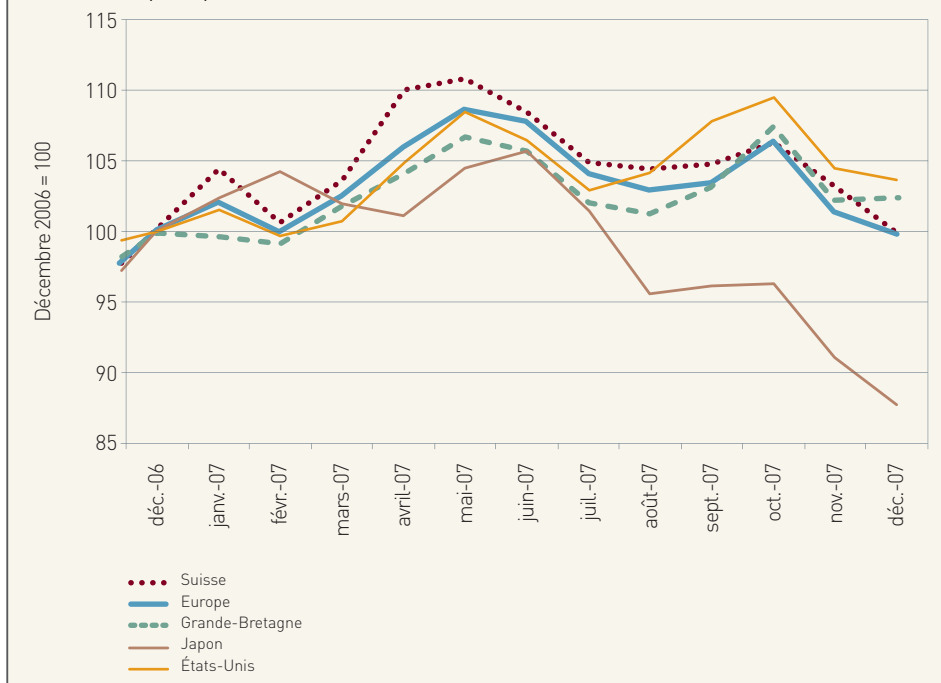


Graphique 8

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 EXTÉRIURE 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.

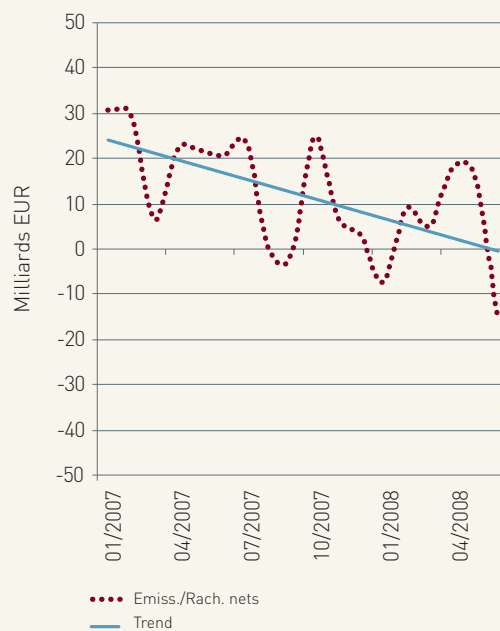
nant lieu à des rapatriements de fonds. Ce phénomène a pu être observé dans le compte d'opérations financières au dernier trimestre 2007 et au 1^{er} trimestre 2008 et sera sans doute visible au 3^e et 4^e trimestre de l'année en cours. En effet, du côté des engagements de portefeuille, les flux sur 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.

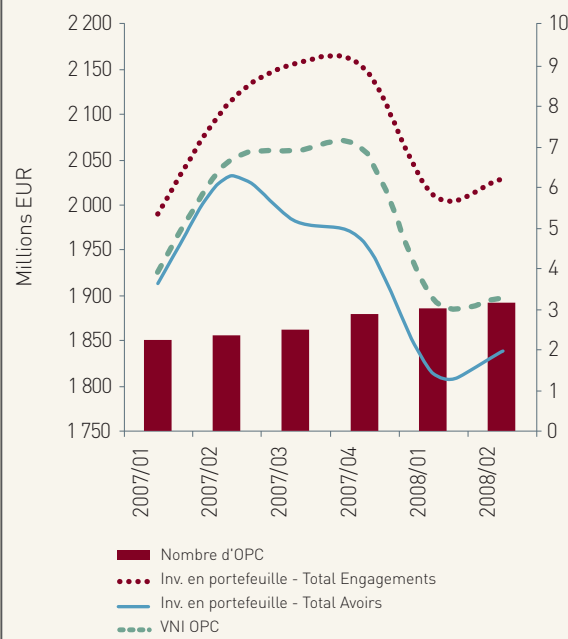
Ainsi, les encours des titres de participation détenus par le Luxembourg et émis par des non-résidents subissent un recul annuel de 14,7% au premier trimestre 2008 par rapport au premier trimestre 2007, respectivement de 19,4% au deuxième trimestre 2008 par rapport au deuxième trimestre 2007. Il en est 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



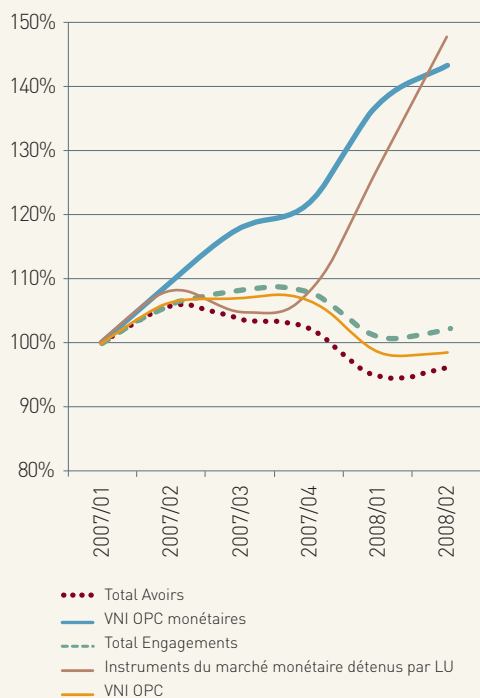
Source: CSSF, calculs BCL

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

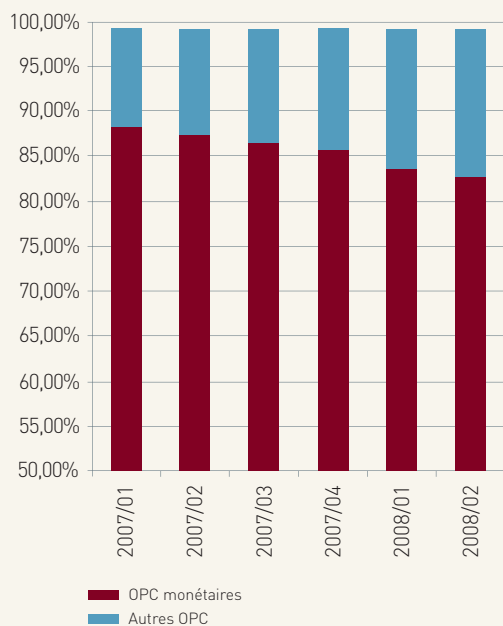


Source: BCL, CSSF

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

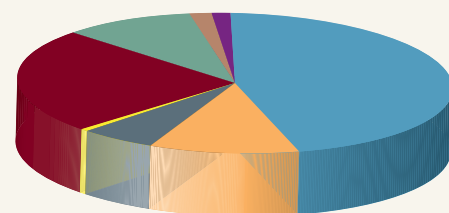
ENQUÊTE COORDONNÉE SUR LES INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE DU LUXEMBOURG¹⁵

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 | |

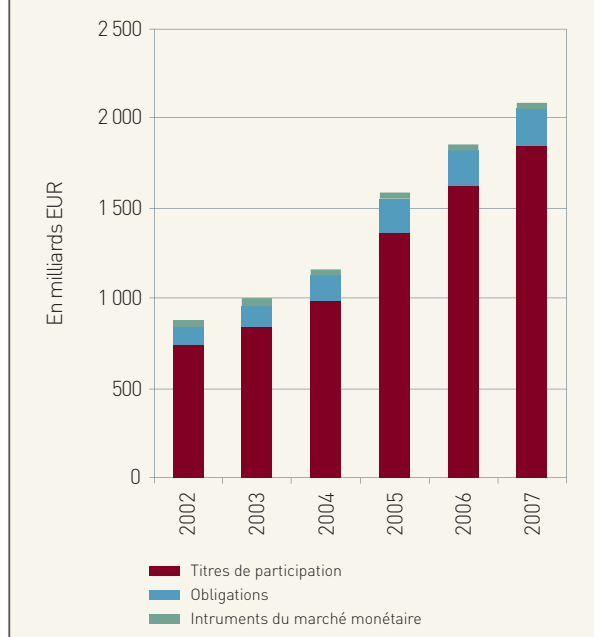
Source FMI

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).