

Le recyclage des pétrodollars

Le « recyclage des pétrodollars » avait fait naître des craintes dans les années qui ont suivi le premier choc pétrolier. L'apparition d'un surplus dans une zone implique en effet celui d'un déficit dans d'autres zones : certains agents doivent accepter de s'endetter, ce qui peut être source de déséquilibres [1]. En outre la structure de la demande se déplaçait, de sorte que les appareils de production devaient en partie délaissier les biens de consommation achetés dans les pays OCDE pour se tourner vers les biens d'équipement achetés par les pays de l'OPEP.

Le recyclage des capitaux n'est pas un phénomène nouveau. Le XIX^e siècle fut dominé par celui des capitaux britanniques, la fin des années quarante par celui des capitaux américains qui furent relayés les décennies suivantes par l'ensemble des pays de l'OCDE vers les PVD ⁽³⁾. Ce qui posait problème dans le cas de l'OPEP c'était, outre le caractère brutal de l'apparition du surplus, la nature éventuellement politique des décisions concernant son affectation et le risque d'instabilité des capitaux qui en découlait.

En fait cette instabilité n'a pas constitué le problème majeur de l'utilisation du surplus de l'OPEP. Celui-ci n'était d'ailleurs ni la cause unique ni la manifestation principale des désordres économiques et financiers des années soixante-dix : le premier choc pétrolier est intervenu moins d'un an après l'abandon du système de taux de change fixes instauré à Bretton Woods, dans une période de difficultés structurelles naissantes aggravées par une phase de surchauffe conjoncturelle. Les pétrodollars ont été utilisés pour effectuer certains ajustements dans les pays importateurs de pétrole, mais aussi pour contourner les effets d'autres désajustements. Les pays industrialisés ont encouragé le développement des marchés que constituaient des PVD fussent-ils de plus en plus endettés ; chez eux, ils ont en outre privilégié la consommation au détriment de l'investissement.

La contraction du stock de pétrodollars apparue en 1982 a suscité d'autres craintes. Les marchés financiers internationaux ont été marqués en 1982 et 1983 par d'importantes perturbations. Après l'accalmie de 1984, des difficultés pourraient resurgir en 1985.

Le présent article, après avoir analysé dans un premier temps les circuits du recyclage des excédents de l'OPEP dans les années soixante-dix, envisage les conséquences récentes et à venir de la contraction du stock de pétrodollars.

(3) La seconde moitié des années quatre-vingt sera marquée par le recyclage des excédents japonais, qui pourraient s'avérer quantitativement aussi élevés que ceux de l'OPEP durant les années soixante-dix.

De 1974 à 1981 les pétrodollars ont été à parts égales déposés dans les banques et investis dans les pays de l'OCDE

La masse des pétrodollars était sensiblement inférieure au solde commercial de l'OPEP

Les recettes d'exportation de l'OPEP, quoiqu'augmentées par le quadruplement du prix du pétrole à la fin de 1973 puis son doublement en 1979-1980, n'ont pas permis à chacun des pays composant la zone de toujours dégager un excédent commercial élevé. La diminution des quantités de pétrole vendues a provoqué une diminution des recettes temporaire en 1975, durable au début des années quatre-vingt. Le pouvoir d'achat de ces recettes a été légèrement abaissé de 1976 à 1978 par la hausse du prix des produits manufacturés. Enfin les pays fortement peuplés de l'OPEP ont engagé des programmes économiques faisant largement appel aux importations ; celles-ci se sont parfois développées plus rapidement que les exportations et dans la plupart des cas plus rapidement qu'il n'avait été envisagé immédiatement après le premier choc pétrolier. Au total les évolutions des balances commerciales ont été très diverses (tableau 1), mais ont dégagé des excédents notablement inférieurs à ce qui avait été prévu dans un premier temps.

1. Le poids relatif des différents pays de l'OPEP

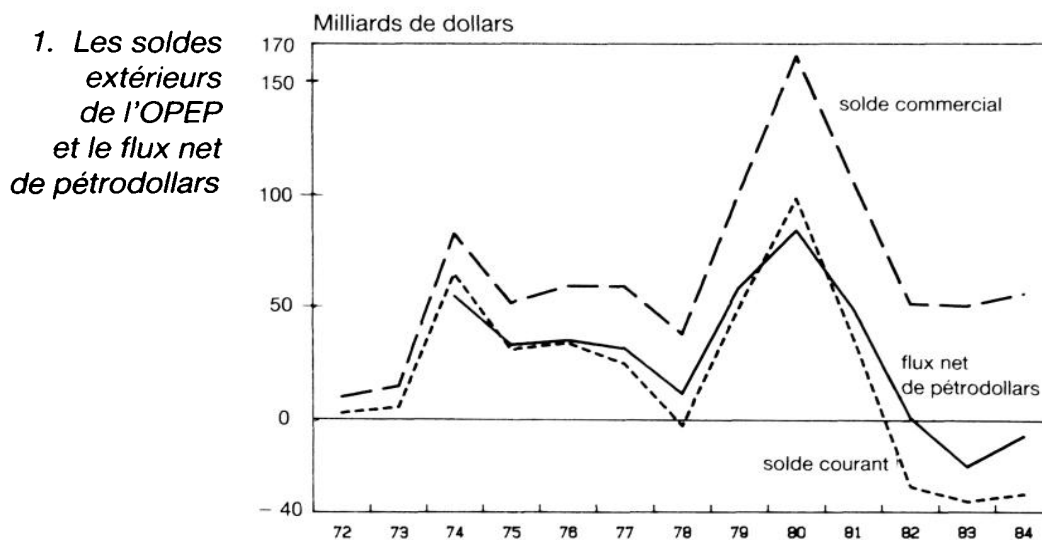
	Cumul de 1974 à 1981 inclus (*) en milliards de dollars			1982	
	Exportations fob (pétrole et autres marchandises)	Solde commercial fob-fob	Solde de la balance courante	Population (millions)	PNB par habitant (dollars)
Arabie Saoudite	443	300	160	10	16 000
Koweït	102	70	80	2	19 870
Emirats Arabes Unis . .	95	55	50	1	23 770
Iran	157	60	30	41	1 700
Libye	96	40	20	3	8 510
Qatar	25	17	15	1	15 000
Irak	103	30	10	14	1 000
Venezuela	101	30	8	16	4 140
Gabon	12	7	1	1	3 600
Indonésie	105	35	0	150	580
Nigeria	111	30	0	90	860
Equateur	15	1	- 5	8	1 350
Algérie	64	10	- 10	20	2 350

Sources : FMI, Banque Mondiale, estimations OFCE.

(*) 1974-1981 : période durant laquelle la balance courante de l'OPEP a été excédentaire.

Le solde des balances des paiements courants ⁽⁴⁾ a évolué moins favorablement que celui des balances commerciales, car les échanges de services et transferts ont été déficitaires pour tous les pays de l'OPEP, sauf le Koweït. Ce pays joue en effet un rôle de plaque tournante commerciale. A côté de sa flotte de pétroliers, il a développé un parc de véhicules industriels qui lui a assuré au titre de la réexportation des revenus substantiels. Depuis le début de la guerre Iran-Irak, une large partie de l'approvisionnement des deux belligérants aurait transité par le Koweït. En conséquence, au cours de la période analysée ici, huit seulement des treize pays de l'OPEP ont dégagé des excédents de paiements courants.

Le solde de la balance des paiements courants, tel que les statistiques du FMI permettent de l'appréhender, est entaché d'incertitudes. C'est également le cas du flux de pétrodollars tel que le décrit la Banque d'Angleterre [2], qui fournit en ce domaine les meilleures statistiques disponibles. Les deux séries de chiffres sont assez proches (graphique 1).



Sources : FMI, Bank of England, estimations OFCE.

Le stock de pétrodollars avoisinait 360 milliards de dollars à la fin de 1981 se répartissant en quatre postes d'ampleur inégale : 5 % en contributions aux organisations internationales, 15 % en prêts aux PVD, 40 % en placements dans les pays de l'OCDE et 40 % en dépôts bancaires sur l'emploi réellement liquide. La part relative de ces différents postes n'a pas été constante au cours de la période analysée ici, notamment du fait que les objectifs initiaux ont été infléchis ou n'ont pu être atteints. Les pays de l'OPEP disposant de surplus désiraient les faire fructifier de manière à garantir, au moins, leur pouvoir d'achat futur. Ils tentèrent par ailleurs de prendre la responsabilité de l'orientation d'une partie de ces capitaux dans le souci de gérer directement leurs patrimoines.

(4) Il s'agit ici des statistiques officielles telles que les retrace le FMI. Des incohérences importantes apparaissent au niveau mondial entre les balances des paiements courants des différentes zones [9], de sorte qu'il est vraisemblable que la réalité est moins dégradée pour l'OPEP que ne le laissent à penser les statistiques [5].

Seule une part limitée n'a pas transité par les pays de l'OCDE

La contribution des pays de l'OPEP aux organisations internationales a été moins importante qu'il n'avait été envisagé immédiatement après le premier choc pétrolier. Elle a en outre été irrégulière ; trois périodes peuvent être distinguées.

De 1974 à 1976, le flux net a atteint 3 milliards de dollars en moyenne chaque année, soit 7,5 % du total des pétrodollars. En juin 1974 le FMI avait créé un fonds chargé de redistribuer temporairement des capitaux aux pays les plus affectés par la hausse du prix du pétrole. La moitié des fonds empruntés pour alimenter ce « mécanisme pétrolier » l'avait été auprès des pays de l'OPEP, qui témoignaient ainsi de leur volonté d'obtenir un plus grand pouvoir et qui y voyaient l'opportunité de placer des hommes dans les hiérarchies internationales.

De 1977 à 1979 la suppression du mécanisme pétrolier et la réduction de l'excédent de l'OPEP modifièrent la situation. Le FMI ayant par ailleurs fait montre de peu d'enthousiasme face aux espérances politiques de l'OPEP, la contribution aux organisations internationales a été quasiment nulle pendant ces trois années.

En 1980 et 1981 la contribution a de nouveau atteint 3 milliards de dollars chaque année, soit 5 % du flux total des pétrodollars. Elle est imputable à l'Arabie Saoudite, qui a affecté une partie de ses surplus au FMI, notamment en participant au mécanisme de financement supplémentaire négocié en 1979.

Tout au long des années 1974-1981 les membres de l'OPEP eurent l'occasion de participer à des projets de développement dans le cadre d'opérations multilatérales avec les organisations internationales. L'un des plus importants a été la création en 1977 de la Gulf Organisation for the Development of Egypt, qui avait vocation de transférer 5 milliards de dollars à ce pays sous forme de dons et prêts à conditions avantageuses ; cette organisation cessa toutefois son activité dès 1978 pour des raisons politiques.

L'aide directe des pays de l'OPEP aux PVD, importante jusqu'en 1979, s'est ensuite amenuisée. Le flux net d'aide aux PVD s'est accru de 1974 à 1979 ; il diminue depuis lors (pour être quasiment nul en 1984). L'aide publique au développement qui en constitue la fraction la plus grande s'est, selon les chiffres de l'OCDE [8] stabilisée aux environs de 5 milliards de dollars de 1975 à 1981 (et fléchit depuis lors). Ces montants peuvent être comparés à l'aide publique au développement consentie par les pays de l'OCDE, qui a avoisiné 13 milliards par an de 1974 à 1978, puis s'élevant, a oscillé depuis lors entre 20 et 25 milliards par an. Rapportée au PNB, cette aide est moins importante pour l'OCDE (0,4 %) que pour l'OPEP (1,5 %) et surtout les pays du Golfe ; l'Arabie Saoudite a consacré à l'aide en moyenne 5 % de son PNB chaque année.

La répartition géographique de l'aide bilatérale fait apparaître une très forte concentration sur un petit nombre de pays arabes ⁽⁵⁾. L'Egypte à laquelle toutefois les versements ont été considérablement réduits depuis la signature des accords de Camp David, la Syrie et la Jordanie ont à elles trois bénéficié de plus de la moitié des capitaux en jeu. 90 % de l'aide a été versée à des pays membres de la

(5) Toutefois, 1/3 de l'aide ne peut être ventilé en raison du manque d'informations concernant la moitié des contributions saoudiennes.

conférence islamique (en dehors du monde arabe la plus grande partie de l'aide est allée au Pakistan, mais aussi à l'Inde).

La concentration géographique est plus grande encore pour l'aide multilatérale accordée par l'OPEP, qui a transité par des institutions financières créées avant le premier choc pétrolier (Fonds pour le développement économique et social, 1968) ou après (Banque islamique de développement, 1974). Les trois quarts ont été affectés à des pays arabes, souvent pour la réalisation de projets énergétiques. Cette destination est encore plus fréquente dans le cas des autres pays (par exemple, exploration de pétrole et de gaz en Tanzanie).

Le recyclage en placements longs a privilégié les Etats-Unis

Les excédents de l'OPEP placés dans les pays de l'OCDE sous une forme autre que les dépôts dans les banques (investissements immobiliers, achats de titres privés et publics) ont absorbé chaque année plus du tiers des pétrodollars et parfois plus de la moitié, à l'exception de l'année 1979. Trois périodes peuvent être distinguées. De 1974 à 1977 ce flux net a dépassé 15 milliards de dollars chaque année ; en 1978 et 1979 il est tombé à moins de 10 milliards par an, du fait de la diminution de l'excédent global et du gel des avoirs iraniens par les Etats-Unis qui a incité les autres pays à procéder à un dégagement temporaire ; en 1980 et 1981 il est remonté à près de 35 milliards de dollars par an.

Les placements se répartissent en trois catégories.

Les investissements immobiliers ont constitué la partie la plus faible, et ont concerné principalement des logements et des bureaux. Les premiers ont toujours porté sur des montants restreints. Les seconds ont été initialement non négligeables (ainsi en 1974 l'Emir du Koweït a acheté la Tour Manhattan à la Défense et plus d'1 million de m² de bureaux à Londres), mais semblent s'être rapidement raréfiés. Les uns et les autres sont d'appréhension statistique malaisée.

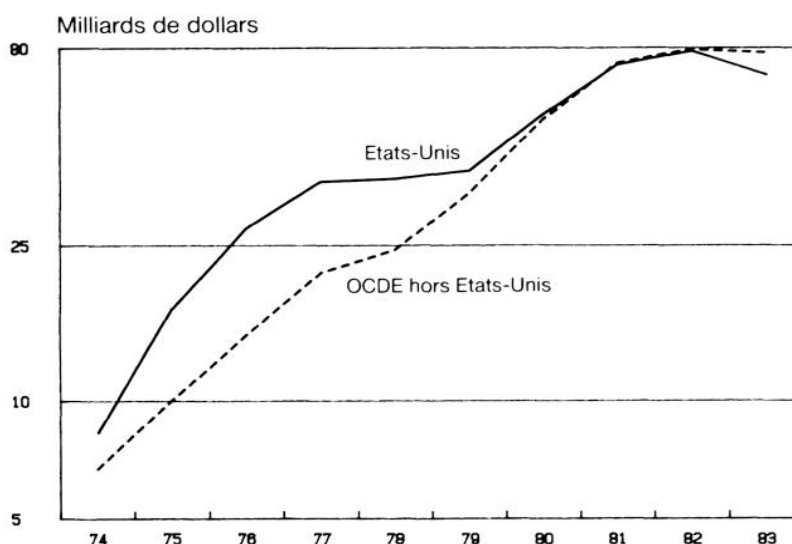
Les prises de participation dans le capital de sociétés occidentales, élevées immédiatement après le premier choc pétrolier, ont ensuite été limitées [3]. Les pays de l'OPEP souhaitaient à la fois faire fructifier leurs excédents et acquérir une certaine maîtrise économique, notamment en suivant les mutations technologiques de façon à les appliquer le cas échéant à leurs économies. Les pays occidentaux souhaitaient réinjecter dans les circuits internationaux ces excédents, mais voulaient avoir la souveraineté dans le choix de leur affectation ; ils s'opposèrent en conséquence dès 1974 à certaines prises de participation. Ainsi les pays du Golfe se virent refuser leur offre d'achat de 41 % du capital de Lockheed, tandis que le gouvernement britannique s'opposa à la prise de participation de l'Iran dans la Burmah Oil et dans British Leyland [4]. Seules certaines participations minoritaires furent autorisées, parmi lesquelles on peut citer pour la France ⁽⁶⁾ 5 % du capital de BSN-Gervais Danone, 5 % du CCF, 16 % de Dumez. Les orientations géographiques se sont un peu modifiées à

(6) Citons également : en RFA 14 % du capital de Daimler-Benz. En Italie 10 % du capital du groupe Montedison et 9 % du capital de Fiat, ce qui permit l'entrée au Directoire de deux représentant libyens. Aux Etats-Unis prises de participation dans des compagnies aériennes telles que Braniff et TWA et dans des banques telles que Great Western Bank and Trust of Phoenix.

partir de 1979, le Japon devenant un nouveau centre d'intérêt en réaction au gel des avoirs iraniens et grâce à l'adoption par le Japon de mesures destinées à encourager tous les investissements étrangers ⁽⁷⁾. En 1981 les pays de l'OPEP, parmi lesquels le Koweït venait largement en tête, possédaient 7 % des valeurs mobilières japonaises détenues par des non résidents, répartis dans les secteurs de pointe.

L'achat de titres publics s'est concentré sur les Etats-Unis, vers qui le flux annuel net était d'environ 3 milliards de dollars jusqu'en 1977. Après une interruption en 1978 et 1979, les achats ont été d'environ 10 milliards en 1980 et 1981, de sorte qu'à la fin de 1981 le stock de titres publics américains détenus par l'OPEP atteignait près de 35 milliards de dollars.

Malgré l'attraction croissante du Japon, les Etats-Unis ont continué à drainer durant les dernières années de la période analysée ici près de la moitié du flux constitué par les pétrodollars placés sous une forme autre que les dépôts en banque. Le stock correspondant (graphique 2) était à la fin de 1981 aussi important aux Etats-Unis que dans l'ensemble des autres pays de l'OCDE, soit un peu plus de 70 milliards dans chaque cas.



2. Les pétrodollars placés dans les pays de l'OCDE sous une forme non bancaire. Stocks en fin d'année.

Source : Bank of England.

Les eurobanques ont recyclé le cinquième des pétrodollars et l'ensemble des banques occidentales près de la moitié

De 1974 à 1981 inclus les pays de l'OPEP ont placé près de 150 milliards de dollars en termes nets sous forme de dépôts, principalement à court terme, auprès de banques très largement situées dans les pays de l'OCDE ; le rôle des banques arabes a été à cet égard limité (cf. encart). L'ampleur de ce poste traduit un comportement constant de préférence pour la liquidité.

(7) Le Japon présente en outre pour l'OPEP l'avantage d'être plus dépendant que les autres pays industrialisés. En 1981 l'OPEP lui fournissait 80 % de ses importations énergétiques, contre 69 % pour la RFA et 65 % pour les Etats-Unis, ces deux derniers produisant par ailleurs une partie de l'énergie qu'ils consomment.

Vers un système bancaire pan-arabe

Les premières banques arabes furent créées dans les années cinquante. L'afflux de capitaux provoqué par les relèvements successifs du prix du pétrole contribua à leur donner une nouvelle dimension. La combinaison du capital arabe et de l'expérience occidentale donna lieu à des entreprises conjointes qui se sont peu à peu imposées dans les années qui suivirent le premier choc pétrolier. Le second a donné lieu à une modification de ce comportement, l'objectif prioritaire devenant la création de banques exclusivement arabes à vocation internationale offrant aux pays excédentaires l'opportunité d'une gestion directe de leurs surplus. L'Islam refuse le principe d'une rémunération prédéfinie et garantie. Un concept de banque islamique s'est donc développé pour faire face à la demande des musulmans ; une participation aux bénéfices et pertes de la banque est substituée au paiement d'intérêts.

Les banques arabes [12] ont connu un essor important ces dernières années, sans pour autant qu'on puisse parler d'un système bancaire pan-arabe. Elles ont participé au recyclage des pétrodollars en finançant, seules ou associées à des capitaux étrangers, des projets industriels, et en participant au montage de prêts syndiqués. Elles se sont en outre engagées dans la gestion d'opérations locales.

Les banques islamiques ont enregistré à l'automne 1984 un refus de la Banque d'Angleterre en ce qui concerne la reconnaissance de leur statut et l'autorisation d'exercer, sous leur forme actuelle, sur le territoire anglais. Par ailleurs la chute des recettes d'exportation, le ralentissement de l'activité économique dans les pays du Moyen-Orient et la contraction brutale du volume des prêts syndiqués constituent un frein à la croissance de leur activité. La nouvelle stratégie de développement passe donc par une diversification accrue des activités, qui nécessite toutefois de nouvelles compétences que seules les banques les plus importantes sont à même d'acquérir rapidement. Leur développement demeure un objectif fondamental pour les pays membres de l'OPAEP (*) car elles symbolisent l'indépendance et la puissance financière du bloc arabe.

(*) Organisation des Pays Arabes Exportateurs de Pétrole.

Pour les pays de l'OPEP les dépôts en banques constituaient un système souple qui permettait de placer immédiatement des recettes supplémentaires « inattendues », en attendant de planifier leur affectation, et qui garantissait la disponibilité permanente de capitaux pouvant s'avérer nécessaires. Afin de renforcer cette garantie les pays de l'OPEP ont tenté de diversifier leurs dépôts entre les grands pays industrialisés [6]. Ils ont en outre choisi ⁽⁸⁾ les banques en fonction de critères qui allaient au-delà de la simple sécurité et qui reflétaient la

(8) Pour les capitaux saoudiens, par exemple, les dépôts ne peuvent être faits qu'auprès de banques agréées par l'agence monétaire saoudienne (SAMA), soit une dizaine en 1972 et une soixantaine actuellement.

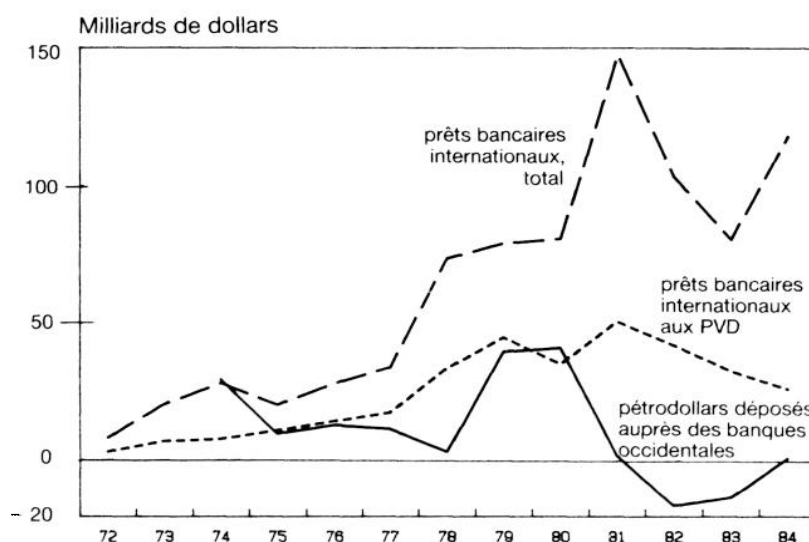
volonté de cohésion politique du bloc arabe. Il s'agissait notamment d'éviter qu'Israël et certains de ses alliés puissent bénéficier du recyclage des pétrodollars. Le gel des avoirs iraniens avait par ailleurs confirmé les pays de l'OPEP dans leur crainte d'une trop grande dépendance vis-à-vis d'un nombre restreint de pays [7]. C'est pourquoi les dépôts furent géographiquement plus diversifiés après 1978.

Sur l'ensemble de la période 1974-1981 les dépôts auprès des banques situées aux Etats-Unis sont restés faibles, tandis que les eurobanques⁽⁹⁾ de Londres en ont attiré une large fraction. A la fin de 1981 le stock atteignait 13 milliards de dollars pour les premières et 65 pour les secondes, tandis qu'il était de 76 milliards pour l'ensemble des autres banques.

Les banques occidentales ont donc opéré au cours de ces années une transformation de grande ampleur de dépôts à court terme en prêts à moyen et long terme.

L'extrême liquidité des dépôts avait donné naissance après le premier choc pétrolier à des craintes, que renforçait le caractère politique de certaines décisions prises par les pays de l'OPEP quant à l'utilisation de ces fonds. Le souci dominant en la matière, celui d'une dépression mondiale consécutive au choc pétrolier, s'estompa avec le fonctionnement apparemment satisfaisant du « recyclage » des pétrodollars autorisé par la souplesse du système bancaire international⁽¹⁰⁾.

L'autre risque n'a été perçu que tardivement, au début des années quatre-vingt ; il concernait non pas le retrait des créditeurs, mais la solvabilité des débiteurs. Les pétrodollars ne sont pas ici seuls en cause, et il serait hâtif de les assimiler aux prêts consentis aux PVD quand bien même les ordres de grandeur ont été un temps comparables (graphique 3). Les capitaux courts que les banques ont en effet transformé en prêts longs sont d'origines diverses et à destinations variées.



Sources : Bank of England, ODCE.

3. Prêts bancaires internationaux et pétrodollars. Flux annuels

(9) Les dépôts en euro-devises sont les dépôts libellés dans une monnaie autre que celle du pays d'accueil : à Londres il s'agit principalement de dollars.

(10) Ainsi le montage d'euro-crédits sous forme roll-over, c'est-à-dire de financements à moyen terme révisables trimestriellement, permettait au système bancaire de se prémunir contre une perte éventuelle en intérêts. Il ne le protégeait toutefois pas contre le risque d'illiquidité.

En 1985 la contraction des pétrodollars risque de perturber les marchés financiers internationaux

La contraction des pétrodollars amorcée au début de 1982 s'est concentrée sur les banques non américaines

Le flux net des pétrodollars, devenu négatif au second trimestre 1982, l'est demeuré depuis lors au-delà de fluctuations de très court terme. La diminution de 19 milliards de dollars ayant depuis cette date affecté le stock a été très différenciée (tableau 2).

2. Evolution du stock de pétrodollars entre le 1^{er} trimestre 1982 et le 2^e trimestre 1984 (*)

Milliards de dollars

	Etats-Unis	Pays de l'OCDE autres que les Etats-Unis	Autres	Total
Dépôts bancaires	+ 4,9	- 31,6 (**)	—	- 26,7
Autres placements	- 5,0	0	+ 12,7	+ 7,7
Total	- 0,1	- 31,6	+ 12,7	- 19,0

Source : Bank of England.

(*) Dernier point connu.

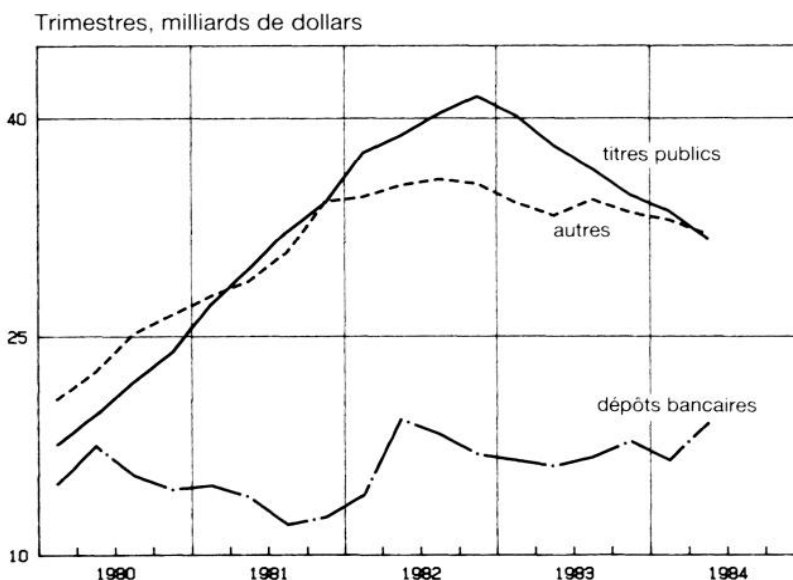
(**) Dont : eurobanques - 14,3.

Les flux nets de contributions aux organisations internationales et prêts aux PVD sont demeurés positifs, aux rythmes trimestriels moyens de 1 milliard de dollars pour les premières et 0,5 milliard pour les seconds. Les retraits subis par les pays de l'OCDE ont été de plus de trente milliards.

Les retraits dans les banques ont porté sur près de 27 milliards, tandis que les autres types de placements n'ont diminué que de 5 milliards. Et la totalité de la baisse a porté sur des pays autres que les Etats-Unis, ces derniers ayant conservé un stock de pétrodollars constant, quoique modifié dans sa structure.

L'interprétation de ces évolutions ne peut guère être menée exclusivement en termes de comportement des pays pétroliers. Ces derniers semblent en effet avoir agi de manière analogue à nombre de détenteurs de capitaux au cours des années récentes en se tournant vers les Etats-Unis, quitte, dans ce cas précis où les recettes globales diminuaient, à opérer des retraits importants sur les autres lieux de placement. L'arbitrage concernait le lieu de placement et non pas la devise ; cela est particulièrement net dans le cas des pétrodollars retirés des banques londoniennes où ils étaient déposés en dollars pour être placés, également en dollars, dans l'économie américaine.

Le choix entre différents types de placements aux Etats-Unis relève de considérations de liquidité autant que de rentabilité : la diminution a en effet principalement concerné les titres du Trésor Public (graphique 4).

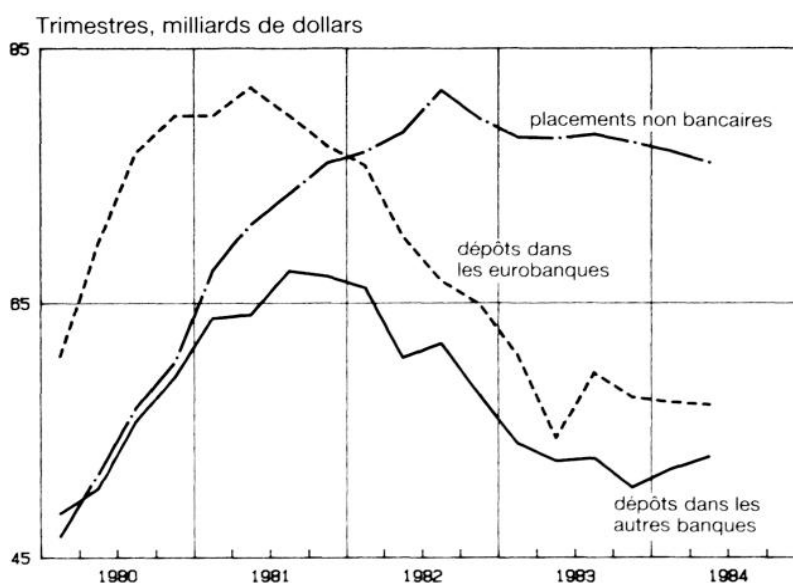


4. Les stocks de pétrodollars aux Etats-Unis

Source : Bank of England.

Il y a là une source de fragilité pour le système bancaire américain car les pétrodollars qui quittent les titres publics pour se déposer dans les banques des Etats-Unis peuvent très rapidement être transférés dans des banques d'autres pays, notamment les eurobanques.

On peut remarquer à ce titre que les placements non bancaires dans les pays OCDE autres que les Etats-Unis n'ont, eux, guère été diminués (graphique 5).



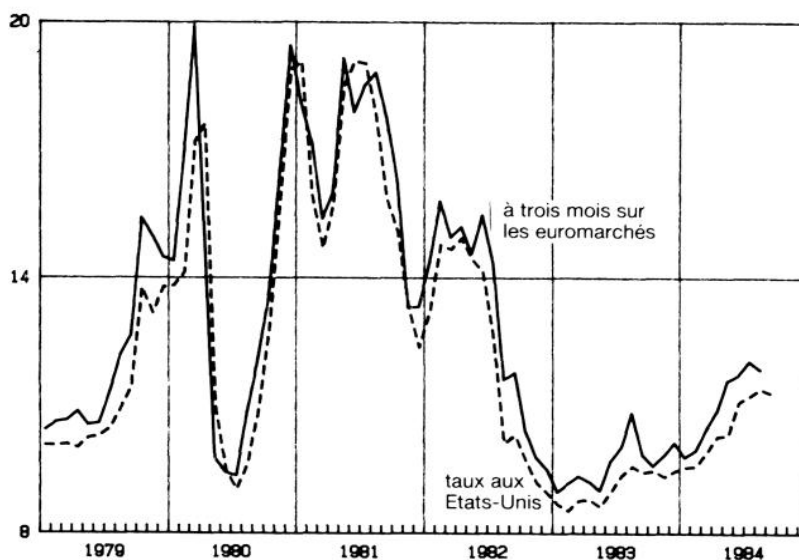
5. Les stocks de pétrodollars dans les pays de l'OCDE autres que les Etats-Unis

Source : Bank of England.

Au total, de la mi-1981 à la mi-1983 l'évolution des pétrodollars s'est soldée par d'importants retraits dans les banques OCDE non américaines, principalement dans les eurobanques. Une stabilisation a marqué les trimestres suivants.

Ces mouvements sont quasi simultanés à ceux des taux d'intérêt sur les euromarchés, qui suivent de près les taux américains (graphique 6). C'est donc que les pays de l'OPEP ont été sensibles à la rentabilité de leurs placements au cours des années récentes. Dans une période de diminution du stock de pétrodollars, la baisse des taux d'intérêt les a incités à faire porter cette diminution sur les dépôts bancaires à court terme. La remontée ultérieure des taux d'intérêt les a incités à faire porter la diminution sur d'autres types de placements, tels que les titres publics américains.

6. Comparaison des taux d'intérêt à court terme



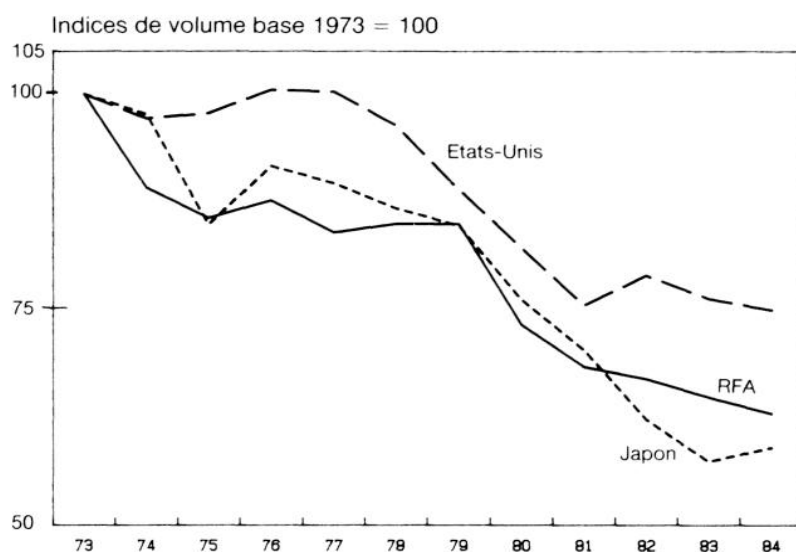
Source : Statistiques Financières de l'OCDE.

La demande de pétrole augmentera peu en 1985...

La production de pétrole du monde non socialiste a diminué de 25 % entre la fin de 1979 et la mi-1982. Le léger redressement intervenu depuis lors l'aura portée en 1984 à un niveau encore inférieur de 18 % à celui de 1979. Le jeu des trois principaux éléments ayant déterminé cette évolution ne laisse guère attendre une forte augmentation d'ici la fin de 1985 [11].

L'intensité de la consommation énergétique des pays de l'OCDE a diminué en 1974-1975, puis de 1979 à 1983 (graphique 7). Une stabilité s'observe en moyenne en 1984 et se prolongera vraisemblablement en 1985, les pays industrialisés incitant leurs agents économiques à poursuivre l'effort d'économie de pétrole, au besoin en augmentant la fiscalité afférente. Dans les PVD également cette intensité sera à peu près stable.

L'activité économique avait décliné de 1980 à 1982, la récession étant en outre plus forte dans les secteurs à consommation d'énergie élevée. La reprise amorcée aux Etats-Unis au début de 1983, en Europe et en Asie quelques mois après, puis en Amérique latine en 1984 explique la remontée de la consommation de pétrole depuis quelques trimestres. La modération probable de la croissance économique mondiale en 1985 laisse attendre pour cette année une progression de la consommation de pétrole d'environ 3 %.



7. Consommation de pétrole/PNB

Sources : AIE, estimations OFCE.

Les stocks de pétrole brut constitués par les pays de l'OCDE avaient été fortement accrus du début de 1979 au début de 1982, passant de 165 à 215 millions de tonnes (cvs) ; ils ont depuis lors été stabilisés à ce niveau. Il est peu vraisemblable que ces pays cherchent à augmenter le ratio stocks/consommation ⁽¹¹⁾, que ce soit pour des raisons de sécurité (un pays vulnérable comme le Japon étant assuré de pouvoir le cas échéant avoir recours aux stocks américains) pour anticiper une forte hausse du prix du pétrole (cette hypothèse étant actuellement peu probable). Il se pourrait même que ce ratio soit autorisé à baisser, le niveau des stocks restant constant malgré la progression de la consommation.

Les stocks ne semblent donc pas susceptibles de constituer une demande spontanément croissante de nature à provoquer une hausse des prix. A moins que toutefois un gonflement des stocks soit effectué pour enrayer la baisse des prix : les pays producteurs, au premier chef les Etats-Unis ⁽¹²⁾, pourraient tenter de soutenir ainsi les cours durant les prochains trimestres.

En définitive la demande de pétrole du monde non socialiste (consommation + variation des stocks) ne pourrait être au cours des prochains trimestres que légèrement croissante, des accélérations ponctuelles dues au jeu sur les stocks donnant à cette tendance un profil assez heurté.

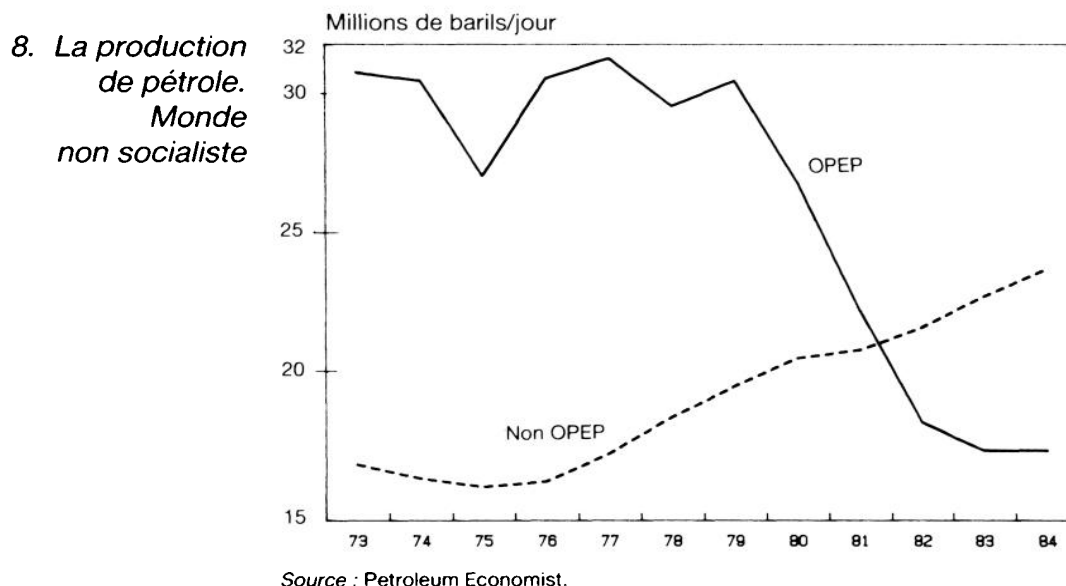
... de sorte que son prix s'inscrira plutôt à la baisse, ...

Le prix officiel du baril d'Arabian light avait culminé à 34 dollars au début de 1982. Des baisses modérées étaient ensuite intervenues avant qu'il ne chute à 29 dollars au printemps 1983.

(11) Le ratio « stocks de pétrole brut et produits pétroliers / consommation de produits pétroliers » varie d'un pays à l'autre mais, en moyenne pour l'OCDE, oscille depuis la mi-1980 entre 14 et 15 semaines.

(12) En 1984 la production de pétrole des Etats-Unis est le double de celle de l'Arabie Saoudite, le quart de la production du monde non socialiste. De nombreuses banques américaines sont plus menacées par les difficultés du secteur pétrolier aux Etats-Unis que par leurs engagements dans les PVD.

Cette évolution avait été autorisée par l'affaiblissement du pouvoir de monopole de l'OPEP. En effet, à la suite du premier choc pétrolier, la production a été accrue dans d'autres pays (principalement le Mexique et le Royaume-Uni). C'est vers ces derniers que la demande a continué à se tourner alors même qu'elle déclinait globalement, de sorte que la production de l'OPEP a été doublement pénalisée. Cette zone qui assurait 65 % de la production mondiale (non socialiste) en 1976, n'en aura fourni que 40 % en 1984 (graphique 8).



En octobre 1984 la Norvège a abaissé le prix de son pétrole brut ; elle a été promptement suivie par le Royaume-Uni, puis le Nigeria. Une réunion de l'OPEP s'est alors tenue à Genève, aboutissant à la décision de réduire la production globale de cette organisation. Mais, comme au début de 1983, la définition des quotas, puis leur respect ont posé problème, et de nouvelles baisses sont intervenues les semaines suivantes. En conséquence, malgré la stabilité du prix officiel de l'OPEP, le prix spot et les prix effectivement pratiqués ont enregistré une baisse au quatrième trimestre.

Cette évolution nominale des prix du pétrole ne peut guère être interprétée sans référence au taux de change du dollar. L'appréciation de celui-ci a en effet pour contrepartie depuis le début de 1981 une baisse du prix des produits manufacturés qui constituent la majeure partie des importations de l'OPEP (ce prix est retombé à la fin de 1984 au même niveau qu'à la mi-1978). Le pouvoir d'achat du pétrole s'accroît donc lorsque le prix en dollars reste fixe ; la diminution de 2 dollars affectant en moyenne les prix effectifs du pétrole au dernier trimestre 1984 a simplement ramené le pouvoir d'achat du pétrole à son niveau du début d'année. C'est l'une des raisons pour lesquelles les pays producteurs ne se sont pas opposés aux baisses de prix que souhaitaient les pays importateurs de pétrole et vers quoi tendaient les forces du marché.

Les prévisions relatives au prix du pétrole ne peuvent guère s'affranchir des hypothèses concernant la monnaie américaine. Si le dollar se maintenait à un niveau élevé en 1985⁽¹³⁾ le prix du baril pourrait s'établir, à travers des

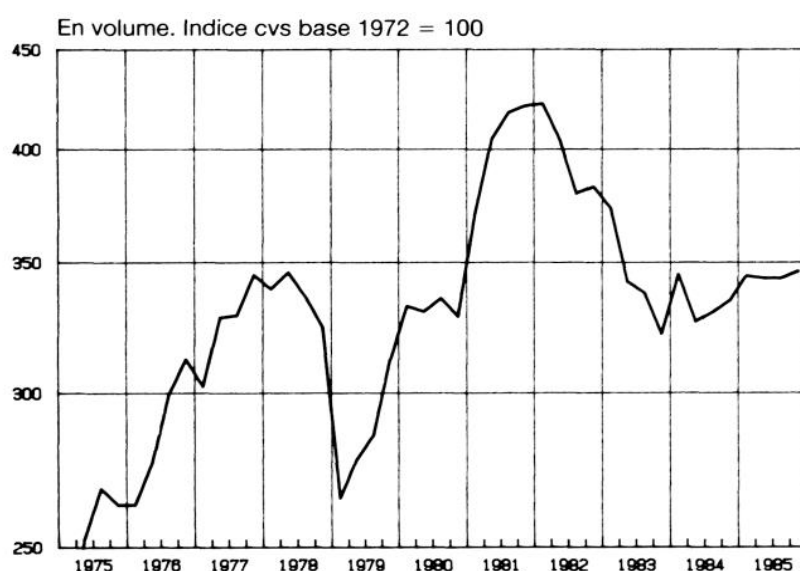
(13) Conformément au scénario décrit dans la chronique de conjoncture internationale, revue de l'OFCE, n° 9, octobre 1984.

fluctuations de court terme, à un niveau de 27-28 dollars qui assurerait le maintien de son pouvoir d'achat. Si en revanche le dollar venait à se déprécier, il n'est pas impossible que le prix du baril libellé en dollar augmente sous l'effet d'une croissance de la demande impulsée par la baisse de son prix réel. Le délai de réaction serait toutefois long. Ce mécanisme de marché pourrait être précédé par une croissance des stocks dans les pays industrialisés dont la monnaie s'apprécierait par rapport au dollar. Mais le marché étant favorable aux acheteurs, une perte de pouvoir d'achat affecterait en tous les cas l'OPEP dans un premier temps.

Une dernière hypothèse ne peut être écartée : celle de nouvelles baisses du prix en 1985 s'accompagnant cette fois-ci d'une détérioration prononcée du pouvoir d'achat de l'OPEP. Cela se produirait si la cohésion de l'OPEP disparaissait complètement, certains de ses membres (Nigeria, Iran, Irak) cherchant à se procurer des recettes additionnelles en abaissant leurs prix pour augmenter les quantités sans respecter les quotas.

Les hypothèses considérées ici comme les plus probables pour 1985 sont au total :

- un léger accroissement de la demande mondiale de pétrole permettant une stabilité des quantités exportées par l'OPEP ;
- une oscillation du prix du baril aux environs de 27-28 dollars ;
- une légère augmentation des importations en volume de l'OPEP poursuivant la tendance amorcée au début de 1984 (graphique 9) se traduisant par une quasi stabilité des importations en dollars ;
- une légère dégradation du solde des invisibles, malgré la réduction des importations de services, imputable à la diminution des recettes d'intérêt (les pays désormais déficitaires tels que l'Arabie continuant à réduire leurs placements, tandis que les taux d'intérêt baisseraient).



9. Les importations de l'OPEP

Sources : OCDE, GATT, estimations OFCE

En conséquence le déficit de la balance courante de l'OPEP, après s'être stabilisé en 1984, s'accroîtrait un peu en 1985 pour approcher — 40 milliards de dollars, soit une situation comparable à celle de 1983. A l'époque la configuration des soldes courants des différents pays de l'OPEP et les erreurs

statistiques avaient fait correspondre à ce déficit une diminution de 20 milliards de dollars du stock des pétrodollars. C'est sans doute un tel ordre de grandeur qu'il faut attendre pour 1985, après, une diminution nettement moins importante (5 à 10 milliards) en 1984.

Cela risque d'amplifier les mouvements de change plus que de réellement perturber les financements internationaux

Une contraction de 20 milliards de dollars en un an (de la fin de 1984 à la fin de 1985) serait comparable à celle qui s'est produite du début de 1982 au début de 1984. Deux scénarios peuvent être envisagés pour apprécier ses conséquences.

Une première hypothèse est la reconduction des comportements passés, c'est-à-dire un retrait massif des dépôts en banques autres que celles des Etats-Unis.

Une diminution de 20 milliards de dollars des dépôts auprès des eurobanques est théoriquement possible, puisque ceux-ci atteignaient 50 milliards en 1984. Comme l'ensemble des dépôts auprès des eurobanques se montait à 500 milliards, une telle diminution n'en représenterait que 6 %. En outre les dépôts auprès des eurobanques ne sont qu'une partie de la liquidité internationale globale. Celle-ci inclut également les dépôts privés des non-résidents auprès des banques sises aux Etats-Unis, et les réserves officielles déposées aux Etats-Unis. En conséquence 20 milliards ne représenteraient que 4 % de la liquidité internationale globale.

Cet ordre de grandeur est modéré et deux autres considérations tendent à minimiser l'impact déflationniste que ce retrait de pétrodollars pourrait exercer. D'une part d'autres capitaux (notamment japonais) pourraient compenser cette perte, au moins en partie. D'autre part la diminution des pétrodollars a pour cause la réduction du déficit des paiements courants d'autres zones, et donc pour contrepartie la réduction de leurs besoins de financement. En ce sens la compression des moyens de paiement internationaux accompagne la réduction des déséquilibres globaux et n'est donc pas inquiétante.

Il est toutefois malaisé d'affirmer que des mouvements de capitaux marginaux n'exerceraient que des conséquences mineures, étant donné le caractère souvent cumulatif des mécanismes à l'œuvre. Des effets de seuils et de cercles vicieux risquent de jouer et notamment d'aviver les problèmes de financement des PVD.

Une seconde hypothèse, sans doute un peu plus vraisemblable, est que les flux observés en 1982-1983 connaîtront en 1985 une déformation de leur importance relative.

Il n'est en effet pas certain qu'après avoir diminué de 40 milliards de dollars entre la mi-1981 et la fin de 1984 leur stock de dépôts dans les banques non américaines les pays de l'OPEP souhaitent les amputer de 25 à 30 milliards de dollars additionnels en l'espace d'un an. Cela impliquerait en effet qu'ils continuent à déplacer une partie de leur épargne liquide vers les Etats-Unis, concentrant ainsi de manière accusée leurs avoirs dans un seul pays, ce qui crée notamment un risque de dépendance en cas de conflit politique. Cela impliquerait

également qu'ils abaissent considérablement le montant de leur épargne liquide totale en conservant inchangés les placements longs, se plaçant là aussi dans une situation de vulnérabilité économique et politique accrue. Deux modifications semblent donc susceptibles de se produire :

Une partie des placements non bancaires pourrait être liquidée, notamment une partie des titres publics américains. Certes des mesures ont été récemment prises par les Etats-Unis pour attirer les capitaux étrangers sur ces titres, mais les pays de l'OPEP pourraient être peu présents parmi les acheteurs, alors même que les titres qu'ils détiennent actuellement arrivent à échéance. En outre certains titres de propriété industriels et immobiliers détenus aux Etats-Unis, au Japon et en Europe pourraient être vendus.

Le gonflement des dépôts bancaires aux Etats-Unis pourrait s'interrompre, et même laisser place à une diminution, celle-ci ne pouvant plus porter, en raison des masses en jeu, sur les seules banques non américaines.

Dans ces conditions, quoique correspondant à une résorption partielle des déficits extérieurs de certains pays industrialisés et PVD, la diminution du stock de pétrodollars pourrait être perturbatrice. En effet cette diminution ne se produira pas nécessairement dans les pays qui amélioreront leurs soldes extérieurs ; bien au contraire, elle risque d'aggraver les déséquilibres internes à l'OCDE. Les mouvements risquent en outre d'être affectés de fortes fluctuations de court terme dictées par des considérations de rentabilité immédiate, provoquées notamment par les mouvements des taux d'intérêt.

Il est donc à craindre que les pétrodollars fassent preuve d'une mobilité plus grande encore qu'au cours des années récentes, et que cela contribue à accentuer le caractère erratique des mouvements du taux de change américain.

Conclusion

L'appréhension majeure suscitée par l'apparition de surplus pétroliers en 1974 concernait l'économie réelle, par le biais d'enchaînements récessionnistes [10]. Les pays importateurs de pétrole ne firent pas le meilleur usage de ces surplus, au demeurant moins abondants que ne l'avaient laissé penser les estimations initiales. Lorsque le second choc pétrolier se produisit, ce fut dans un contexte de déséquilibres réels et financiers qui s'accompagnaient d'une accélération de l'inflation mondiale.

Le comportement des pays de l'OPEP, sans s'être fondamentalement modifié, a toutefois marqué des inflexions depuis 1974. Dans un premier temps les pays ont tenté d'utiliser leurs excédents pour accroître leur rôle politique et économique international. Dans un second ils ont pris conscience de la précarité de leur situation ; le gel des avoirs iraniens les a incités à diversifier leurs placements. Les dernières années, et plus particulièrement depuis l'apparition d'un déficit, le souci jusque-là présent mais désormais prioritaire est celui de la rentabilité.

Cette recherche de rentabilité accroît le caractère instable de capitaux placés pour une large part à court terme, et très sensibles à la fois aux différentiels de

taux d'intérêt et aux anticipations de change. Il est donc à craindre que la diminution du stock de pétrodollars au cours des prochains trimestres s'accompagne de perturbations sur les marchés financiers internationaux, et notamment de l'amplification des mouvements de change en fonction des lieux et des monnaies entre lesquels les capitaux seront déplacés.

Références bibliographiques

- [1] Ph. AROYO, « Les surplus des pays pétroliers : leur rôle dans le financement de l'économie internationale ». Mémoire de DEA sous la direction de Raymond Barre. Paris, 1984.
- [2] Bank of England, *Quarterly Bulletin*.
- [3] A. CANCES, « Les pétrodollars en France », Intervalle/Fayolle, 1978.
- [4] P. FELLOWES, « OPEC, Third World and International Finance », *Optima 1*, 1978.
- [5] M. FOUET, « Les avenir inégalement sombres des PVD », *Revue de l'OFCE*, n° 7, 1^{er} trimestre 1984.
- [6] *Fuji Bank Bulletin*, « The Oil Money Flow and its Recycling », mai 1980.
- [7] B. KARBASSIOUN, « The Impact of OPEC and the Question of Surplus Financial Assets », *OPEC bulletin*, janvier 1982.
- [8] OCDE, *Rapport annuel du Comité d'Aide au Développement*.
- [9] J. OLIVEIRA-MARTINS et C. LEROY, « Les désajustements mondiaux des balances des paiements », *Revue du CEPII*, n° 17, 1^{er} trimestre 1984.
- [10] *Revue d'Economie Politique*, janvier-février 1976.
- [11] Ph. SIGOGNE, « Pétrole : un repli stratégique », *Revue de l'OFCE*, n° 4, juin 1983.
- [12] WOHLERS-SHARF TRAUTE, « Les banques arabes et islamiques », OCDE, 1983.