

Encadré 1

BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE : NOUVELLE MÉTHODOLOGIE À PARTIR DE DÉCEMBRE 2008¹

À partir de décembre 2008, une nouvelle méthodologie est mise en œuvre pour produire la position extérieure ainsi que les revenus d'investissements du Luxembourg, ce qui entraîne une rupture de série. Le volet méthodologique de l'opération a été explicité dans le bulletin 2008/1 de la BCL – analyse « Revenus des investissements dans la balance des paiements du Luxembourg » – p. 91.

En bref, avec l'ancienne méthode, la BCL appliquait aux positions d'investissement de portefeuille des « *benchmark yields* » par pays émetteur et type de titre. Avec la nouvelle méthode, les revenus sont directement calculés au niveau du titre. Pour les titres de créance, on utilise le taux d'intérêt en vigueur au moment de l'émission (approche « débiteur »). La révision des revenus des investissements résulte, d'une part, d'une modification des positions à partir desquelles sont calculés les revenus, d'autre part, du changement de calcul des revenus à partir des positions.

Tableau 1
Position extérieure en investissements de portefeuille au 31/12/2008 (en milliards d'euros)

	Avoirs	révision	Engagements	révision
Investissements de portefeuille	1 523,5	+37,3	1 785,3	+132,2
dont actions	544,5	+11,2	1 506,6	+76,2
dont obligations	752,5	-28,0	266,3	+60,3
dont titre du marché monétaire	226,5	+54,1	12,3	-4,3

Sources : BCL, STATEC

Lecture : les avoirs extérieurs en actions (investissements de portefeuille) s'élèvent à 544,5 milliards d'euros au 31/12/2008. C'est 11,2 milliards de plus que lors de la première estimation (juin 2009).

Tableau 2
Revenus des investissements 2009 S1 (en milliards d'euros)

	Crédit	révision	Débit	révision	Net	révision
Revenus des investissements de portefeuille	28,1	+1,7	33,4	+6,7	-5,3	-5,0
dont actions	10,0	-1,6	26,0	-0,4	-16,0	-1,2
dont obligations	14,3	+1,6	7,1	+6,9	7,2	-5,2
dont titre du marché monétaire	3,7	+1,6	0,3	+0,2	3,4	+1,4
Revenus des autres investissements	13,2	+4,7	7,3	-0,9	5,9	+5,6
Ensemble	41,3	+6,4	40,7	+5,8	0,6	+0,6

Sources : BCL, STATEC

TITRES DE CRÉANCE ÉMIS AU LUXEMBOURG

L'encours des émissions luxembourgeoises de titres de créance a été fortement revu à la hausse grâce à l'utilisation de la base de données centralisée des titres (*Centralised Securities Database*). La CSDB est une base de données qui couvre notamment, à partir de sources commerciales et internes au SEBC, les titres de créance et de participation émis par des résidents de la zone euro. Ainsi la BCL a pu couvrir les titres émis par les résidents luxembourgeois et non cotés à la bourse de Luxembourg. Cette dernière était jusqu'alors la principale source pour estimer les émissions luxembourgeoises. Ces émissions génèrent des revenus d'intérêts (débits) dans la balance des paiements car la plupart des souscripteurs sont non résidents.

¹ Encadré rédigé par Paul Fevrier.

La contrepartie de ces émissions consiste généralement en des prêts et des dépôts à l'étranger. Ces prêts (qui prennent souvent la forme de prêts intra-groupe) génèrent à leur tour des revenus d'intérêts (crédits) pour un montant équivalent dégageant un solde extérieur négligeable. Les revenus des autres investissements des OPC sont également révisés (à la baisse) si bien que la révision au crédit se limite à +4,7 milliards contre +6,9 au débit des investissements de portefeuille – obligations.

ENGAGEMENT DES OPC RÉSIDENTS

Les engagements luxembourgeois vis-à-vis du reste du monde représentent les émissions luxembourgeoises nettes des détentions résidentes. La majeure partie de ces engagements luxembourgeois en investissements de portefeuille est constituée d'émissions de parts d'OPC. A cet égard, la nouvelle collecte « titre par titre » conduit à une révision à la baisse des avoirs résidents en titres résidents et donc à une révision à la hausse des engagements. Auparavant, l'estimation de la détention résidente de parts d'OPC était réalisée à partir de données agrégées moins précises.

AVOIRS DES BANQUES ET DES OPC

Enfin, à l'actif des OPC et des banques, la part des titres du marché monétaire est également revue à la hausse, ce que compense partiellement une révision à la baisse des obligations (d'une maturité initiale supérieure à un an). Cette révision à la baisse de la position en obligations (avoirs) n'empêche pas les revenus afférents d'être revus (au crédit) à la hausse. Les taux d'intérêt du marché en 2009 (utilisés dans l'ancienne méthode pour l'approche « créateur ») sont en effet historiquement bas, alors que les banques et les OPC gardent en portefeuille des titres anciens pouvant générer des revenus élevés (approche « débiteur »).

1.4.1 La détention par des résidents de titres de portefeuille étrangers

Le portefeuille de titres étrangers détenus par des résidents atteint 1 523 milliards d'euros fin 2008 contre 1 958 milliards à la fin de 2007. Cette contraction de 434,7 milliards (22%) s'explique surtout par des effets de valorisation fortement négatifs (-351 milliards, soit -18%) mais aussi par des ventes nettes (-120,9 milliards) des résidents au cours de l'année. L'impact négatif sur l'encours total a toutefois été atténué par une révision statistique à la hausse de 37 milliards (voir encadré). Suite à l'incertitude accrue résultant de la crise, les résidents ont modifié l'allocation de leur portefeuille en préférant davantage les instruments financiers les moins risqués. Ainsi ils ont réduit la part d'actions à 35,7% fin 2008 (contre 49% en 2007) tout en augmentant celle des obligations (49% contre 43,6% fin 2007) et celle des instruments du marché monétaire (14,9% fin 2008, contre 8,4% fin 2007).

L'encours d'avoirs en actions étrangères se contracte de 415 milliards (-43%) pour s'établir à 544,5 milliards à la fin de 2008. Cette importante baisse s'explique par des ventes nettes d'actions étrangères (59 milliards) mais aussi et surtout par des effets négatifs de valorisation de 410 milliards d'euros (-42,7%), résultat de la chute marquée des cours boursiers durant l'année 2008. Ces effets négatifs de valorisation ont toutefois été atténués (à concurrence de 11 milliards) par un ajustement statistique positif (voir encadré).

Le stock de titres de créance (obligations et instruments du marché monétaire) atteint 979 milliards d'euros fin 2008, soit une réduction de 19 milliards (-1,9%) par rapport au niveau de 2007. Fin 2008, l'encours d'obligations étrangères s'élève à 752,5 milliards, soit une baisse de 102 milliards (-11,9%) dont 84 milliards s'expliquent par des ventes nettes et 17 milliards (-2,1%) par des effets négatifs de valorisation. L'encours d'instruments du marché monétaire s'établit à 226,5 milliards d'euros fin 2008, soit une progression de 82 milliards (+57,5%) dont 22 milliards de nouveaux achats.