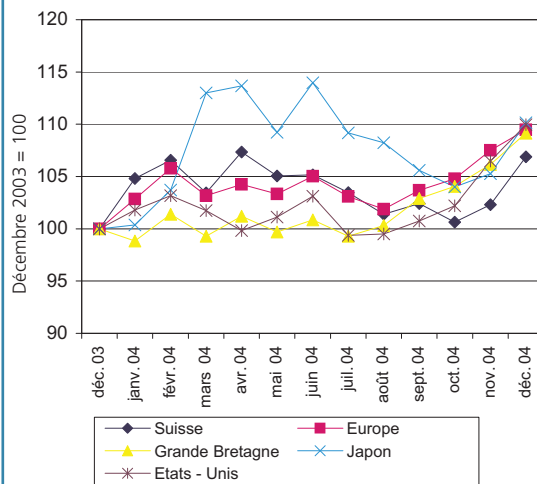
Composition par devises des engagements en titres de participation



Source: BCL

Graphique 13

Evolution des cours boursiers



Source: Bloomberg

L'appréciation de l'euro a également eu un impact négatif sur les autres principales composantes de la PEG du Luxembourg. Exprimés en euros, les investissements directs à l'étranger, dont une part non négligeable est libellé en monnaies étrangères, ont subi une perte de valeur de 5,7 milliards d'euros (1% de l'encours initial). Même si cela n'apparaît pas comme tel pas dans le tableau ci-dessus<sup>19</sup>, l'effet négatif de change a joué également

<sup>19</sup> En raison d'une compensation avec un ajustement positif de près de 25 milliards lié à un reclassement d'un encours comptabilisé auparavant dans les autres investissements (engagements).

dans les investissements directs étrangers au Luxembourg et dans les autres investissements. Pour ces derniers, la situation bilantaire des IFMs luxembourgeois est très éloquent à ce sujet. Les pertes de change subies par les IFMs sur l'encours de crédits consentis à la clientèle non-résidente sont estimée à 7,6 milliards d'euros, soit 2% de l'encours à fin 2003. Du côté passif, les effets négatifs de change sur l'encours de dépôts de la clientèle non-résidente sont très lourds (14,6 milliards d'euros, soit 4,1% de l'encours de 2003).

**Tableau 4 Effets de change sur l'encours d'autres investissements des IFMs**

	Encours 2003	Flux	Variations de change	Encours 2004
Créances	386,303	33,861	-7,559	412,605
Engagements	356,303	24,732	-14,646	366,389

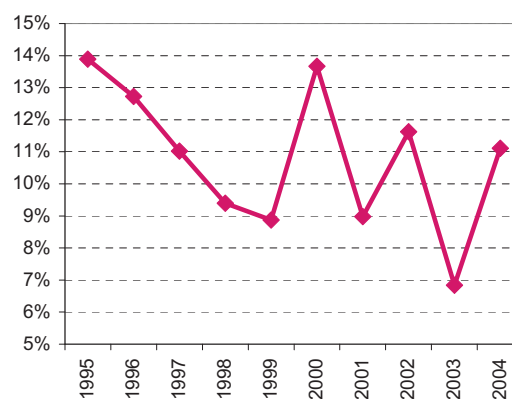
Source: BCL

## 2.2.2 La position extérieure globale nette et ses principales composantes à fin 2004

Les avoirs financiers bruts du Luxembourg vis-à-vis des non-résidents sont évalués à 2 422 milliards d'euros à la fin de l'année 2004 alors que les engagements financiers bruts ont totalisé 2 394 milliards d'euros. La position extérieure nette du Luxembourg, c'est-à-dire la différence entre les avoirs et les engagements extérieurs bruts, s'est établie à 27,8 milliards d'euros à fin 2004 contre 24 milliards à la fin de l'année 2003 (données révisées). Exprimés en pourcentage du PIB nominal, les avoirs extérieurs nets (ou position extérieure nette) du Luxembourg sont ainsi passés de 100% du PIB en 2003 à 108% à fin 2004. Cette hausse reflète essentiellement le surplus du compte courant entre 2004 et 2003 qui a atteint 2,85 milliards d'euros (soit 11% du PIB de 2004). Comme souligné dans l'encadré ci-dessus, l'amélioration de la position financière extérieure d'un pays sur une période donnée ne peut résulter que de deux sources: d'un côté l'excédent de balance courante qui se traduit forcément par une accumulation des créances sur le reste du monde ou par une réduction des engagements extérieurs nets et de l'autre côté des plus values résultant des modifications des prix ou des taux de change. Or l'économie luxembourgeoise ne cesse d'accumuler des excédents courants dont la moyenne a avoisiné les 11% du PIB au cours de la dernière décennie (1995-2004, voir graphique).

**Graphique 14**

Evolution de surplus courant du Luxembourg en % du PIB



Source: STATEC

Le volume relativement élevé des avoirs extérieurs nets du Luxembourg se comprend donc au regard des excédents courants dégagés dans les échanges avec le reste du monde. Toutefois, dans l'analyse économique, il convient d'interpréter le solde de la position extérieure globale avec prudence car il est fortement tributaire de la méthodologie de valorisation des instruments financiers. Ainsi, la position extérieure peut présenter un solde positif ou négatif selon le mode d'évaluation adoptée pour une catégorie donnée ou pour l'ensemble des instruments considérés. A titre d'exemple, l'évaluation du stock d'investissements directs en valeur comptable ou en valeur boursière peut transformer un solde positif en solde négatif ou vice-versa. Cela a été observé notamment en France où la position extérieure nette s'est établie à 110,8 milliards en 2004 (6,8% du PIB) avec une valorisation des stocks d'investissements