

2. Marché bancaire

Au **deuxième trimestre 2005**, les créances transfrontières des banques déclarantes ont connu un essor grâce surtout à l'activité interbancaire (à destination des États-Unis, du Royaume-Uni et des places franches), les transactions intragroupes représentant environ un tiers du total. Les prêts à la clientèle non bancaire ont continué de progresser, eux aussi, les banques achetant des titres de dette, émis essentiellement dans la zone euro.

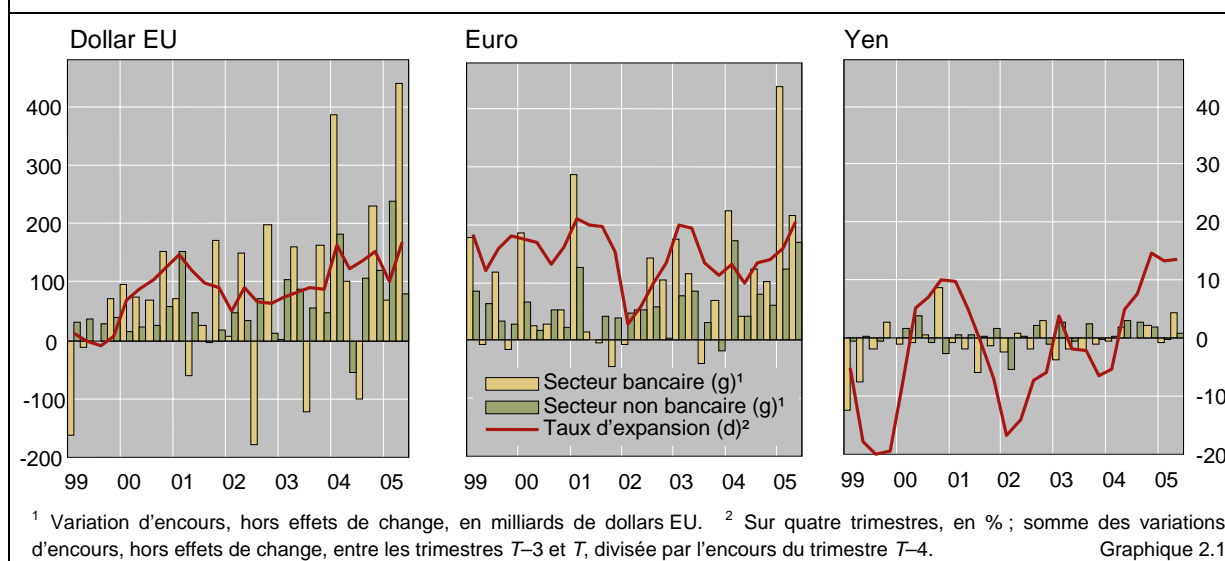
Les économies émergentes ont globalement enregistré une importante sortie nette car, grâce au récent renchérissement du pétrole, les pays exportateurs (dont l'Arabie Saoudite, la Russie et le Venezuela) ont dégagé des recettes substantielles et en ont placé une partie auprès de banques à l'étranger, ce qui explique l'accroissement des dépôts auprès des banques déclarantes.

Dans une perspective de longue durée, le flux de recyclage des pétrodollars dans le système financier international au cours du présent épisode de renchérissement du pétrole diffère à bien des égards du schéma observé précédemment. Si les pays exportateurs ont toujours placé une part importante de leurs pétrodollars auprès des banques, ils en ont récemment acheminé davantage vers d'autres emplois, ce qui a contribué à un accroissement de la proportion de pétrodollars dont ne peuvent rendre compte les données déclarées par les contreparties. Par ailleurs, si les dépôts en pétrodollars restent substantiels, leur importance relative comme ressources pour les banques déclarantes diminue avec le temps.

L'interbancaire à l'origine de l'essor des créances transfrontières

Les créances transfrontières ont poursuivi leur essor du premier trimestre, principalement grâce à l'interbancaire (graphique 2.1). Les créances des banques déclarantes ont totalisé \$23 100 milliards, soit une augmentation de \$1 100 milliards. Sur douze mois, la progression s'est établie à 16 %, la plus forte à avoir été enregistrée dans les statistiques BRI depuis le premier trimestre 1988. Ces fonds ont surtout été destinés aux banques des États-Unis, du Royaume-Uni et des places franches, les transactions intragroupes représentant environ un tiers du total.

Créances transfrontières des banques, par secteur débiteur et par monnaie



Pour le quatrième trimestre consécutif, les créances sur la clientèle non bancaire ont fortement progressé, elles aussi, les banques déclarantes achetant des titres de dette, émis surtout dans la zone euro. La hausse (+\$284 milliards) est, cette fois, attribuable pour près d'un quart aux places franches, où l'activité financière non bancaire est importante. De plus, les banques au Japon et au Royaume-Uni ont acheté pour \$136 milliards de titres de dette, émis en majorité par des signatures non bancaires de la zone euro et des États-Unis. Les créances sur la clientèle non bancaire de la zone euro se sont accrues de \$147 milliards (dont \$87 milliards de nature intrazone).

Les économies émergentes ont globalement enregistré une sortie nette de \$43 milliards (montant qui n'a été dépassé qu'à deux reprises dans les statistiques BRI), due aux dépôts des pays producteurs de pétrole. Les résidents des pays membres de l'OPEP ont confié \$26 milliards aux banques déclarantes, contre \$8 milliards le trimestre précédent et \$23 milliards au troisième trimestre 2004. Par ailleurs, les banques de Russie, fidèles à une tendance observée depuis fin 2001, ont déposé \$29 milliards à l'étranger (principalement en euros), un record qui ne représente toutefois qu'une légère augmentation par rapport au trimestre précédent.

Les exportateurs de pétrole déposent des fonds auprès des banques déclarantes

Pétrodollars et système bancaire international

La hausse des cours pétroliers amorcée en 1999 s'est traduite par un afflux de pétrodollars (dollars perçus par les pays exportateurs de pétrole), qui doivent servir à acheter des biens importés ou être placés à l'étranger sous forme d'investissements directs étrangers (IDE), d'achats de titres ou de dépôts bancaires. Or, les pays producteurs ne se sont pas comportés, cette fois, comme après le choc pétrolier de 1979. La présente section compare les deux épisodes (1978-82 et 1999-2005), à partir de plusieurs sources de données,

Créances transfrontières des banques

Variation d'encours, hors effets de change ; en milliards de dollars EU¹

	2003	2004	2004			2005		Encours à fin juin 2005
	Année	Année	T2	T3	T4	T1	T2	
Total	1 076,7	2 284,8	240,1	227,2	588,7	1 033,4	1 083,9	20 263,2
secteur bancaire	530,6	1 367,7	191,3	-5,5	362,2	596,6	784,6	12 934,2
secteur non bancaire	546,1	917,1	48,8	232,7	226,5	436,9	299,2	7 328,9
dont prêts :								
secteur bancaire	453,4	1 074,8	130,1	37,0	300,2	394,1	710,3	10 971,1
secteur non bancaire	277,9	548,9	-25,8	178,5	124,4	292,1	92,1	3 755,5
dont titres :								
secteur bancaire	75,6	124,8	51,0	-153,5	36,5	110,0	44,7	1 376,8
secteur non bancaire	208,5	252,2	33,5	41,9	58,4	81,8	226,0	3 111,9
Total par monnaie								
Dollar EU	580,7	967,8	61,6	9,6	277,8	270,5	498,4	8 681,6
Euro	502,7	837,7	81,0	202,4	154,2	604,6	398,6	7 835,5
Yen	-127,2	251,5	50,7	36,8	185,4	-52,0	80,1	1 237,9
Autres monnaies ²	120,5	227,9	46,8	-21,6	-28,8	210,3	106,8	2 508,2
Par résidence de l'emprunteur non bancaire								
Économies avancées	452,3	672,5	29,4	128,9	149,7	373,4	212,2	5 647,7
Zone euro	157,6	239,1	33,1	8,7	43,7	110,5	147,1	2 486,0
Japon	38,4	72,8	21,4	15,6	35,8	-31,5	10,6	235,3
États-Unis	172,5	164,4	-25,1	38,9	45,5	207,2	28,9	1 889,0
Places franches	100,0	238,8	33,8	106,0	57,4	56,3	64,4	983,8
Économies émergentes	6,1	49,9	2,3	1,2	22,0	13,2	23,6	649,2
Non attribué ³	-13,5	-39,2	-14,3	-6,2	-2,8	-6,3	-2,2	19,5
Créances locales ⁴	415,1	220,1	34,2	3,2	-5,9	233,5	-3,3	2 850,5

¹ Chiffres non corrigés des variations saisonnières. ² Y compris monnaies non attribuées. ³ Y compris créances sur les organisations internationales. ⁴ Créances en devises sur les résidents. Tableau 2.1

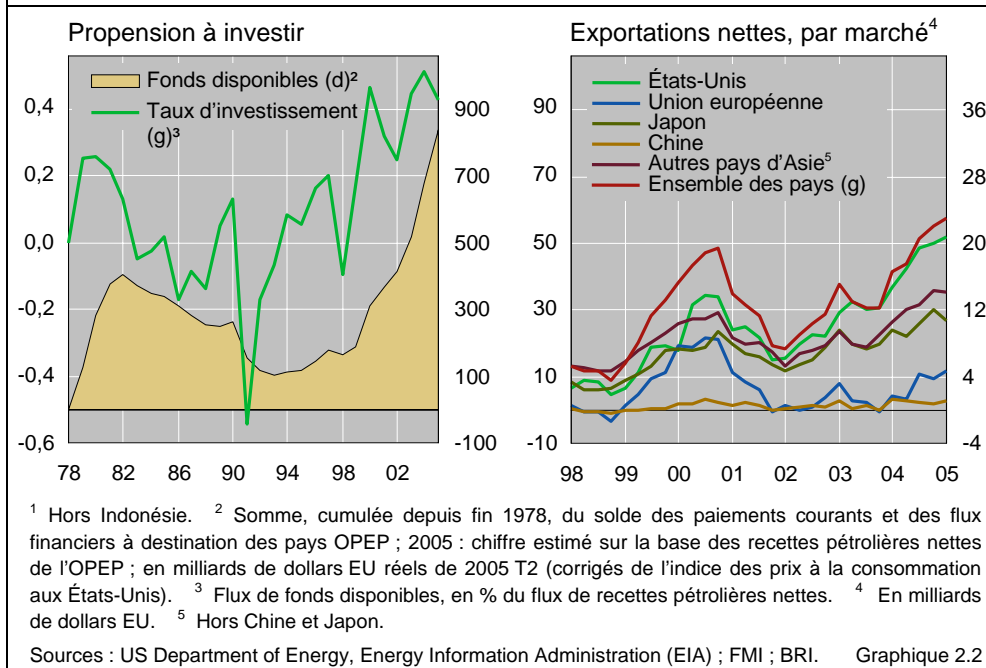
et fait ressortir l'évolution du rôle des banques. Ainsi, une plus grande diversification des placements (instruments et pays) a été observée récemment, de sorte que les pétrodollars sont moins dirigés vers le système bancaire international.

Une plus grande part de l'excédent n'est pas consommée

La forte augmentation des recettes pétrolières...

Amorcé en 1999, le cycle actuel de renchérissement du pétrole a permis aux pays exportateurs d'enregistrer des recettes substantielles. Entre le quatrième trimestre 1998 et le troisième trimestre 2000, le prix réel du baril a fait un bond de 207 %, avant de perdre près de 50 % en 2001. Il a ensuite augmenté de quelque 170 %, sans toutefois atteindre le sommet de \$105 de fin 1979. Selon les estimations, les pays de l'OPEP auraient encaissé \$1 300 milliards de

Pays OPEP¹ : exportations nettes et investissement à l'étranger



pétrodollars depuis fin 1998, et les deux autres grands exportateurs – Russie et Norvège – \$403 milliards et \$223 milliards respectivement¹. En 2005, les recettes nettes des pays exportateurs devraient se chiffrer à \$650 milliards ; toutefois, ces prévisions pourraient être dépassées, car elles remontent à mi-2005.

Les pays de l'OPEP semblent plus enclins que par le passé à investir leurs pétrodollars à l'étranger. On obtient une estimation indirecte du total de ces placements – ou « fonds disponibles » – en faisant la somme de leur excédent courant et de leurs entrées financières brutes². Comme le montre le graphique 2.2, le ratio fonds disponibles/recettes pétrolières nettes (en termes de flux) est plus élevé durant le cycle actuel que lors du précédent, ce qui dénote un accroissement des placements à l'étranger.

Les fonds disponibles des pays de l'OPEP proviennent surtout des États-Unis et de l'Asie. Selon le FMI (Direction of Trade Statistics), sur la période 1999 T1–2005 T1, les exportations nettes de l'OPEP à destination des

...amène les pays de l'OPEP à investir davantage à l'étranger

¹ Les recettes pétrolières nettes (estimations) sont tirées des séries annuelles de l'US Energy Information Administration. L'OPEP s'entend ici hors Indonésie et Équateur. Outre la Russie et la Norvège, les autres pays exportateurs de pétrole non membres de l'OPEP (entre parenthèses : leurs recettes pétrolières nettes pour 1999–2005) comprennent l'Angola (\$65 milliards), l'Égypte (\$12 milliards), le Mexique (\$105 milliards) et Oman (\$60 milliards).

² Les entrées financières brutes sont en partie estimées. Concernant certaines composantes de la balance des paiements, les données des derniers trimestres ne sont pas disponibles pour plusieurs pays et ont donc été estimées par extrapolation sur les périodes antérieures. De plus, on ne dispose pas de données sur les Émirats arabes unis, l'Irak et le Qatar, pour lesquels il a été estimé, à partir du compte courant et des réserves de change, que les entrées financières brutes représentaient 18 % de l'ensemble des fonds disponibles en 1999–2005, mais qu'elles étaient négligeables lors du précédent cycle.

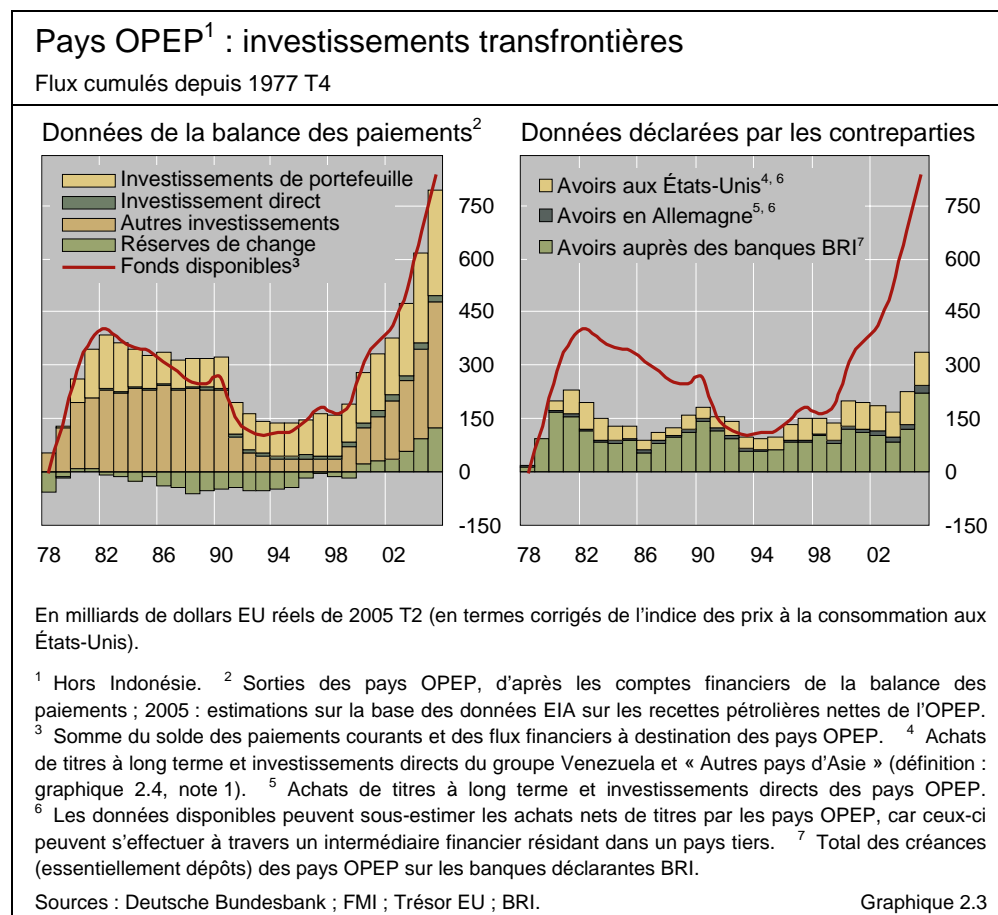
États-Unis, du Japon et du groupe Chine–autres pays d’Asie se sont chiffrées respectivement à \$277 milliards, \$186 milliards et \$245 milliards. Si les exportations vers l’Union européenne (UE) ont également progressé en termes bruts, elles restent relativement faibles (\$76 milliards) en termes nets, en raison d’une hausse parallèle des exportations de l’UE (graphique 2.2, cadre de droite)³. La participation accrue des banques de la zone euro au financement de ces transactions commerciales témoigne de l’intensification de tels échanges (encadré).

Suivi des sorties de pétrodollars

Les fonds disponibles de l’OPEP apparaissent comme créances sur le reste du monde sous forme d’achats de titres de dette étrangers, d’IDE, ou de dépôts bancaires à l’étranger. Le graphique 2.3 (cadre de gauche) décompose ces fonds entre les réserves de change et les diverses composantes du compte financier de la balance des paiements.

Ces données révèlent que les deux épisodes se distinguent nettement. Depuis 1999, 28 % des fonds disponibles sont orientés vers les placements de

Les placements
de l’OPEP à
l’étranger...



³ En 1999–2005, les pays de l’OPEP ont totalisé \$852 milliards d’exportations nettes. Leur excédent courant en 2004, soit \$140 milliards (hors Indonésie), était sensiblement le même que celui des grandes économies émergentes d’Asie–Pacifique (\$149 milliards).

Flux transfrontières des banques avec les économies émergentes

Variation d'encours, hors effets de change ; en milliards de dollars EU

	Positions ¹	2003	2004	2004			2005		Encours à fin juin 2005
		Année	Année	T2	T3	T4	T1	T2	
Total ²	Créances	64,9	131,2	26,0	1,6	35,8	70,6	21,8	1 267,8
	Engagements	72,3	200,8	21,2	49,7	23,1	60,2	64,4	1 547,1
Afrique du Sud	Créances	-1,2	0,4	0,5	-0,3	0,3	-0,2	3,2	21,9
	Engagements	9,5	6,8	1,9	0,7	0,1	0,6	1,6	41,0
Argentine	Créances	-8,5	-5,3	-1,1	-0,8	-0,7	-1,3	-0,6	16,5
	Engagements	-0,8	-0,3	0,1	-0,3	-0,5	-0,1	1,0	25,0
Brésil	Créances	-7,2	-7,4	-4,0	-2,1	-3,1	2,9	0,8	80,1
	Engagements	14,4	-4,8	-3,6	-7,0	0,9	13,3	-9,3	55,7
Chine	Créances	13,5	24,0	9,9	-3,1	3,2	10,0	-2,7	97,3
	Engagements	-6,4	25,8	20,3	-2,6	-13,6	-3,3	6,8	120,3
Corée	Créances	-1,0	12,6	-8,6	0,8	6,0	8,9	-2,5	95,4
	Engagements	7,3	13,8	-4,9	2,9	-6,0	-4,6	-8,7	40,4
Indonésie	Créances	-4,6	0,3	-0,9	0,2	0,7	-0,6	1,9	31,0
	Engagements	0,2	-2,3	-1,3	-0,1	-0,6	0,1	0,6	10,9
Mexique	Créances	-0,7	-0,8	-0,6	-6,7	-1,0	0,5	-1,8	63,7
	Engagements	6,2	-4,7	-0,7	-6,4	-1,6	-1,5	2,3	58,1
Pologne	Créances	3,3	5,9	2,0	1,5	-0,1	5,5	2,5	51,4
	Engagements	-0,1	11,3	3,9	-0,2	4,6	1,6	1,4	33,2
République tchèque	Créances	3,7	2,7	0,8	0,4	3,1	0,7	-0,3	23,4
	Engagements	-2,4	0,8	2,5	-0,6	1,5	-0,8	2,3	12,5
Russie	Créances	12,1	8,9	-0,3	-1,8	7,6	3,3	1,7	66,8
	Engagements	16,2	23,9	7,8	5,5	5,6	28,1	28,9	136,6
Thaïlande	Créances	-1,6	0,2	-0,4	1,7	-0,1	0,5	4,3	24,0
	Engagements	5,7	2,4	1,2	1,7	1,0	2,6	1,4	24,1
Turquie	Créances	5,3	9,1	3,4	0,0	1,5	3,0	2,0	58,8
	Engagements	-0,4	6,9	0,9	1,1	2,0	-1,5	2,5	28,0
Nouveaux memb. UE ³	Créances	20,9	30,3	6,6	8,4	11,5	15,1	8,2	189,4
	Engagements	-0,4	17,4	4,8	0,0	9,4	0,7	1,9	85,7
Membres OPEP	Créances	-6,5	21,3	1,7	4,9	5,5	5,4	5,0	163,0
	Engagements	-14,9	34,5	-1,7	24,1	-4,2	8,1	26,7	319,2

¹ Positions de bilan envers l'étranger des banques déclarantes BRI. Engagements : essentiellement dépôts. Une augmentation des créances (engagements) représente des flux à destination (en provenance) des économies émergentes. ² Ensemble des économies émergentes ; les pays non cités ici sont indiqués aux tableaux 6 et 7 de l'Annexe statistique. ³ Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, République tchèque, Slovaquie et Slovénie. Tableau 2.2

portefeuille – ou achats nets d'actifs financiers étrangers, hors autorités monétaires – contre 38 % sur la période 1978–82. La part des « Autres investissements » (principalement dépôts bancaires à l'étranger, mais également placements non répertoriés ailleurs) a diminué, revenant de 58 % à 47 %. Quant à celle des réserves de change, négligeable au cycle précédent,

elle représente actuellement 19 % des fonds disponibles, en hausse de \$136 milliards par rapport à fin 1998⁴.

Il est difficile d'analyser en détail la destination des fonds disponibles, car les pays de l'OPEP ne produisent généralement pas de ventilation fine de leurs sorties de capitaux. Toutefois, le graphique 2.3 (cadre de droite), établi à partir de diverses données déclarées par les **contreparties**, fait la somme des achats nets de titres américains et allemands, des IDE et des dépôts bruts auprès des banques déclarantes, ce qui fournit une estimation des fonds disponibles de l'OPEP⁵.

...ressortent mal des données déclarées par les contreparties...

Recoupées de la sorte, ces données présentent un aperçu assez fidèle des sorties de fonds disponibles de l'OPEP à la fin des années 80 et au début des années 90, mais elles sont nettement moins fiables en période de cherté du pétrole. Ainsi, on ignore ce qu'il est advenu de presque 70 % des fonds disponibles (\$486 milliards) durant le cycle actuel, et de 51 % (\$103 milliards) au cycle précédent.

Plusieurs facteurs pourraient expliquer cette importante lacune statistique. Premièrement, les données déclarées par les contreparties font abstraction des achats à l'étranger. Par exemple, une estimation reposant sur les données TIC tend à sous-estimer les achats nets de titres américains de l'OPEP lorsque les transactions sont exécutées hors des États-Unis, à Londres notamment. Deuxièmement, les pétrodollars sont vraisemblablement beaucoup plus qu'avant investis sur les marchés boursiers et obligataires locaux. De nombreux pays du Moyen-Orient connaissent un boum économique (les indices boursiers de l'Arabie Saoudite, du Koweït et des Émirats arabes unis ont plus que quadruplé entre fin 2001 et fin juin 2005). Enfin, les pétrodollars trouvent des emplois de plus en plus diversifiés, en termes de lieu géographique et d'instrument, notamment fonds spéculatifs et fonds de capital-investissement, qui ne sont pas tenus de publier d'informations sur les positions des investisseurs.

...en raison d'une diversification accrue

Les données déclarées par les contreparties, quoique limitées, témoignent de la diversification accrue des actifs. Ainsi, d'après une estimation grossière reposant sur les données TIC⁶, les pays de l'OPEP auraient réduit leurs achats

⁴ Dans la plupart des pays de l'OPEP, le secteur pétrolier a été nationalisé, du moins en partie. Le document *2004 OPEC Annual Statistical Bulletin* donne des précisions à ce sujet.

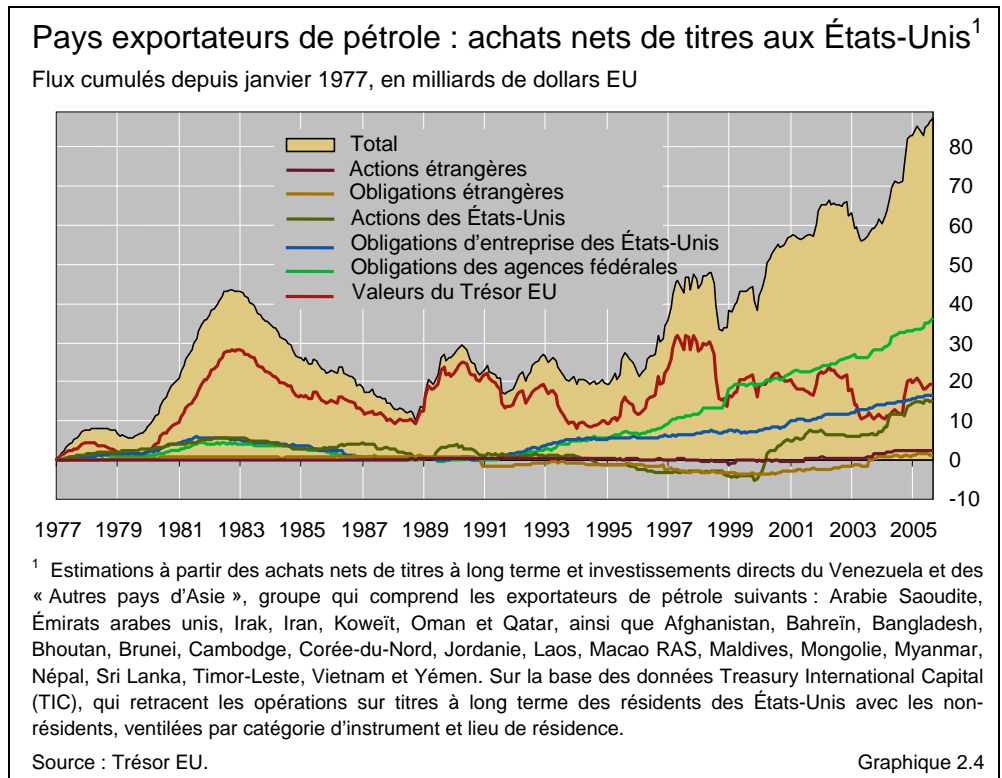
⁵ Les données pour les États-Unis sont décrites à la note 6. La France, le Japon et le Royaume-Uni fournissent également des informations sur la répartition géographique de leur position envers l'extérieur. L'encours des placements de portefeuille de l'OPEP en France a augmenté de \$25 milliards depuis 2000 (début de la publication de ces données). Dans le cas du Japon, il existe des données uniquement pour 2005. Enfin, les placements de l'OPEP au Royaume-Uni sont comparativement négligeables sur la base des chiffres disponibles (IDE en 1997–2003 et placements de portefeuille en 2001–03). Cependant, ces données sous-estiment les achats nets de titres, car ceux-ci peuvent s'effectuer à travers un intermédiaire financier dans un pays tiers.

⁶ Pour estimer les achats nets cumulés de titres américains à long terme de l'OPEP, on fait la somme des achats nets des résidents du Venezuela et de ceux des résidents des « Autres pays d'Asie », selon la classification des données TIC (flux) (graphique 2.4). Le document *Report on Foreign Portfolio Holdings of US Securities as of 30 June, 2004* présente des estimations de l'**encours** des titres américains détenus par l'OPEP : pour le long terme, il est

nets de titres américains à long terme durant le cycle actuel, même si les États-Unis conservent une place prééminente dans leurs placements *identifiés* en titres étrangers⁷. La part des fonds disponibles investis en Allemagne serait passée de 1 % à 2 % entre les deux épisodes. Par ailleurs, les données semblent indiquer une diversification *interne* aux titres américains. Depuis 1997, de nombreux pays producteurs de pétrole ont été vendeurs nets de valeurs du Trésor EU – actifs de prédilection au début des années 80 – tout en continuant à acheter des obligations d'entreprise et d'agence fédérale (graphique 2.4). L'épisode actuel se distingue par l'engouement, depuis 2000, pour les actions américaines, dont les achats nets totalisent \$15,2 milliards⁸.

Du fait de cette diversification, la part des fonds disponibles placée auprès des banques déclarantes a diminué, revenant de 28 % à seulement 20 % d'un épisode sur l'autre. Comme nous le verrons dans la section suivante, les pétrodollars constituent toujours une ressource importante pour le système bancaire international, mais moins qu'au cours des décennies précédentes.

Les « pétrodépôts » diminuent



passé de \$19 milliards fin 1978 à \$45 milliards fin 1984, et de \$71 milliards en mars 1994 à \$103 milliards en juin 2004. Pour le court terme, il a également augmenté, de \$4,5 milliards en juin 2002 à \$18,4 milliards deux ans plus tard.

⁷ D'après ces données, quelque 19 % des fonds disponibles de l'OPEP ont servi à acheter directement des titres américains entre 1978 et 1982, contre seulement 8 % entre 1999 et 2004.

⁸ S'agissant des titres allemands, contrairement à ce qui s'est produit pour les titres américains, les investisseurs des pays de l'OPEP ont délaissé les actions au profit des obligations d'État.

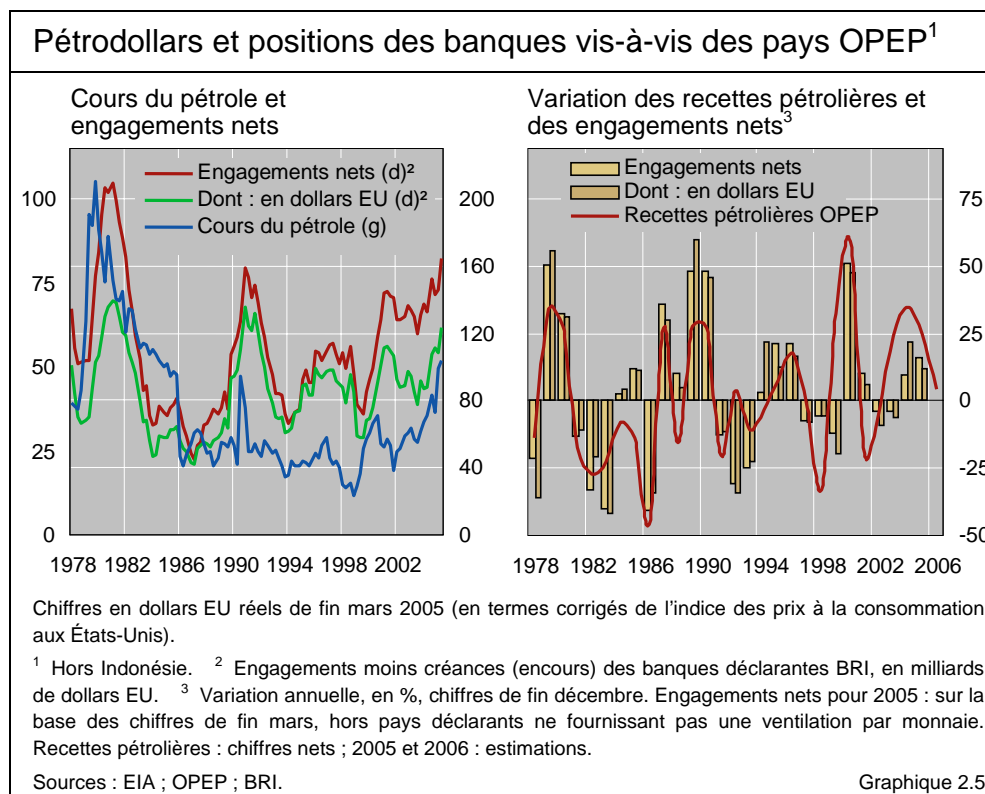
Pétrodollars : une ressource pour les banques déclarantes

En période de forte croissance, les recettes pétrolières excédentaires étaient traditionnellement placées auprès de banques à l'étranger, pour ensuite être recyclées sur le marché des titres ou d'autres actifs. L'expérience indique donc une relation imparfaite, mais perceptible, entre cours pétroliers, recettes pétrolières et volume des dépôts de l'OPEP auprès des banques déclarantes. Le graphique 2.5 (cadre de gauche) montre que l'encours net (en termes réels) des engagements vis-à-vis des pays de l'OPEP – qui mesure l'apport net de ceux-ci au système bancaire international – tend à augmenter parallèlement aux cours réels du pétrole, parfois avec un temps de retard.

L'OPEP était une source importante de fonds pour les banques au cycle précédent...

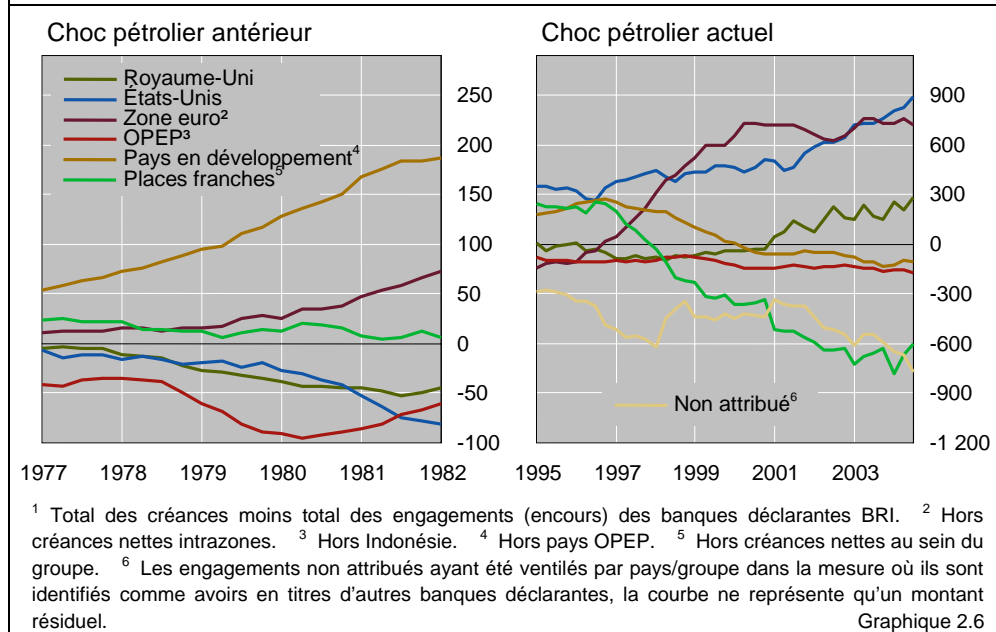
L'importance des pétrodollars ressort assez nettement durant le cycle 1978–82 (graphique 2.6, cadre de gauche). Les engagements nets des banques déclarantes ayant doublé sur cette période, l'OPEP est devenu un des premiers contributeurs nets de fonds du système bancaire international. Les pétrodollars ont entretenu la hausse des positions longues nettes des banques déclarantes – surtout vis-à-vis des économies émergentes – jusqu'à la crise de la dette des années 80.

Depuis, les flux financiers mondiaux ont beaucoup évolué, réduisant le rôle relatif des pétrodollars comme source de fonds. Ainsi, les banques déclarantes ont fortement accru leurs positions courtes nettes (engagements) à l'égard des **places franches** et des **économies émergentes hors OPEP**, de même que leurs positions longues nettes (créances) envers les États-Unis et la



Créances nettes¹ des banques, par pays/groupe débiteur

En milliards de dollars EU



zone euro (graphique 2.6)⁹. La crise asiatique de 1997 semble avoir joué un rôle à cet égard. Avant la crise, l'Asie-Pacifique était un important débiteur net. Or, depuis 1999, une partie des excédents courants cumulés (\$599 milliards) et des capitaux injectés dans les (grandes) économies émergentes d'Asie¹⁰ a été déposée auprès des banques déclarantes. Cet accroissement des dépôts, allié à la diminution des crédits transfrontières depuis 1997, a inversé la position nette des créances sur les économies émergentes, passée, pour l'Asie émergente, de +\$220 milliards au deuxième trimestre 1997 à -\$97 milliards quatre ans plus tard¹¹.

De même, les positions des banques déclarantes vis-à-vis des places franches se sont ressenties de la crise asiatique. Comme en témoigne le graphique 2.6, la position nette vis-à-vis de Hong-Kong et de Singapour est

...ce qui est moins vrai dans le cycle actuel

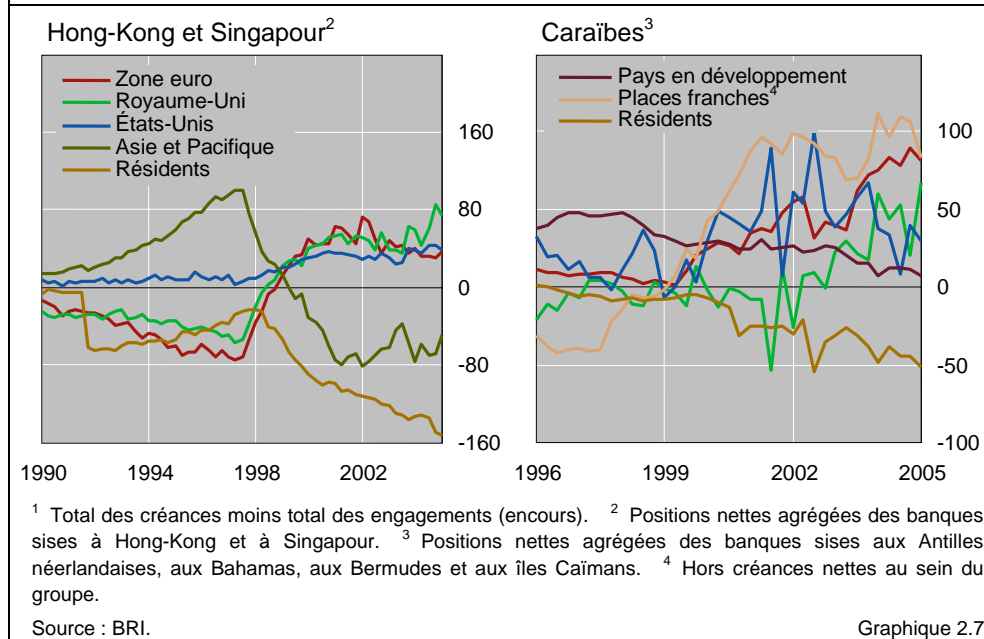
⁹ Les chiffres du cadre de droite du graphique 2.6 ont été estimés. Souvent, les banques déclarantes ne sont pas en mesure d'attribuer leurs engagements à un pays, car elles ignorent l'identité des détenteurs de leurs **titres de dette** (alors qu'elles connaissent celle de leurs **déposants**). Les engagements pour lesquels la **résidence de la contrepartie** est inconnue ont augmenté, pour atteindre \$1 960 milliards, ou 10 % du total (contre 2 % en 1983). Cela étant, les données sur les **créances interbancaires** sous forme de titres de dette permettent de répartir entre pays/groupes débiteurs une grande partie des créances non attribuées.

¹⁰ Voir « Marché bancaire », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2005. Les grandes économies émergentes d'Asie sont la Chine, la Corée, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, Taïwan (Chine) et la Thaïlande.

¹¹ Au quatrième trimestre 2003, les créances nettes des banques déclarantes sur l'Amérique latine sont devenues négatives, elles aussi.

Places franchies : créances nettes¹ des banques locales, par pays/groupe débiteur

En milliards de dollars EU



passée de longue à courte. Les banques sises dans ces territoires ont réduit l'offre de crédit aux résidents d'Asie-Pacifique et ont acheminé les flux nets de fonds de la région (Hong-Kong et Singapour compris) vers les banques au Royaume-Uni et dans la zone euro, ce qui confirme le statut de centre financier international de Hong-Kong et de Singapour. La diminution des créances nettes des banques déclarantes sur les places franchies (graphique 2.6) concerne aussi les Caraïbes et s'explique en partie par l'accroissement, depuis 1999, des positions longues nettes des banques locales à l'égard de la zone euro, des États-Unis et du Royaume-Uni (graphique 2.7, cadre de droite).

Dépôts de l'OPEP auprès des banques déclarantes

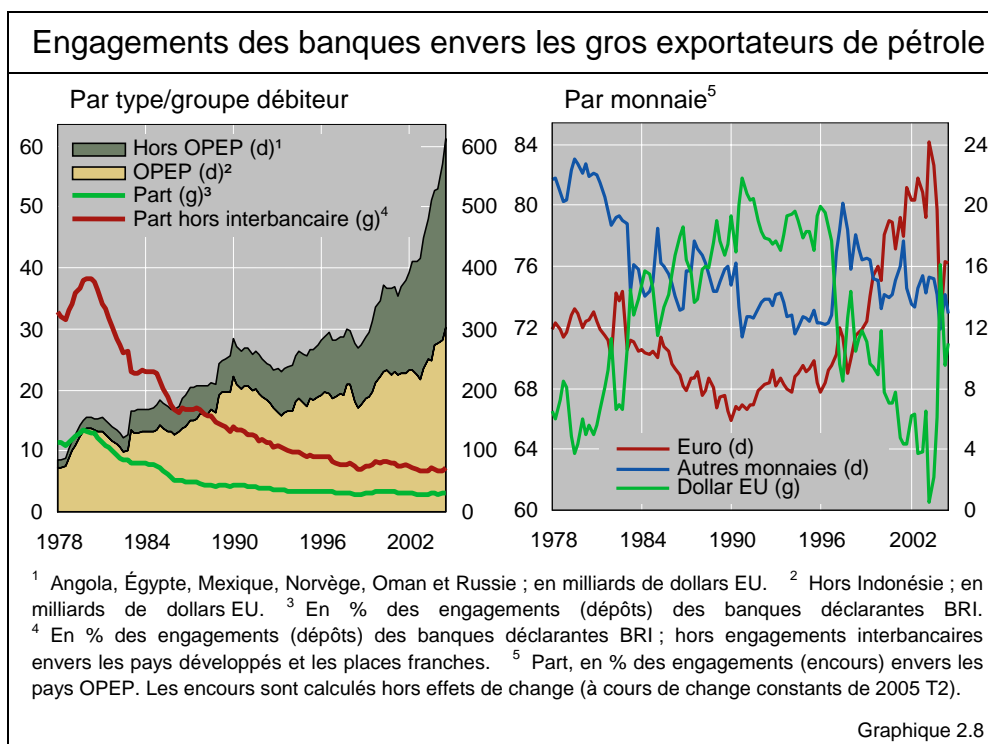
Bien que les dépôts des pays exportateurs de pétrole représentent une proportion moindre des fonds des banques déclarantes, ils ont manifestement augmenté en termes bruts par rapport à l'an dernier. Les engagements des banques déclarantes à l'égard de ces pays se sont accrus de 20 % l'an en moyenne depuis le premier trimestre 2004, pour atteindre \$611 milliards ce trimestre (graphique 2.8, cadre de gauche). Malgré cela, les pays exportateurs de pétrole ne représentent que 3 % du total des engagements des banques déclarantes (dépôts reçus), contre 13 % lors du précédent cycle de renchérissement du pétrole. Ce recul est encore plus marqué si l'on exclut les dépôts interbancaires, qui sont fortement influencés par les transferts successifs entre établissements.

Comme le montre le graphique 2.8, la part des « pétrodépôts » des pays hors OPEP a augmenté¹². Cette progression est principalement attribuable à la Russie, dont les recettes pétrolières (\$403 milliards depuis fin 1998) ne sont inférieures qu'à celles de l'Arabie Saoudite (\$597 milliards sur la même période). C'est grâce à ses recettes pétrolières que la Russie a accumulé des réserves de change et placé un important volume de fonds à l'étranger, notamment auprès des banques. Durant le cycle actuel, ses actifs étrangers se sont accrus de \$250 milliards, dont 38 % sous forme de dépôts auprès des banques déclarantes.

La part des exportateurs hors OPEP s'est accrue

La composition par monnaie des dépôts de l'OPEP auprès des banques déclarantes a beaucoup changé depuis 1999, en réaction, semble-t-il, à l'évolution du cours euro/dollar EU et à l'écart de taux d'intérêt. Le mouvement de report sur l'euro observé entre début 1999 et début 2004 (graphique 2.8, cadre de droite) a accompagné un creusement de l'écart de taux entre la zone euro et les États-Unis les trois premières années de la période, puis un net recul du dollar face à l'euro les deux années suivantes¹³. Début 2004, la part en euros des dépôts de l'OPEP (hors effets de change) avait augmenté de 13 points de pourcentage. Peu après, la situation s'est inversée lorsque le

La composition par monnaie des dépôts de l'OPEP...

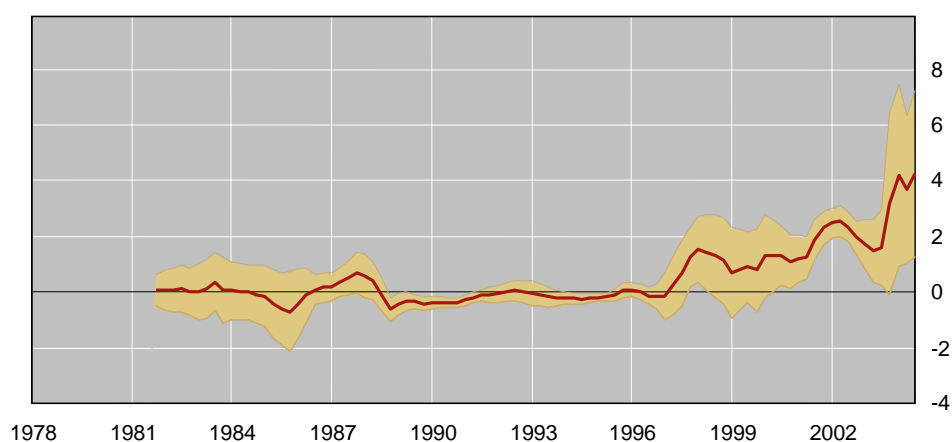


¹² Entre fin 1977 et le deuxième trimestre 2005, la part du total des engagements envers les pays hors OPEP (définis au graphique 2.8) est passée de 14 % à 50 %.

¹³ Dans cet exercice, les effets de change ont été éliminés en recalculant la part de la devise sur la base du cours de change constant de fin 2005 T2.

Composition par monnaie des dépôts de l'OPEP¹ : une explication

Incidence des rendements relatifs euro/dollar EU²



¹ Hors Indonésie. ² Régression mobile sur 16 trimestres de 1) la part relative euro/dollar EU dans les dépôts des résidents des pays OPEP auprès des banques déclarantes BRI sur 2) l'écart contemporain de taux d'intérêt euro/dollar EU et le cours de change euro/dollar EU. Part relative euro/dollar EU = encours – calculés hors effets de change (à cours de change constant de 2005 T2) – de dépôts en euros, en % de la somme des dépôts euros + dollars EU auprès des banques fournissant une ventilation par monnaie. Écart contemporain de taux d'intérêt euro/dollar EU = différence de rendement, en taux annualisé, entre titres d'État 1 an en Allemagne et aux États-Unis. Cours de change : avant 1999, mark allemand/dollar EU. La courbe représente le coefficient de la pente de l'écart de taux d'intérêt. Zone orangée : bande de confiance de 2 erreurs types. Graphique 2.9

cours euro/dollar s'est stabilisé et que les taux directeurs américains ont commencé à remonter. Entre mi-2004 et le deuxième trimestre 2005, les nouveaux dépôts en dollars EU des résidents des pays de l'OPEP ont fait baisser de 8 points de pourcentage la proportion en euros.

Cette évolution est similaire à celle du cycle 1978–82, mais en plus prononcé. Or, récemment, la composition par monnaie des dépôts de l'OPEP a été plus sensible à l'évolution de l'écart de taux d'intérêt. C'est ce qui ressort d'une régression mobile (sur seize trimestres) de la part de l'euro et du dollar EU dans les dépôts de l'OPEP sur les écarts de taux et le cours de change (graphique 2.9).

La régression vise à montrer dans quelle mesure la composition par monnaie des dépôts de l'OPEP réagit à l'évolution des taux, en présence d'anticipations de variations de change¹⁴. Par hypothèse, ces anticipations sont déterminées par l'écart de taux et le cours de change contemporains¹⁵. La part correspondant à chaque monnaie étant établie d'après l'encours des dépôts à

...paraît sensible à l'écart de taux d'intérêt

¹⁴ Il convient de noter que les résultats de la régression portent uniquement sur les dépôts auprès des banques déclarantes et que, par conséquent, ils ne sont pas nécessairement représentatifs de l'ensemble des placements transfrontières des résidents des pays de l'OPEP. De plus, ils ne donnent qu'une idée imparfaite du risque de marché inhérent aux dépôts de l'OPEP, car ce risque peut être couvert.

¹⁵ Le cours de change et les écarts de taux d'intérêt euro/dollar EU permettent de prédire les variations du cours euro/dollar EU entre 1978 T4 et 2005 T2.

cours de change constant, la régression prend en compte les modifications de la composition exclusivement attribuables aux nouveaux dépôts et retraits.

Les résultats de la régression montrent que la composition des dépôts de l'OPEP a réagi à l'écart de taux entre l'euro et le dollar EU uniquement durant le récent cycle. Le coefficient de l'écart est positif et statistiquement significatif pour toutes les fenêtres de régression (sauf une) à partir du premier trimestre 2001. Durant cette période, les résultats sont aussi économiquement significatifs : une hausse de 1 point de pourcentage de l'écart de taux euro/dollar fait augmenter d'environ 2 points de pourcentage la part en euros¹⁶.

La régression n'a pas fait ressortir une telle relation pour le cycle précédent. Avant 2001, la composition par monnaie des dépôts de l'OPEP était insensible aux variations de l'écart de taux, tant d'un point de vue statistique qu'économique, comme l'illustre la période de grande volatilité de l'écart de taux [euro]/ EU entre 1978 et 1982.

¹⁶ Le coefficient de la pente du cours de change est statistiquement significatif dans la plupart des fenêtres de régression, mais son signe est instable. Par exemple, le coefficient est positif pour les fenêtres comprises entre 1998 T1 et 2002 T2, et négatif pour les fenêtres comprises entre 2003 T2 et 2004 T2. Le coefficient positif confirme le retour à la moyenne du cours euro/dollar EU : une dépréciation de l'euro (c'est-à-dire une hausse du change) laisse présager une appréciation et entraîne un mouvement de report sur l'euro. Le coefficient négatif indique une anticipation de persistance de la variation de change.

Évolution du marché des crédits consortiaux

Blaise Gadanez

Des conditions de financement toujours favorables au troisième trimestre 2005

Après un deuxième trimestre très vigoureux, l'activité sur le marché international des crédits consortiaux s'est ralentie. Le volume de facilités conclues au troisième trimestre s'est établi à \$522 milliards, inscrivant une baisse de 28 % (5 % seulement en données cvs) par rapport au trimestre précédent, mais une hausse de 13 % en glissement annuel.

Les conditions de financement sont restées favorables, surtout aux États-Unis, où les primes (non corrigées de la qualité du crédit) ont encore diminué tandis que l'échéance moyenne s'allongeait. Le pourcentage d'opérations assorties de clauses restrictives ou de garanties est tombé à un creux sans précédent pour les pays industrialisés ; on peut y voir un autre signe de la souplesse des conditions.

La faiblesse des primes sur les prêts aux emprunteurs des pays industrialisés s'est accompagnée d'un nombre moyen de membres du consortium à un creux historique (9). Il est possible que plusieurs banques se soient retirées du marché en raison du niveau particulièrement bas des primes.

Les prêts aux emprunteurs du monde émergent ont atteint un niveau inédit depuis fin 1997 (\$56 milliards). L'activité a été tirée par le dynamisme exceptionnel de deux régions : Moyen-Orient et Afrique, d'une part, et Asie-Pacifique (dont la Chine), d'autre part. Dans ces deux régions, le secteur de l'énergie a bénéficié de fonds substantiels et la prime moyenne a été faible, à 76 et 75 pb respectivement au-dessus du Libor – pour l'Asie, un niveau guère observé depuis 1996. L'Afrique du Sud a de nouveau été le moteur de sa région en renouvelant pour plus de \$1,5 milliard de facilités souveraines. Après une longue pause, l'Argentine est revenue sur le marché avec un montage de \$1,4 milliard obtenu par une entreprise d'ingénierie.

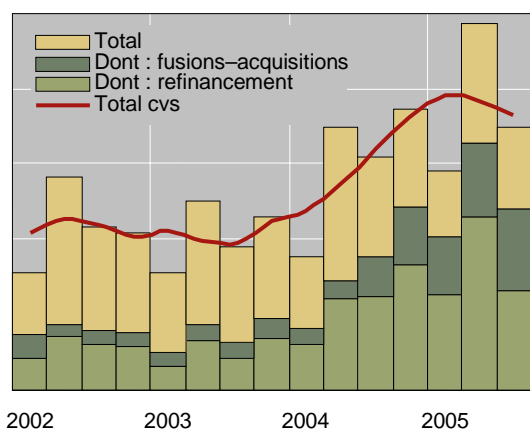
Crédits consortiaux à certains exportateurs de pétrole et au secteur pétrolier : répartition géographique

La structure des consortiums permet d'identifier l'origine des banques pourvoyeuses de crédits consortiaux à certains pays exportateurs de pétrole et au secteur pétrolier. Elle montre la place importante et croissante que tiennent les banques ouest-européennes.

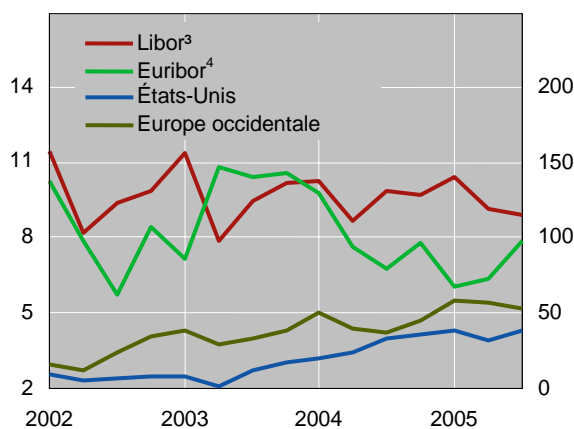
Ces dix dernières années, les prêts destinés aux pays du Moyen-Orient membres de l'OPEP (quel que soit le secteur d'activité de l'emprunteur) ont été montés et financés essentiellement par des banques régionales et ouest-européennes (graphique B). Cependant, la présence croissante de

Crédits consortiaux internationaux : facilités conclues

Volume (en milliards d'USD)



États-Unis et Europe occidentale :
échéance¹ et tarification²



¹ Moyenne pondérée par la taille de l'emprunt (années, g). ² Primes + commissions ; moyenne pondérée par la taille de l'emprunt (en pb, d). ³ Facilités libellées en dollars EU, en faveur d'emprunteurs des États-Unis, référencées sur le Libor. ⁴ Facilités libellées en euros, en faveur d'emprunteurs d'Europe occidentale, référencées sur l'Euribor.

Sources : Dealogic Loanware ; BRI.

Graphique A

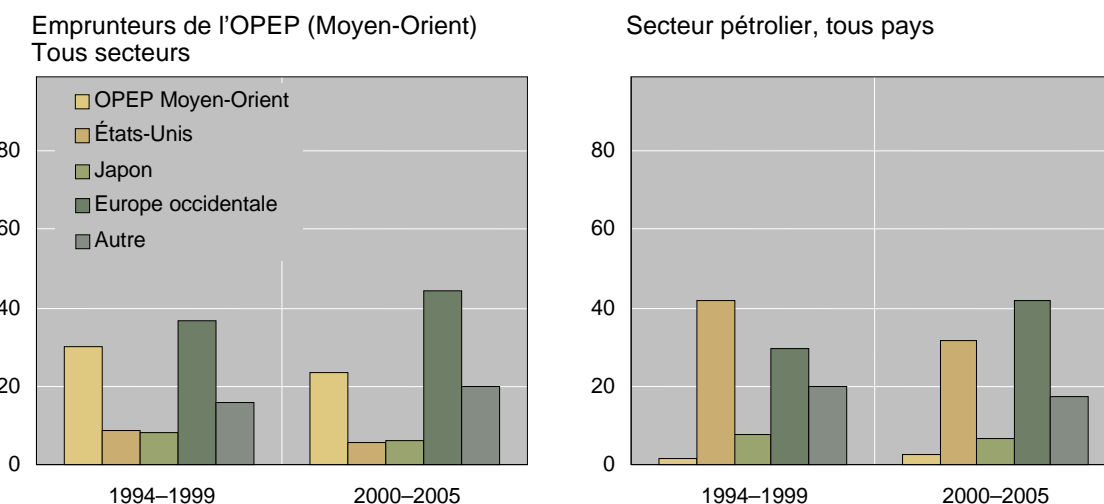
groupes arrangeurs étrangers, d'Europe occidentale en particulier, fait que la part des banques régionales diminue (30 % sur la période 1994–99 et 24 % seulement ces cinq dernières années). S'agissant de l'origine des fonds, la proportion de banques ouest-européennes s'est aussi accrue, pour atteindre quelque 50 % en 2004 et 2005, principalement au détriment des prêteurs régionaux. La recherche de rendements plus élevés pourrait avoir poussé les banques ouest-européennes à diversifier leur activité de prêt au-delà de leur région, où la tarification est exceptionnellement faible depuis deux années.

Les banques ouest-européennes ont participé en masse à des consortiums octroyant des crédits de financement du commerce international aux emprunteurs des pays du Moyen-Orient membres de l'OPEP. Durant la dernière décennie, elles ont, en moyenne, monté 56 % des facilités et fourni 74 % des fonds.

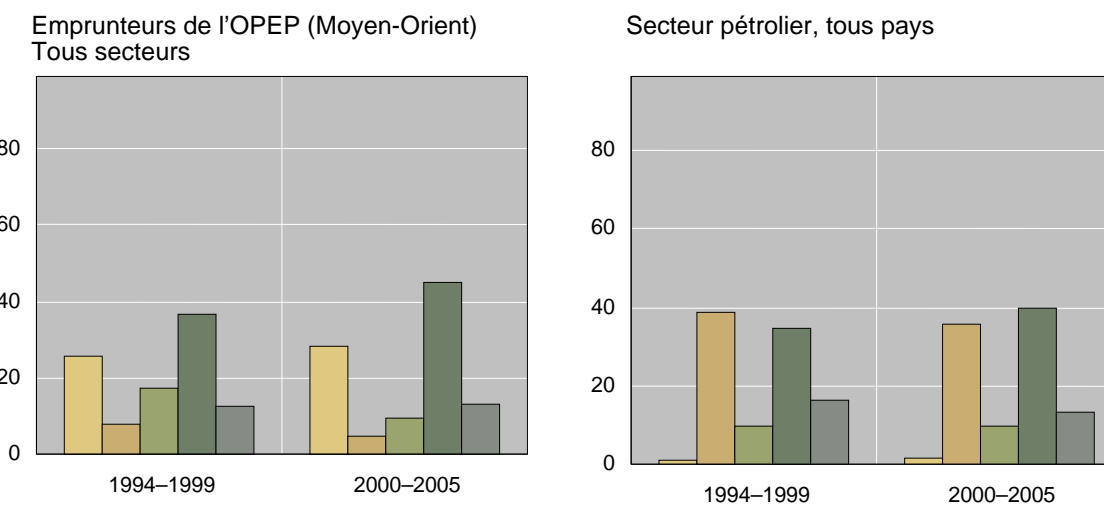
Représentant plus de 70 % du marché, les banques d'Europe occidentale et des États-Unis sont les plus actives en matière de prêts au secteur pétrolier mondial. Entre 1995–99 et 2000–05, les premières ont accru de 13 et 5 points de pourcentage respectivement, au détriment des secondes, leur participation au montage et au financement de ces prêts.

Crédits consortiaux liés au pétrole : répartition géographique¹

Origine du groupe arrangeur, en % du nombre de montages, moyenne pour 1993–2005²



Origine des fonds, en % des montants d'emprunts fournis, moyenne pour 1993–2005²



¹ Y compris facilités domestiques. ² 2005 : jusqu'à T3.

Sources : Dealogic Loanware ; calculs de l'auteur.