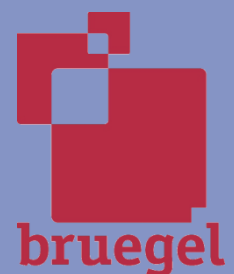




**Résumé Analytique
Bruegel
N° 2015.2575**

L'analyse de l'évolution des flux de capitaux européens dans une perspective globale

Zsolt Darvas, Pia Hüttl, Silvia Merler et Thomas Walsh



Les informations et les vues énoncées dans cette étude sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement la position officielle de la Commission. La Commission ne garantit pas l'exactitude des données incluses dans cette étude. Ni la Commission ni aucune personne agissant pour le compte de la Commission ne peuvent être tenues responsables de l'usage qui pourrait être fait des informations qui sont contenues dans cette étude.

DOI: 10.2874/057741

ISBN: 978-92-79-46502-4

© Union Européenne, 2015.

Reproduction autorisée à condition que la source soit indiquée.

Résumé Analytique*

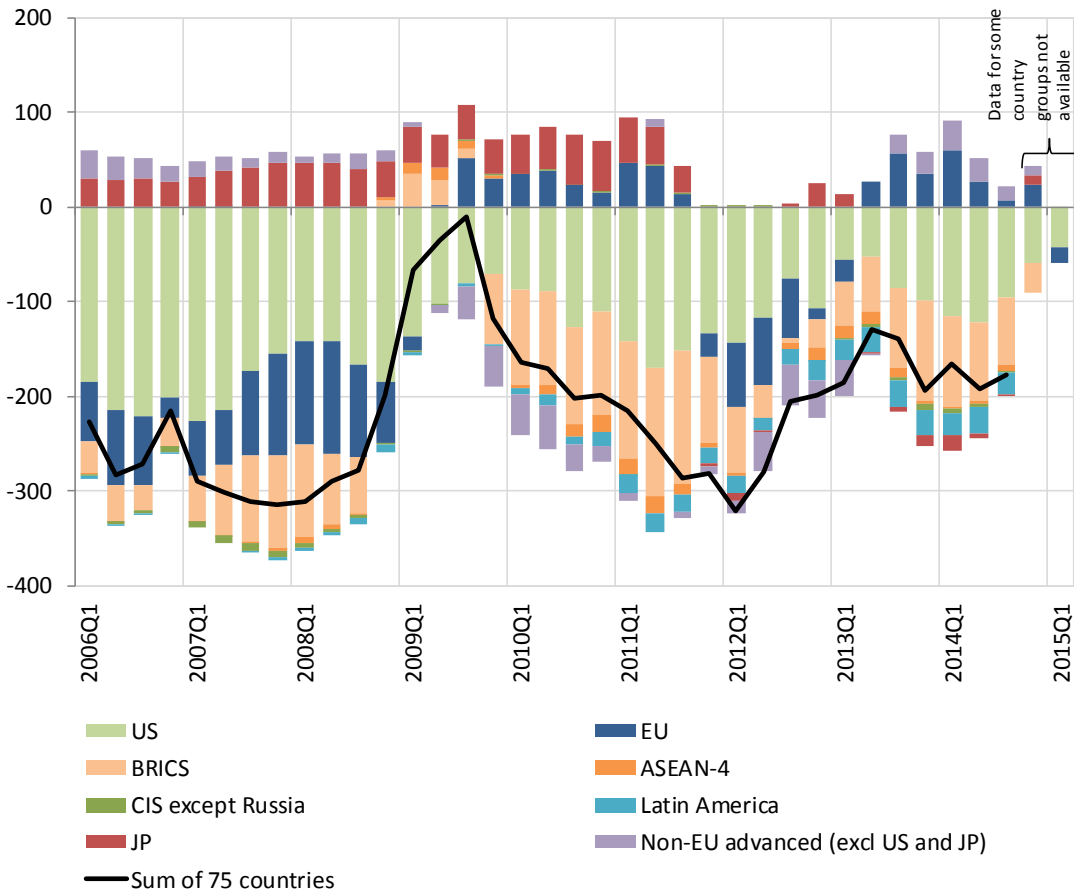
L'objectif de ce rapport est d'apporter un certain éclairage sur les mouvements de capitaux en Europe dans le contexte global actuel.

La libre circulation des capitaux, étant un des quatre fondamentaux économiques de l'Union Européenne, elle peut améliorer le bien-être si elle entraîne une meilleure allocation des ressources financières et des capacités de production. Cependant, elle peut tout autant être une source de vulnérabilité, ayant de lourdes retombées. Un contrôle et un suivi des mouvements de capitaux est donc crucial pour les législateurs, les acteurs du marché ou pour les analystes.

Le premier chapitre introduit le sujet et présente la structure du rapport.

Le second chapitre analyse la circulation mondiale des capitaux. La figure suivante nous montre le développement des comptes des opérations financières autour du monde.

Figure 1 Compte des opérations financières pour différents groupes de pays (en milliards USD, Moyenne mobile trimestrielle)



Source: Calculé par Bruegel à partir des données de balance des paiements du FMI et d'Eurostat pour l'UE28 (excluant les flux intra-EU). Note: La somme des 75 pays est la balance des actifs nets moins le passif net, où un signe positif est interprété comme un

* Les auteurs remercient leurs collègues de la Commission Européenne et au sein de Bruegel pour leurs précieux commentaires et suggestions. Ainsi que Jaume Martí Romero pour son excellent travail d'aide à la recherche.

prêt net au reste du monde et un signe négatif comme un emprunt net au reste du monde. Nous reportons des moyennes mobiles sur quatre trimestres. Les 75 pays inclus dans notre groupe de pays représentent 90 pourcent du PIB des pays inclus dans les études de « Perspective de l'économie mondiale » du FMI. Les données sont complètes pour tous les groupes de pays jusqu'à 2014Q3, cependant les données sont disponibles seulement pour 5 groupes pour 2014Q4 et seulement pour l'UE et les Etats-Unis pour 2015Q1.

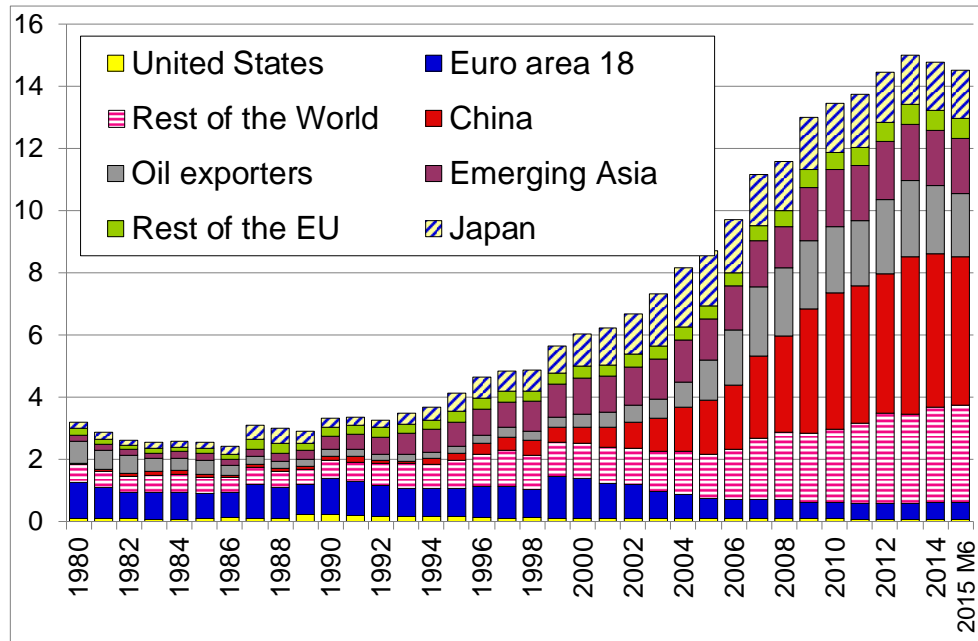
- Considérant **l'UE** dans son ensemble, les sorties de capitaux, qui l'ont caractérisé en 2009-2011 et au début de l'année 2013, se sont graduellement réduits depuis l'arrivée de 2014. Durant le premier trimestre 2015, il y avait même des rentrées de capitaux à hauteur de 155 milliards de dollars (rappelons que la figure 1 présente des moyennes mobiles sur quatre trimestres d'où la valeur de 17 milliards pour 2015Q1).
- La **zone euro** se démarque, comme étant un croissant exportateur net de capitaux depuis fin 2010, du fait des sorties nettes de capitaux des investissements liés au secteur bancaire (majoritairement dépôts et prêts). Cette tendance a décliné durant 2014. Les banques de la zone euro ont ralenti la croissance de leurs avoirs et les investissements directs à l'étranger (IDE) ont augmenté de nouveau, contribuant à la baisse des sorties nettes de capitaux au premier trimestre 2015. Au même moment, les investissements de portefeuille au sein de la zone euro sont devenus moins attractifs pour les investisseurs étrangers, possiblement dû au rachat massif d'actifs par la Banque Centrale Européenne, qui a comprimé les rendements des obligations gouvernementales et des sociétés.
- **Le Royaume-Uni, la Suède et le Danemark** ont fait l'expérience d'une croissance des rentrées nettes de capitaux en 2014, dû à de fortes rentrées d'investissements de portefeuilles et d'IDE, tandis que les rentrées nettes de capitaux diminuaient en 2014 au sein **des pays avancés hors-UE**.
- Les comptes d'opérations financières **des Pays d'Europe Centrale et Orientale (PECO)** n'ont pas retrouvé leur niveau d'avant-crise, et les rentrées nettes de capitaux fondent au dernier trimestre 2011 en même temps qu'une réduction drastique des prêts transfrontaliers des banques étrangères opérant dans la région. La tendance semble avoir diminué à la fin 2013, début 2014. De plus, les sorties de capitaux semblent être plus que compensées par la croissance des dépôts domestiques dans la plupart des pays, s'orientant vers un modèle économique d'après-crise plus équilibré dans la région.
- Globalement, **l'ASEAN-5** et les **BRICS** ont fait l'expérience d'une croissance des rentrées de capitaux depuis la crise financière globale dû à des politiques monétaires accommodantes dans des économies avancées et la résultante globale de recherche de rendements. Pour **l'Amérique Latine**, un rétablissement via le portefeuille similaire peut être observé. Cependant, depuis Mai 2013, quand la Réserve Fédérale a proposé pour la première fois ses plans **d'introduction de politiques monétaires non-conventionnelles**, ces marchés émergents ont subi une fonte voire une inversion de leurs rentrées de capitaux en même temps que leurs économies domestiques ralentissaient.
- En analysant les facteurs sous-jacents expliquant les flux de capitaux au sein des économies émergentes avec un modèle de Vecteur Autorégressif (VAR), nous avons identifié que les facteurs globaux sont importants. Les rentrées de capitaux des pays émergents augmentent lorsque le PIB des pays avancés est plus élevé et lorsque l'index VIX (une mesure largement utilisée de l'aversion au risque des investisseurs financiers) est plus faible. Nous avons aussi identifié que la politique monétaire de la Réserve Fédérale et de la Banque Centrale Européenne influence le développement économique aux Etats-Unis et au sein de la zone euro, respectivement, et par la même que les politiques monétaires des pays avancés influencent les flux de capitaux des pays émergents. Nous avons aussi identifié que les rentrées de capitaux des pays émergents sont plus élevées lorsque leur PIB est plus élevé et qu'en même temps ces rentrées de capitaux sont bénéfiques au

PIB de ce pays. En analysant les types principaux de flux de capitaux, nous avons identifié que les flux d'IDE vers les pays émergents ne sont pas influencés par l'index VIX (et par conséquent tous les facteurs influençant l'index VIX), tandis que les investissements de portefeuille et les autres investissements vers les pays émergents répondent aux variations de l'index VIX.

- **L'Afrique Sub-Saharienne** a bénéficié de rentrées massives de capitaux depuis 2010, mettant en évidence l'attractivité de cette région ces dernières années. Entre 2013Q1 et 2014Q1, les rentrées d'IDE ont continué, tandis que les autres rentrées d'investissements se sont inversées, amenant une plus forte position du compte d'opérations financières. **Le Moyen-Orient et l'Afrique du Nord** ont subi une décroissance des rentrées d'IDE durant les trois dernières années, et de larges sorties d'autres investissements.
- **La CEI (Russie exclue)** a fait l'expérience de désendettements transfrontaliers des banques opérants dans la région entre 2008 et 2013, une tendance qui semble s'être arrêté durant les deux derniers trimestres de 2013. En même temps, les financements de portefeuille sont de retour dans la région, contribuant à une nette croissance des entrées nettes de capitaux. Durant le premier trimestre 2014, les flux de capitaux se sont inversés, vu l'intensification des tensions géopolitiques entre la Russie et l'Ukraine.
- Les données disponibles sur les banques suggèrent aussi que le processus de désendettement **des banques de la zone euro** qui a pu être observé depuis la crise financière de 2008/2009 aurait atteint un plateau à un niveau minimum à la mi-2012, une tendance qui a continué durant 2013 et la seconde moitié de 2014. Trois pays non-membre de la zone euro, le Danemark, la Suède et le Royaume-Uni rendent compte de la plupart des réclamations des autres pays de l'UE moins avancées. Depuis 2012, un processus stable de désendettement des banques de ces trois pays peut être observé. Par contraste, les banques localisés dans les six **pays avancés hors-UE** que sont l'Australie, le Canada, le Japon, la Corée du Sud, la Suisse et les Etats-Unis ont continué leur exposition aux banques étrangères jusqu'à la fin 2013.
- Les **Positions extérieures globales nettes (PEG)** de la zone euro et **des pays avancés hors-UE** ont été négatives et stables dans les dernières années, majoritairement dû à des investissements de portefeuille négatifs et des stocks d'IDE positifs. Cependant, la recherche académique a identifié que 8 pourcent de la richesse financière globale des foyers est détenu dans des paradis fiscaux, trois quart desquels sont non enregistrés. En prenant en compte les actifs non enregistrés, la zone euro est alors un créiteur net et non plus un débiteur net auprès du reste du monde comme indiqué par les statistiques officielles.
- **Au sein des pays des PECO**, les actifs d'IDE sont dominants et représentent les mêmes quantités que la somme des investissements nets de portefeuille et des autres actifs d'investissements, tandis qu'il n'y a pratiquement aucun changement dans le classement PEG/PIB de ces groupes de pays en 2010-14. Les pays de la **CEI hors-Russie et l'Amérique Latine** ont aussi dans leur ensemble une PEG négative, mais ils ont des positions positives pour les investissements de portefeuille net et/ou autres investissements.
- **Le Japon et la Suisse** présente une position forte de leur PEG. La Suisse a accumulé une réserve significative d'actifs, issue des interventions sur le marché des taux de change par la banque nationale suisse pendant et après le rattachement du Franc Suisse à l'Euro (Septembre 2011-Janvier 2015). Les autres investissements par les investisseurs étrangers en Suisse ont excédé les autres investissements à l'étranger, suggérant l'importance croissante de la Suisse comme un refuge sûr, tendance qui s'est inversé durant 2014.
- Un retournement de tendance plutôt marqué peut être observé pour les réserves de change tenues par les banques centrales : après plus de deux décennies d'accumulation massive de réserves de change, les réserves ont débuté leur déclin qu'il soit mesuré en dollars US ou en part du PIB mondial en 2013 (Figure 2). Une sortie de capitaux des pays émergents est sûrement liée aux rumeurs

concernant durcissement de la politique monétaire dans certaines économies avancées. La liquidation des réserves par les banques centrales des pays émergents avait pour but de d'atténuer l'impact des sorties de capitaux sur la dépréciation monétaire. Il est nécessaire d'observer si l'épuisement des réserves de change est un phénomène temporaire ou non. Pour le moment à court-terme, l'épuisement des réserves peut amener une croissance des taux d'intérêts dans les économies avancées et contrebalancer les impacts des politiques de « détente quantitative ».

Figure 2 Réserves de change (en pourcentage du PIB mondial)



Source: IMF IFS (réserve de change) et IMF WEO April 2015 (PIB).

- Une **attention particulière** porté sur l'**Ukraine et la Russie** montre comment elles ont subi des sorties de capitaux ces dernières années dû au contexte géopolitique instable, mais tout de même dans une moindre mesure que lors des tourmentes de la crise financière. Pendant que la Russie continue de présenter de nettes sorties de capitaux même en 2014, l'Ukraine a attiré de nouveaux capitaux ces derniers mois. En dépit de cette amélioration, le pays fait face à des défis économiques majeurs.
- Il est difficile de dissocier l'impact des sanctions et du prix du pétrole sur l'économie russe : La chute des prix du pétrole a été immédiatement reflété dans la détérioration des perspectives économiques russes, cependant les perspectives ont aussi souffert des sanctions imposés, suggérant le rôle aussi important joué par ces dernières.

Le troisième chapitre se concentre sur les flux de capitaux au sein de l'Union Européenne, avec un intérêt particulier pour la Grèce et Chypre.

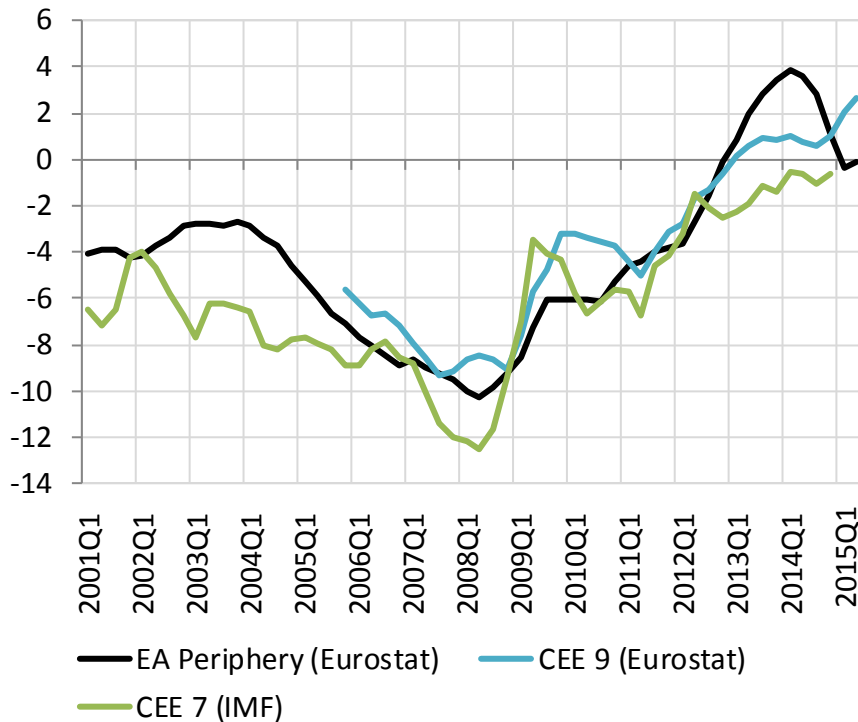
- L'effet de la croissance et de la contraction des **flux bruts** est plus évident dans le **centre et la périphérie de la zone euro** – où les flux bruts se sont contractés à la fois pendant la crise financière en 2008Q3, et après une courte période de reprise, encore en 2013Q1. A ce moment-là, la périphérie était devenu un exportateur net de capitaux, lié à des sorties de d'investissements bruts. Dès fin 2014, la nette sortie de capitaux culminent et ralentissent, une tendance qui s'inversera en 2015Q1. Dans le cœur de la zone euro, les flux bruts d'après-crise sont restés plus stables, malgré un niveau clairement inférieur à ceux d'avant-

crise. Depuis 2012Q1, le cœur de la zone euro a renforcé sa position de net exportateur de capital, une tendance qui se renversera durant 2014, avant de s'intensifier de nouveau au premier trimestre 2015.

- Cela est confirmé en regardant **les activités bancaires transfrontalières** : Durant la période après-crise, les banques du cœur de la zone euro se sont désendettées massivement, reflété par la chute de la part du passif détenue par l'étranger de près de 30% du PIB du groupe à 10% à la fin 2013. Durant 2014 et le premier trimestre 2015, la détention nette du passif par l'étranger semble s'être stabilisée pour ce niveau. La détention de passif par les banques du centre de la zone euro a plafonné à 10% du PIB du groupe au deuxième trimestre 2012 et a diminué sans discontinuer par la suite. Ce n'est seulement en 2015Q1 que les banques du cœur de la zone euro ont de nouveau augmenter leur exposition envers l'étranger. Les banques de la périphérie de la zone euro ont été caractérisées par des rentrées substantielles de capitaux, qui se sont traduits par une détention nette négative du passif par l'étranger. Ces rentrées de capitaux se sont massivement réduits durant la crise financière en 2007/2008 et lors de la montée du risque de redénomination durant la crise de la dette européenne en 2011. La détention nette négative du passif par l'étranger devient positive à la mi-2012, reflétant le désendettement massif par le reste du monde. Depuis 2013, la détention nette du passif de la périphérie de la zone euro par l'étranger est restée équilibré, une tendance qui a perduré dans les trimestres suivants.
- L'ampleur des flux bruts **au Danemark et en Suède**, ainsi que dans les **PECO** tend à être moindre que dans la zone euro. **Le Royaume-Uni**, qui joue un rôle particulier en tant que centre financier, fut l'expérience de flux bruts à hauteur de 80% du PIB durant la crise financière. En termes de composition, les trois groupes non-euro se distinguent significativement de la zone euro. Pour le Royaume-Uni, la composante bancaire (prêts et emprunts) domine massivement les flux de capitaux, et l'investissement de portefeuilles (surtout dettes) joue aussi un certain rôle. Les flux vers l'Europe du Nord sont caractérisés par des investissements des portefeuilles d'actifs, de passifs, ainsi que d'autres investissements. Dans les PECO, l'IDE constitue l'essentiel des rentrées avant la crise avec les autres investissements (qui inclue les prêts bancaires). Dans la période d'après crise, les magnitudes ont bien résisté en Europe du Nord, étaient volatiles au Royaume Uni, et ont décliné dramatiquement dans les PECO (et continue d'être à des niveaux plus bas qu'avant la crise).
- En terme de **flux nets**, les derniers développements montrent une stabilisation des sorties nettes durant 2014, comme les croissantes sorties nettes d'investissements de portefeuille substituent les reculs des autres sorties de capitaux d'investissements. Le centre de la zone euro a fait l'expérience de croissantes sorties de capitaux durant 2014, qui se sont intensifiées à la fin de l'année du fait d'un accroissement des sorties d'investissements de portefeuille.
- **Le Danemark et la Suède** ont été exportateur net de capital jusqu'à la fin 2007 (reflétant l'excédent de la balance des opérations courantes). Avec le début de la crise financière, les capitaux en recherche de sureté ont commencé à arriver dans ces pays. Cela était particulièrement pressant pour le Danemark qui a éventuellement adopté des mesures de politique monétaire tel que des taux créditeurs négatifs sur les dépôts de la banque centrale pour restreindre ses entrées de capitaux. Les derniers développements montrent que les sorties de capitaux d'investissements du secteur bancaire diminuent, tandis que les investissements de portefeuille d'entrées se sont transformées en sorties de capitaux.
- Une similarité remarquable peut être observée **lorsque l'on compare les PECO avec la périphérie de la zone euro** en termes de flux nets (Figure 3). Les deux régions ont fait l'expérience de larges entrées de capitaux avant la crise, qui ont alors déclinés depuis fin 2008. Durant 2009-10, l'ajustement initial fût plus graduel au sein de la périphérie de la zone euro sûrement du fait de l'apport d'assistance financière et spécialement par les liquidités de la BCE, qui ont permis

un ajustement plus aisé sur la position extérieure comparé aux PECO, particulièrement dans les baltiques. Cependant la tendance resta relativement similaire dans les deux groupes de pays, et durant les deux dernières années les sorties de capitaux de la périphérie de la zone euro étaient plus élevées que dans les PECO.

Figure 3 Compte des opérations financières de la périphérie de la zone euro et des PECO (en pourcentage du PIB)



Source: Eurostat, FMI et estimation par Bruegel. Note: « EA periphery » inclus GR, PT, ES; CEE 9 (Eurostat) inclus CZ, HR, EE, HU, LV, LT, PL, RO, SI tandis que CEE7 (IMF) inclus BL, CZ, LV, LT, HU, PL, RO; Les données sont disponibles de 1999Q1 à 2015Q2.

- Un intérêt particulier est porté à la Grèce et à Chypre, deux pays de l'UE qui ont introduits un système de contrôle des capitaux. Les deux pays ont fait l'expérience de larges entrées de capitaux jusqu'à l'arrivée de la crise 2008/09. Avec le début de la crise de la dette souveraine en **Grèce** en 2010, les capitaux ont commencé à sortir du pays et la Grèce est devenue un net exportateur de capitaux à la fin 2012. En termes d'investissement de portefeuille, la France, l'Allemagne, le reste de la zone euro étaient les plus larges détenteurs des investissements de portefeuille avant la crise, une tendance qui s'est inversée dès décembre 2012. Depuis 2010, la Grèce a aussi subi un substantiel désendettement transfrontalier, une tendance qui s'est stabilisée en 2013, à des niveaux significativement inférieurs. L'exposition des banques envers la Grèce a continué de diminuer en 2015, au milieu de nouvelles incertitudes politiques et économiques. Le contrôle des capitaux fût introduit en Grèce en juin 2015, cependant les données ne sont pas disponibles pour évaluer l'impact sur les flux de capitaux.
- Par contraste, **Chypre** a vu un retrait des capitaux beaucoup plus lent et graduel même au déclenchement de la crise de la dette européenne, mais qui accéléra avec l'arrivée de la crise chypriote à l'hiver 2012/printemps 2013. Au regard des échanges bilatéraux, les pays recevant la plupart des investissements de portefeuilles étaient la Grèce et le Royaume-Uni jusqu'en décembre 2012. Malgré

des sorties de capitaux à hauteur de 10% du PIB trimestrielle en 2013Q1, en Mars, le gouvernement chypriote établissait des mesures restrictives sur les mouvements de capitaux. Tandis que les sorties de capitaux ralentissaient du fait des contrôles, cela ne s'est pas arrêté et a continué courant 2013. En 2014, la stabilisation des investissements de portefeuille, achat de dettes et autres flux d'investissements put être observée, reflétant la levée des incertitudes et l'amélioration des perspectives du pays. Curieusement, l'exposition des banques grecques face à Chypre augmenta constamment de 24% du PIB chypriote en 2005 à 48% du PIB chypriote en 2015, avec seulement un léger déclin récemment.

Le chapitre quatre présente les résultats de l'analyse détaillée sur les cycles financiers et la politique macro-prudentielle.

- Tandis que les mesures fondées sur les prix de l'intégration financière signale un rétablissement de l'intégration financière, divers **indicateurs fondés sur les quantités suggèrent de faible développement de l'intégration financière intra-zone euro**, qui continue d'être bien deçà du niveau d'avant crise.
- **Durant la période 1999-2007**, des flux financiers massifs stimulaient par l'unification monétaire ont résulté au **désencrage de l'épargne et de l'investissement domestique**, comme reflété par les croissants déséquilibres du compte courant. L'évidence du désencrage est significativement plus faible lorsque l'on considère l'UE 27 dans son ensemble, cependant dès 2007 les pays ne faisant pas parti de la zone euro atteignirent un niveau identique de désencrage qui persistait dans la zone euro depuis une décennie.
- Tandis que le cycle financier agrégé de la zone euro fluctuait plutôt modérément, **une divergence majeure du cycle financier domestique** peut être observée au sein de la zone euro, qui était étroitement lié aux flux de capitaux, et spécifiquement aux flux de dettes intra-zone euro. Le cycle de crédit au Royaume-Uni, au Danemark et en Suède présentent des similarités avec celui de la zone euro.
- **La raison d'être d'une politique macro-prudentielle efficace est particulièrement forte** avec la poursuite de zone euro, d'autant plus dans climat à faible taux. Comme les cycles financiers individuels des pays de la zone euro vont surement rester hétérogène, la politique macro-prudentielle au sein de la zone euro va faire face à de sérieux défis. L'intégration financière et les possibles effets indirects entres pays favoriseraient un fort pouvoir macro-prudentielle pour la BCE, cependant le système macro-prudentielle de la zone euro est devenu à système à deux vitesses dans lequel les autorités nationales et la BCE ont divers outils et gouvernement dans un système de relations complexes. Ce système de politique macro-prudentielle au sein de la zone euro semble inadéquat pour résoudre les problèmes. Nous suggérons de donner plus de pouvoir à la BCE, ce qui requiert des changements de statut du Mécanisme de Supervision Unique (MSU).
- Dans la mesure où les flux de capitaux sont liés à des déséquilibres de la balance sous-jacents, **il y a des synergies entre procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM) de l'UE et la politique macro-prudentielle**. Une implémentation cohérente et efficace de la PDM faciliterait la tâche de la BCE de prévenir la construction de risque financier excessif au niveau national.

EV-02-15-202-FR-N

DOI: 10.2874/057741

ISBN: 978-92-79-46502-4