

Une détention internationale des titres européens plus centrée sur l'Europe

Si la hiérarchie des principaux créanciers et débiteurs mondiaux concernant les investissements de portefeuille transfrontières n'a pas été bousculée en 2002, une évolution marquante a été une certaine européanisation de la détention des titres émis par les pays membres de la zone euro. En effet, la part de ces derniers dans la détention par des non-résidents des titres émis dans la zone euro est passée de 50,7 % à 55,4 % en 2002, tandis que celle des États-Unis reculait de 13,4 % à 9,6 %.

Par ailleurs, les résultats du CPIS 2002 mettent en évidence le rôle significatif de certains pays — tels que le Luxembourg (4^e créancier et 7^e débiteur mondial au titre des investissements de portefeuille transfrontières) — et des centres extraterritoriaux (offshore) (Îles Caïman, Bermudes) dans l'intermédiation de titres.

La France se classe au 6^e rang en termes de stocks d'avoirs et au 4^e rang en termes de stocks d'engagements. Les principaux détenteurs non résidents de titres français sont les investisseurs de la zone euro, avec 44,3 % (contre 39,7 % fin 2001) du stock d'investissements de portefeuille transfrontières, suivis des investisseurs américains (14,7 %, contre 18,2 % fin 2001) et britanniques (11,6 %, contre 17 % fin 2001).

Les résultats de cette étude ont été établis à partir des chiffres préliminaires de l'enquête CPIS (Coordinated Portfolio Investment), menée par le FMI auprès des organismes en charge des statistiques de balance des paiements et de position extérieure. Ils portent sur les stocks d'investissements de portefeuille transfrontières à fin décembre 2002 déclarés par 63 pays, dont toutes les principales économies hormis la Chine.

Jean-Guillaume POULAIN
*Direction de la Balance des paiements
Service des Mouvements de capitaux extérieurs*

Encadré méthodologique : l'enquête CPIS

L'enquête CPIS (Coordinated Portfolio Investment Survey), coordonnée par le FMI, a été entreprise pour répondre aux préoccupations suscitées par les discordances et lacunes que comportent les statistiques relatives aux flux financiers mondiaux. Elle a pour objet d'améliorer les statistiques portant sur les actifs d'investissements de portefeuille détenus sous forme d'actions¹, de titres de dette à long terme et de titres de dette à court terme. Elle vise notamment les objectifs suivants :

- recueillir des données, ventilées par types d'instruments (actions, obligations, titres du marché monétaire) et par pays de résidence de l'émetteur, sur l'encours des avoirs extérieurs au titre d'investissements de portefeuille. Pour les enquêtes sur les positions à fin 2001 et fin 2002, 63 pays ont participé, contre 29 lors de la première édition à fin 1997. La plupart des pays du Moyen-Orient et d'Afrique, ainsi que la Chine, n'ont pas participé au recensement. C'est la direction de la Balance des paiements (Banque de France) qui est responsable de l'élaboration et de la transmission au FMI des statistiques détaillées sur les créances des résidents français. Dans le cas de la France, ces chiffres résultent d'une collecte annuelle conduite auprès des principaux conservateurs français, complétée par une information trimestrielle sur le portefeuille propre des banques résidentes ;
- établir des statistiques « miroir » permettant à chaque pays contributeur de connaître les détenteurs non-résidents des titres qu'il a émis. Cette information n'est, en effet, généralement pas collectée dans les états statistiques de balance des paiements ou de position extérieure, qui ventilent les achats des non-résidents selon la première contrepartie connue. Ainsi, l'achat de titres français par un investisseur nippon via un intermédiaire basé à Londres apparaîtra comme investissement britannique en France alors que l'investisseur ultime est bien japonais.

La comparaison des engagements recensés dans les positions-titres nationales et des statistiques « miroir » établies par le FMI fait apparaître des écarts s'expliquant notamment par la non-exhaustivité des participants à l'enquête CPIS. Ainsi, dans le cas des titres français détenus à l'étranger, les données du CPIS sont-elles sous-évaluées de 225,4 milliards d'euros par rapport aux engagements de même nature recensés dans la position extérieure de la France (soit un écart de 22 %) : 46,7 milliards d'euros pour le stock d'actions (soit un écart de 14 %), 175,6 milliards d'euros pour le stock d'obligations (soit un écart de 28 %) et 3,1 milliards d'euros pour le stock d'instruments du marché monétaire (soit un écart de 4 %).

Remarques complémentaires :

- l'enquête est réalisée sur un rythme annuel depuis son édition concernant les stocks à fin 2001;
- les titres détenus par des organisations internationales ou au titre d'avoirs de réserve ne sont pas ventilés par pays et font l'objet d'une catégorie à part, intitulée « Réserves de change et organisations internationales » dans les tableaux du présent article ;
- tous les montants sont exprimés en contre-valeur dollar des États-Unis.

Les chiffres de l'enquête sont disponibles sur internet (www.imf.org)

¹ L'enquête recense les investissements de portefeuille en actions cotées et non cotées. Les investissements directs (qui correspondent à la détention d'au moins 10 % du capital d'une entreprise par un investisseur) sont exclus du champ de l'enquête.

1. Les principaux créanciers et débiteurs mondiaux à fin 2002

Le stock mondial d'investissements de portefeuille transfrontières en actions et titres de dette s'élève à 13 730 milliards de dollars à fin 2002, soit une augmentation de 9,4 % par rapport à fin 2001. Ce stock est composé à 34,4 % d'actions (contre 41 % à fin 2001), à 56,3 % de titres de dette à long terme (51 % à fin 2001) et à 9,3 % de titres de dette à court terme (8 % à fin 2001).

1.1. Les principaux détenteurs de titres d'investissements de portefeuille transfrontières à fin 2002

Les États-Unis (avec 14,1 % du stock mondial à fin 2002), le Royaume-Uni et le Japon (10,2 % chacun) restent les trois premiers investisseurs mondiaux. La France garde la sixième place, mais sa part de marché progresse de 5,4 % à 6,4 % tandis que celle de l'Allemagne, cinquième, reste à peu près stable (6,5 % à fin 2002, contre 6,3 % un an auparavant).

Les pays membres de la zone euro détiennent 38,7 % du stock mondial (contre 35,5 % en 2001), ce qui les place largement au premier rang des créanciers mondiaux. Il est intéressant de noter que si l'on ôte les investissements « *intra* » (c'est-à-dire entre pays de la zone euro), la part de la zone euro (16,5 %, contre 20,2 % en 2001) reste supérieure à celle des États-Unis (14,1 %, contre 17,6 %). Par rapport à 2001 (2,6 %), l'écart est resté quasiment stable en 2002 (2,4 %).

Si les parts de ces deux zones ont baissé en 2002, les raisons sont différentes :

- d'une part, la valeur du stock « *extra* » de la zone euro a fléchi du fait de l'appréciation de l'euro en 2002 ; si la part des avoirs de la zone euro sur l'extérieur a diminué, celle du total des pays membres (y compris les investissements « *intra* ») a, en revanche, augmenté ;
- d'autre part, d'après les flux sur investissements de portefeuille dans la balance des paiements des États-Unis, les résidents américains ont été vendeurs nets de titres étrangers en 2002, ce qui n'a été le cas ni en 2001, ni en 2003.

Avoirs transfrontières au titre d'investissements de portefeuille

(montants en millions de dollars, part en %)

	Total		Actions		Titres de dette à long terme		Titres de dette à court terme	
	Montant	Part dans le stock mondial	Montant	Part dans le stock mondial	Montant	Part dans le stock mondial	Montant	Part dans le stock mondial
1 États-Unis	1 933 918	14,1	1 300 571	27,6	477 909	6,2	155 438	12,1
2 Royaume-Uni	1 394 729	10,2	537 742	11,4	780 287	10,1	76 701	6,0
3 Japon	1 394 520	10,2	210 817	4,5	1 135 519	14,7	48 183	3,8
4 Luxembourg	923 399	6,7	304 997	6,5	526 431	6,8	91 971	7,2
5 Allemagne	899 152	6,5	331 385	7,0	554 136	7,2	13 631	1,1
6 France	880 871	6,4	196 840	4,2	613 675	7,9	70 356	5,5
7 Italie	596 058	4,3	247 460	5,2	339 334	4,4	9 264	0,7
8 Pays-Bas	570 003	4,2	217 387	4,6	343 321	4,4	9 295	0,7
9 Irlande	565 494	4,1	150 121	3,2	244 556	3,2	170 817	13,3
10 Suisse	522 992	3,8	218 245	4,6	283 223	3,7	21 525	1,7
Autres	4 049 465	29,5	1 001 478	21,2	2 434 820	31,5	612 830	47,9
Stock total	13 730 601	100,0	4 717 043	100,0	7 733 211	100,0	1 280 011	100,0

Source : FMI

Réalisation : Banque de France

1.2 Les principaux bénéficiaires des investissements de portefeuille transfrontières déclarés à fin 2002 ¹

Le stock d'investissements de portefeuille transfrontières en titres américains représente 23,9 % du stock mondial (contre 24,5 % fin 2001). Viennent ensuite les stocks en titres britanniques (9,7 %, contre 10,0 % fin 2001), allemands (9,6 %, contre 9,2 % fin 2001) et français (6,1 %, contre 6,2 % à fin 2001). La France conserve donc en 2002 sa 4^e place et se situe, en pourcentage du PIB, à égalité avec l'Allemagne.

Les douze pays de la zone euro bénéficient de 40,3 % des investissements de portefeuille transfrontières. Toutefois, si l'on déduit les investissements « *intra* », le poids de la zone euro baisse à 18 %, derrière les États-Unis (23,9 %).

À fin 2002, les investissements « *intra* » zone euro s'élèvent à 3 061,2 milliards d'euros, soit 22,3 % du stock mondial. Entre 2001 et 2002, la part de ces investissements dans le stock total d'investissements de portefeuille transfrontières dont bénéficient les pays membres de la zone euro est passée de 50,7 % à 55,4 %, tandis que celle des investisseurs américains revenait de 13,4 % à 9,6 %. On a donc assisté, au cours de cette période, à une certaine « européanisation » de la détention des titres émis dans la zone euro.

¹ Cette analyse est tributaire du périmètre déclaratif. On rappelle que la Chine ne participe pas à l'enquête CPIS.

Engagements transfrontières au titre d'investissements de portefeuille

(montants en millions de dollars, parts en %)

	Total		Actions		Titres de dette à long terme		Titres de dette à court terme	
	Montant	Part dans le stock mondial	Montant	Part dans le stock mondial	Montant	Part dans le stock mondial	Montant	Part dans le stock mondial
1 États-Unis	3 278 401	23,9	915 717	19,4	1 891 655	24,5	470 840	36,9
2 Royaume-Uni	1 325 583	9,7	667 823	14,2	435 057	5,6	222 802	17,4
3 Allemagne	1 321 387	9,6	180 738	3,8	1 026 382	13,3	112 824	8,8
4 France	838 579	6,1	290 146	6,2	475 915	6,2	71 652	5,6
5 Pays-Bas	805 503	5,9	238 657	5,1	503 176	6,5	58 776	4,6
6 Italie	720 580	5,2	111 161	2,4	582 345	7,5	33 135	2,6
7 Luxembourg	631 501	4,6	452 104	9,6	169 008	2,2	10 390	0,8
8 Japon	517 398	3,8	311 974	6,6	159 937	2,1	43 777	3,4
9 Îles Caïman	501 330	3,7	117 662	2,5	350 464	4,5	33 273	2,6
10 Espagne	328 981	2,4	100 278	2,1	223 866	2,9	4 832	0,4
Autres	3 461 258	25,2	1 330 783	28,2	1 915 406	24,8	217 710	17,0
Stock total	13 730 601	100,0	4 717 043	100,0	7 733 211	100,0	1 280 011	100,0

Source : FMI

Réalisation : Banque de France

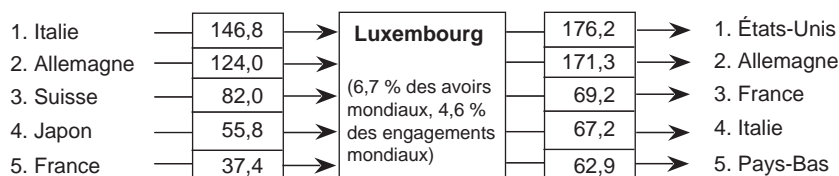
1.3 Le Luxembourg et les centres extraterritoriaux totalisent près de 14 % des avoirs et 11 % des engagements mondiaux

1.3.1 Le poids du Luxembourg dans l'intermédiation de titres

L'analyse des statistiques du CPIS met en évidence le rôle de la place du Luxembourg dans l'intermédiation des achats de titres ; en effet, un grand nombre de fonds et de véhicules d'investissements localisés au Luxembourg bénéficient de capitaux en provenance de pays d'Europe et les investissent ensuite dans le monde entier. Ainsi, 72 % des capitaux à destination du Luxembourg sont placés en actions² ; dans la majorité des cas il s'agit de souscriptions de titres d'OPCVM.

Intermédiation d'achats de titres par le Luxembourg

(montants en milliards de dollars)



² À titre de comparaison, ce ratio n'est que de 13,7 % en Allemagne, 28 % aux États-Unis et 34,6 % en France.

1.3.2 Le rôle significatif des centres extraterritoriaux

Le stock d'investissements de portefeuille transfrontières détenu par l'ensemble des centres extraterritoriaux ³ s'élève à 938,8 milliards de dollars, soit 7 % du stock mondial. Les principaux centres extraterritoriaux créanciers sont Hong Kong (244 milliards de dollars), les Bermudes (187,7 milliards, dont 87,8 milliards investis en titres de dette à long terme américains ⁴) et Jersey (153 milliards). En outre, les investissements de portefeuille transfrontières dans des titres émis dans les centres extraterritoriaux représentent 858,6 milliards de dollars (6,4 % du stock total), dont 501,3 milliards pour les seules Îles Caïman ⁵.

Si l'ensemble des centres extraterritoriaux présente ainsi une position créditrice (+ 80,2 milliards) au titre des investissements de portefeuille, les disparités sont néanmoins très marquées :

- d'une part, les Îles Caïman, dont la position est très fortement débitrice (– 446,3 milliards), sont le siège d'émissions de titres réalisées par des entités de nationalité étrangère,
- d'autre part, Hong Kong et les Bermudes bénéficient d'importants dépôts, qui sont replacés sous forme d'investissements de portefeuille.

Pour être complète, l'analyse des circuits d'intermédiation devrait intégrer les flux de dépôts-crédits transfrontières, notamment à travers les statistiques bancaires internationales de la BRI.

2. Les titres français sont majoritairement détenus par des pays de la zone euro

Les principaux détenteurs de titres français sont les investisseurs de la zone euro, avec 44,3 % du stock total en titres français (contre 39,7 % fin 2001). Ils sont suivis par les investisseurs américains (14,7 %, contre 18,2 %) et britanniques (11,6 %, contre 17 %). Le stock de titres français détenus par des organisations internationales ou au titre d'avoirs de réserve représentent 10,4 % du stock total, contre 7,2 % un an auparavant. Parmi les investisseurs de la zone euro, les résidents allemands arrivent en tête des détenteurs de titres français (part stable à 9,6 %).

L'augmentation du poids de la zone euro dans la détention par les non-résidents des titres français (+ 4,6 points en 2002) est donc la même que pour l'ensemble des pays de la zone euro (cf. paragraphe 1.2). Néanmoins le niveau de détention en France (44,3 %) reste inférieur à celui enregistré pour l'ensemble de la zone euro (55,4 %), ce qui illustre l'internationalisation relativement plus importante de la détention des titres français par rapport à l'ensemble des titres émis dans la zone euro. Enfin la part des États-Unis est en baisse de 3,5 points, à 14,7 %.

³ Sont ici considérés comme centres extraterritoriaux les pays ou territoires classifiés comme tels par la Banque des règlements internationaux (BRI), c'est-à-dire : Aruba, Bahamas, Bahreïn, Barbades, Bermudes, Îles Caïman, Gibraltar, Guernesey, Hong Kong, Île de Man, Jersey, Liban, Macao, Île Maurice, Antilles néerlandaises, Panama, Singapour et Vanuatu.

⁴ Soit 4,6 % du stock total de titres de dette à long terme américains détenus par des non-résidents.

⁵ Dont 175,2 milliards de dollars en provenance du Japon, 138,8 milliards de la zone euro, 56,3 milliards des États-Unis et 51,1 milliards du Royaume-Uni.

Le stock d'actions françaises détenu par des non-résidents au titre d'investissements de portefeuille s'élève à 290 milliards d'euros, ce qui place la France au cinquième rang mondial des bénéficiaires de ce type d'investissements. Les investisseurs de la zone euro sont les premiers détenteurs d'actions françaises au titre d'investissements de portefeuille transfrontières, avec une part de marché de 40,1 %, suivis des investisseurs américains (29,9 %) et britanniques (14,8 %).

Le stock de titres français de dette à long terme détenu par des non-résidents place aussi la France au cinquième rang mondial des bénéficiaires de ce type d'investissements. Ce stock de 475,9 milliards est détenu pour moitié (49,7 %) par les investisseurs de la zone euro. Le pays qui détient le plus de titres de ce type est le Japon, avec 11,9 % du stock déclaré.

Les principaux détenteurs non résidents de titres français à fin 2002

Au titre d'investissements de portefeuille transfrontières, d'après les résultats du CPIS 2002

			<i>(montants en dollars, parts en %)</i>		
Actions			Titres de dette à long terme		
	Montant	Part dans le stock mondial		Montant	Part dans le stock mondial
1 États-Unis	86 847	29,9	1 Réserves de change et organisations internationales	65 076	13,7
2 Royaume-Uni	42 838	14,8	2 Japon	56 712	11,9
3 Allemagne	34 107	11,8	3 Allemagne	44 942	9,4
4 Luxembourg	23 146	8,0	4 Royaume-Uni	42 224	8,9
5 Pays-Bas	15 565	5,4	5 Luxembourg	41 035	8,6
6 Belgique	15 145	5,2	6 Italie	38 433	8,1
7 Italie	11 942	4,1	7 Pays-Bas	37 503	7,9
8 Japon	8 590	3,0	8 États-Unis	29 933	6,3
9 Suisse	8 760	3,0	9 Belgique	20 478	4,3
10 Réserves de change et organisations internationales	418	0,1	10 Suisse	18 007	3,8
Autres zone euro	16 394	5,7	Autres zone euro	53 940	11,3
Reste du monde	29 394	9,1	Reste du monde	27 632	5,8
Stock total	290 146	100,0	Stock total	475 915	100,0
<i>Pour mémoire :</i>			<i>Pour mémoire :</i>		
Zone euro	116 299	40,1	Zone euro	236 331	49,7

Source : FMI
Réalisation : Banque de France

3. Une forte prépondérance des investissements en titres de dette en Allemagne par rapport à la France

Les pays de la zone euro détenaient, à fin 2002, 47,9 % du stock d'investissements de portefeuille transfrontières en titres allemands (contre 43,6 % en 2001). L'augmentation (4,3 points) est donc quasiment la même que celle constatée pour la zone euro et la France (4,6 points). La détention par les États-Unis, en forte baisse (-4,1 points), s'établit à 7,2 %, soit environ deux fois moins qu'en France (14,7 %).

Le stock d'actions détenues par des non-résidents au titre d'investissements de portefeuille est supérieur de 60,5 % pour les actions françaises (290,1 milliards de dollars) par rapport aux actions allemandes

(180,7 milliards) ⁶. Notons que depuis 1999, la capitalisation boursière de la place de Paris est supérieure à celle de la place de Francfort.

- Les investisseurs américains détiennent des actions françaises à hauteur de 86,8 milliards de dollars, soit 2,3 fois plus que d'actions allemandes.
- Les avoirs allemands en actions françaises s'élèvent à 34,1 milliards de dollars tandis que les investisseurs français détiennent des actions allemandes pour 16,6 milliards.

En revanche, s'agissant des titres de dette à long terme, le stock détenu par des non-résidents est 2,2 fois moins important pour les titres français (475,9 milliards) que pour les titres allemands (1 026,4 milliards). D'après les comptes nationaux financiers français et allemands à fin 2002, le stock total d'obligations françaises n'est que 1,8 fois inférieur au stock total d'obligations allemandes. La plus forte présence de titres de dette allemands dans les portefeuilles internationaux, une fois prise en compte la différence de taille des stock émis, illustre une attractivité spécifique des obligations allemandes. Les titres de dette à long terme représentent 77,7 % des titres allemands détenus par des non-résidents alors que ce ratio n'est que de 56,7 % pour les titres français.

- La proportion de titres détenus en tant qu'avoirs de réserve par des non-résidents ou bien détenus par des organisations internationales (*SEFER — Survey of geographical Distribution of Securities held as foreign exchange reserves —* et *SSIO — Survey of geographical Distribution of securities held by international organisations*) est importante (13,7 % pour les titres français et 14,1 % pour les titres allemands). Elle illustre notamment le caractère de référence, pour les investisseurs internationaux, des titres publics allemands et français.
- Les titres de dette de long terme français et allemands sont principalement détenus par des investisseurs résidant dans la zone euro, et ce dans des proportions équivalentes (respectivement 49,7 % et 48,6 %).
- Les avoirs allemands en titres de dette à long terme français s'élèvent à 44,9 milliards de dollars tandis que les investisseurs français détiennent des titres allemands pour 86,1 milliards.

⁶ Voir en complément l'article « La détention du capital des entreprises du CAC 40 par les non-résidents de 1997 à 2002 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 124, avril 2004

Les principaux détenteurs non résidents de titres allemands à fin 2002

Au titre d'investissements de portefeuille transfrontières,
d'après les résultats du CPIS 2002

(montants en millions de dollars, parts en %)

	Actions		Titres de dette à long terme		
	Montant	Part dans le stock mondial	Montant	Part dans le stock mondial	
1 États-Unis	38 026	21,0	1 Réserves de change et organisations internationales	144 969	14,1
2 Luxembourg	28 149	15,6	2 Luxembourg	127 431	12,4
3 Royaume-Uni	23 316	12,9	3 Japon	114 323	11,1
4 France	16 630	9,2	4 Royaume-Uni	98 428	9,6
5 Suisse	13 906	7,7	5 Pays-Bas	93 039	9,1
6 Pays-Bas	11 416	6,3	6 France	86 117	8,4
7 Italie	10 100	5,6	7 Suisse	45 072	4,4
8 Japon	4 923	2,7	8 Italie	45 257	4,4
9 Irlande	4 588	2,5	9 États-Unis	44 579	4,3
10 Réserves de change et organisations internationales	228	0,1	10 Irlande	27 093	2,6
Autres zone euro	13 696	7,6	Autres zone euro	119 627	11,7
Reste du monde	15 760	8,7	Reste du monde	80 447	7,8
Stock total	180 738	100,0	Stock total	1 026 382	100,0
<i>Pour mémoire :</i>			<i>Pour mémoire :</i>		
Zone euro	84 579	46,8	Zone euro	498 564	48,6

Source : FMI
Réalisation : Banque de France

Perspectives pour 2003

L'enquête CPIS étant désormais annualisée, les résultats préliminaires à fin 2003 seront disponibles au premier trimestre 2005.

Les flux comparés d'investissements de portefeuille en 2003 (130,7 milliards d'euros d'achats nets de titres étrangers par les investisseurs résidant en France contre 35,5 milliards pour les investisseurs allemands) laissent penser que la France pourrait devenir le cinquième créancier mondial pour les investissements de portefeuille à la fin de cette même année.

Le montant cumulé depuis 1999 des investissements de portefeuille « *intra* » des pays de la zone euro excède d'environ 30 % à celui de leurs investissements « *extra* ». En particulier, pour la France, en 2003, 66 % des achats de titres étrangers se sont portés sur des titres émis par des pays de la zone euro ; la tendance à « l'eupéanisation » observée devrait donc se poursuivre en 2003.

En revanche, la part dans le stock mondial des investisseurs américains, de nouveau acheteurs nets de titres étrangers en 2003, et dont les avoirs en euro devraient bénéficier de la hausse de la monnaie unique cette même année, devrait légèrement s'accroître.