

# LES CRÉDITS INTERNATIONAUX OCTROYÉS AUX ÉCONOMIES DE MARCHÉ ÉMERGENTES PENDANT LA CRISE DE LA COVID-19

---

## Stefan AVDJIEV

---

Conseiller pour la stabilité financière  
Banque des règlements internationaux

## Bat-el BERGER

---

*Data scientist* principal  
Banque des règlements internationaux

## Hyun Song SHIN

---

Conseiller économique et directeur de la Recherche  
Banque des règlements internationaux

NB : Les opinions exprimées sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement celles de la Banque des règlements internationaux.



Alors que la pandémie de Covid-19 déferlait sur la planète au premier semestre 2020, les prêts bancaires internationaux octroyés aux économies de marché émergentes (EME) ont étonnamment bien résisté, en particulier si l'on compare avec la période de tensions qu'ont connue les EME en 2015 et lors la crise financière de 2008. Les auteurs se sont basés sur les statistiques financières internationales de la Banque des règlements internationaux (BRI) pour apporter un éclairage sur ce qui différencie l'épisode de Covid-19 de crises précédentes. Contrairement à ce qui s'était passé pendant la crise financière de 2008, le secteur bancaire n'a pas été au cœur des tensions financières lors de la crise de la Covid-19 survenue en mars 2020. Les indicateurs classiques de vulnérabilité, tels que la part des prêts internationaux à court terme, n'ont émis aucun signal significatif pendant la période de crise sanitaire. En revanche, le canal financier des taux de change a eu un impact sensible sur les prêts internationaux sur cette période. L'importance de ce canal a considérablement augmenté au cours de la dernière décennie, sur fond d'accumulation rapide de la dette en dollars dans les EME.

**A** lors que la pandémie de Covid-19 déferlait sur la planète au premier semestre 2020, les crédits internationaux aux économies de marché émergentes (EME) ont étonnamment bien résisté. Cette situation contraste fortement avec les baisses sensibles observées lors de la période de tensions affectant les EME en 2015 ou de la crise financière de 2008. Les prêts bancaires internationaux, notamment, qui se trouvaient à l'épicentre des deux crises précédentes, sont restés remarquablement stables pendant la crise liée à la Covid-19 en 2020.

Cet article, qui s'appuie sur les statistiques bancaires internationales (*international banking statistics* – IBS) et sur les indicateurs de la liquidité mondiale (*global liquidity indicators* – GLI) de la Banque des règlements internationaux (BRI), apporte un éclairage sur ce qui distingue la crise de la Covid-19 des crises précédentes. Nous établissons que les indicateurs classiques de vulnérabilité, tels que la part des créances à court terme dans les prêts bancaires internationaux, n'ont émis aucun signal significatif pendant cette crise sanitaire. En revanche, le canal financier des taux de change a eu un impact sensible sur les prêts internationaux au cours de cette période. Nous estimons que l'importance de ce canal a considérablement augmenté au cours de la dernière décennie, sur fond d'augmentation rapide de la dette en dollars (USD) dans les EME depuis la crise financière de 2008.

Nos conclusions illustrent l'importance des mesures sans précédent prises par la Réserve fédérale, lesquelles ont notamment permis d'éviter une forte appréciation du dollar, et donc de limiter l'effet négatif qu'une appréciation de cette devise aurait eu sur les conditions financières mondiales au travers du canal financier des taux de change.

## 1 Sources des données

Notre analyse repose sur les IBS et sur les GLI de la BRI. Les IBS de la BRI se répartissent en deux catégories principales : les statistiques bancaires territoriales (*locational banking statistics* – LBS) et les statistiques bancaires consolidées (*consolidated banking statistics* – CBS)<sup>1</sup>. Les LBS, comme leur nom l'indique, organisent l'information en fonction du pays de résidence des banques déclarantes. La compilation de ces statistiques s'effectue conformément aux principes de la balance des paiements. Sous ce titre général, cet ensemble de données s'articule autour de deux dimensions principales : les positions en fonction du pays de résidence des banques déclarantes et en fonction de la nationalité des banques déclarantes, c'est-à-dire en fonction de la juridiction dont relèvent les sièges sociaux des banques. Ainsi, par exemple, les LBS par pays de résidence mettent en lumière les créances transnationales des banques qui opèrent au Japon sur des emprunteurs situés dans le reste du monde. Un exemple

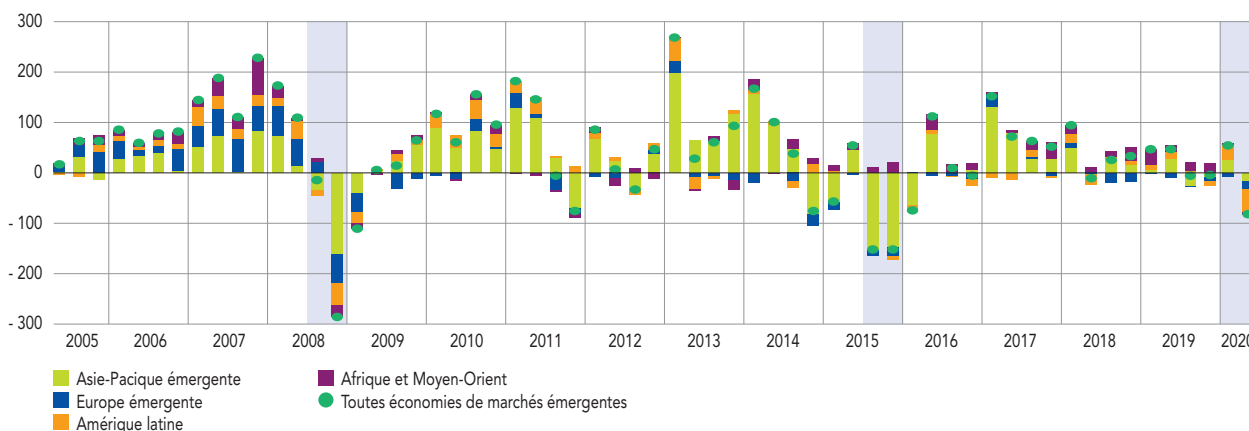
de statistiques bancaires territoriales par nationalité est celui des créances transnationales des banques japonaises (c'est-à-dire des banques ayant leur siège au Japon), où qu'elles soient implantées dans le monde, sur des emprunteurs du reste du monde. Dans les deux cas (LBS par résidence et par nationalité, les positions ne sont pas consolidées dans le sens où les créances entre agences d'un même établissement bancaire (positions intrabancaires) ne sont pas compensées. En revanche, s'agissant des CBS de la BRI, les positions intragroupes sont compensées. Les CBS se répartissent également selon deux dimensions principales : les créances sur une contrepartie immédiate et les créances sur un garant. Pour illustrer la différence entre les deux approches statistiques, prenons l'exemple d'une banque coréenne qui octroie à un emprunteur en Chine un prêt garanti par une banque japonaise. Sur la base de la contrepartie immédiate, le prêt est donc enregistré en tant que créance des banques coréennes sur la Chine, tandis que sur la base du garant, il est enregistré en tant que créance des banques coréennes sur le Japon.

Dans cet article, nous nous intéressons principalement aux créances transnationales enregistrées dans les LBS et aux créances internationales enregistrées dans les CBS. Les créances transnationales sont des créances entre résidents et non-résidents au sens des comptes de la balance des paiements. Par exemple, une créance enregistrée par une banque au Japon sur une contrepartie résidant hors du Japon est classée comme créance transnationale. Les créances internationales sont la somme des créances transnationales et des créances locales en devises étrangères. Par exemple, les créances internationales des banques japonaises sur des contreparties en Corée comprennent les créances transnationales des banques japonaises hors de Corée sur des emprunteurs en Corée, plus les prêts locaux en Corée octroyés par les banques japonaises dans toute autre devise que le won coréen.

Le fait de regrouper les LBS et les CBS permet d'apporter des éclairages complémentaires sur les tendances bancaires. Associés à bon escient, ces deux ensembles de statistiques peuvent s'avérer très instructifs. Certaines mises en garde s'imposent toutefois également. Les chiffres des LBS et des CBS ne peuvent pas être comparés directement. Trois raisons à cela, dont deux ont déjà été évoquées ci-dessus : i) les positions figurant dans les CBS sont par définition consolidées, contrairement à celles des LBS, et ii) la définition des créances transnationales reprises dans les LBS diffère de celles des créances internationales figurant dans les CBS. Enfin, les pays qui communiquent des LBS sont plus nombreux que ceux qui fournissent des CBS. Il est important de garder ces trois différences à l'esprit, en particulier lorsque l'on compare des chiffres d'un même prêteur ou concernant un même emprunteur.

## G1 Créances transnationales sur les économies de marché émergentes, par région de la contrepartie

a) Variations trimestrielles ajustées  
(en milliards de dollars)



Notes : Les créances transnationales sur les économies de marché émergentes sont ajustées des ruptures de séries et des fluctuations des taux de change. Les taux de croissance en glissement annuel sont calculés sur la base des variations ajustées des quatre trimestres précédents. Les zones grisées correspondent aux périodes de crise des marchés financiers : crise financière de 2008, période de tensions affectant les EME en 2015 et pandémie de Covid-19 en 2020. Source : Banque des règlements internationaux (BRI) – statistiques bancaires territoriales (locational banking statistics – LBS) par lieu de résidence.

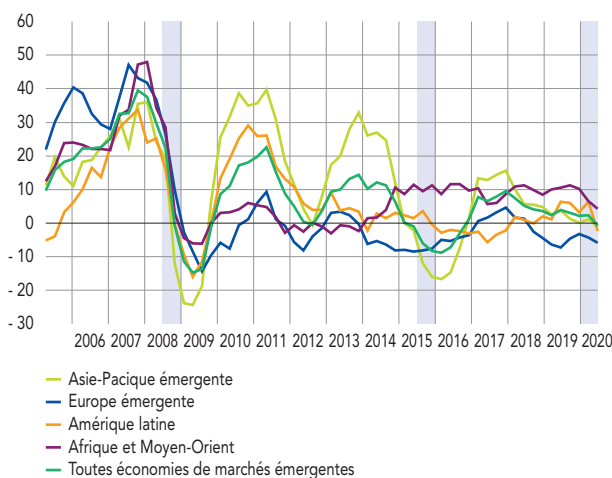
Nous utilisons les GLI de la BRI pour obtenir des informations sur le montant total du crédit en dollars accordé à des résidents dans les EME. Ces données tiennent compte des crédits aux emprunteurs non bancaires octroyés par des établissements domestiques ou étrangers. Le montant total du crédit est défini comme la somme des prêts bancaires accordés à des emprunteurs non bancaires et des titres de créance émis par des émetteurs non bancaires (BRI, 2015).

## 2 Dynamique du crédit international : comparaison entre la crise de la Covid-19 et les crises antérieures

Il ressort des LBS de la BRI que les prêts bancaires transnationaux à des EME pendant la phase initiale de la pandémie de Covid-19 ont été beaucoup plus stables que lors de la crise financière de 2008 et de la période de tensions affectant les EME en 2015. Les créances transnationales des banques sur les EME ont baissé d'environ 30 milliards de dollars seulement (– 1 %) au premier semestre 2020 (cf. graphique 1a). En comparaison, elles avaient chuté de 300 milliards de dollars au second semestre 2015 (– 8 %) et durant les six derniers mois de 2008 (– 11 %). Le ralentissement (de + 2 % à – 1 %) du taux de croissance annuel des prêts internationaux aux EME au premier semestre 2020 est également nettement plus modéré que les ralentissements correspondants observés en 2015 (de – 1 % à – 9 %) et lors de la crise de 2008 (de + 30 % à – 1 % ; cf. graphique 1b).

## G1 Créances transnationales sur les économies de marché émergentes, par région de la contrepartie

b) Croissance en glissement annuel  
(en %)



Notes : Les créances transnationales sur les économies de marché émergentes sont ajustées des ruptures de séries et des fluctuations des taux de change. Les taux de croissance en glissement annuel sont calculés sur la base des variations ajustées des quatre trimestres précédents. Les zones grisées correspondent aux périodes de crise des marchés financiers : crise financière de 2008, période de tensions affectant les EME en 2015 et pandémie de Covid-19 en 2020. Source : Banque des règlements internationaux (BRI) – statistiques bancaires territoriales (locational banking statistics – LBS) par lieu de résidence.

1 La description des LBS et des CBS de la BRI dans cette section est fortement inspirée d'Avdjiev et al. (2018).

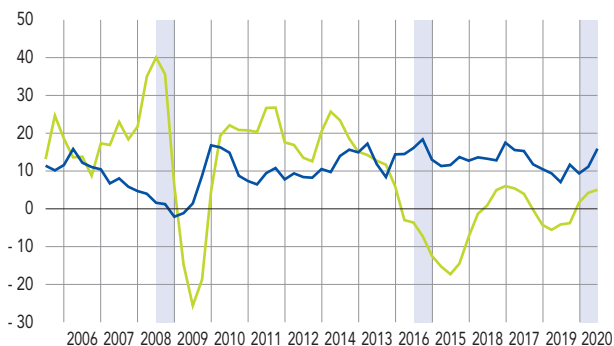
Les statistiques globales des prêts bancaires transnationaux aux EME masquent d'importantes disparités selon les régions émergentes : les créances sur l'Amérique latine et les Caraïbes ont ainsi baissé de 12 milliards de dollars au premier semestre 2020, et celles sur l'Europe émergente ont diminué de 23 milliards, tandis que les créances sur les pays émergents asiatiques ont légèrement augmenté (de 8 milliards). À titre de comparaison, les créances sur les pays émergents asiatiques avaient chuté de près de 300 milliards de dollars en 2015 (- 16 %) et de près de 200 milliards de dollars (USD) lors de la crise financière de 2008 (- 21 %). De même, le taux de croissance annuel des prêts à la région (- 1 % à mi-2020) pendant la crise liée à la Covid-19 a nettement mieux résisté que lors des deux crises précédentes (- 16 % à fin 2015 et - 12 % à fin 2008).

Les GLI de la BRI montrent que le montant total des crédits en dollars octroyés aux EME (autre mesure importante du crédit international) ont bien résisté au premier semestre 2020. Les émissions obligataires en dollars restent nettement supérieures aux prêts bancaires dans toutes les régions émergentes. Cette situation peut s'interpréter comme une extension de la « deuxième phase de la liquidité mondiale », à savoir l'évolution de l'intermédiation financière observée depuis la crise financière de 2008 qui voit la part des banques diminuer en faveur des marchés de capitaux, en particulier au travers des émissions de titres à revenu fixe (Shin, 2013). Le graphique 2 présente le taux de croissance des prêts bancaires (courbes vertes) et des obligations (courbes bleues) en dollars pour les trois régions émergentes dans lesquelles le dollar constitue la principale devise dans laquelle sont libellés les crédits en monnaies étrangères<sup>2</sup>. Malgré les turbulences financières causées par la pandémie, le taux de croissance des obligations libellées en dollars a fortement augmenté dans toutes les EME sauf dans la partie émergente de l'Europe, où l'euro joue un rôle plus important que le dollar. Il apparaît que la forte progression des émissions obligataires a été principalement alimentée par les entreprises non financières, qui ont tiré parti des programmes d'achat d'obligations d'entreprises par les banques centrales non seulement pour couvrir leurs besoins de liquidités, mais également pour accroître leurs coussins de trésorerie (Goel et Serena, 2020).

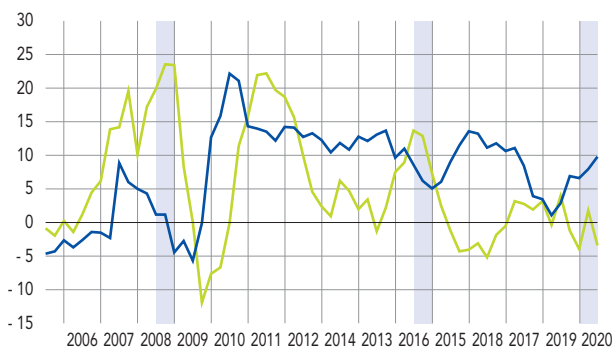
Bien que la composante « prêts » des crédits en dollars octroyés aux EME ait été moins importante que la composante obligataire, ses taux de croissance annuels sont également restés très supérieurs aux niveaux observés lors de la crise financière de 2008 et de la période de tensions touchant les EME en 2015<sup>3</sup>. C'est dans la partie émergente de l'Asie que cette tendance est la plus nette (cf. graphique 2a). Les taux de croissance des prêts bancaires à la zone Afrique et Moyen-Orient et à l'Amérique latine

## G2 Crédit en dollars à des emprunteurs non bancaires dans certaines régions émergentes (en %, croissance en glissement annuel)

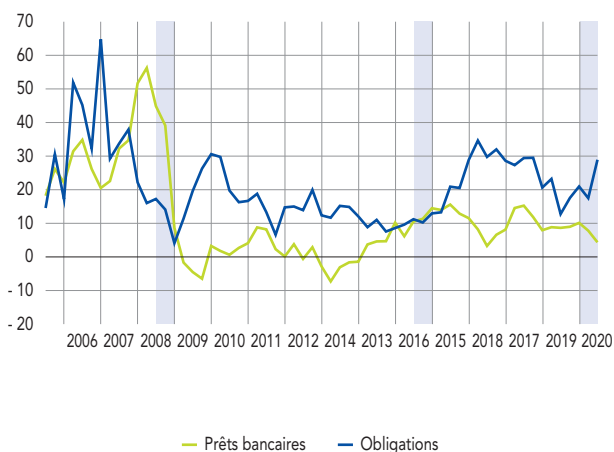
### a) Asie-Pacifique émergente



### b) Amérique latine



### c) Afrique et Moyen-Orient



Note : Les zones grisées correspondent aux périodes de crise : crise financière de 2008, période de tensions affectant les EME en 2015 et pandémie de Covid-19 en 2020.  
Source : Banque des règlements internationaux (BRI) – indicateurs de la liquidité mondiale.

pendant la crise de la Covid-19 ont été légèrement inférieurs à ceux observés pendant la période de tensions de 2015 (qui avait eu peu d'impact sur ces deux régions). Toutefois, dans les deux cas, les taux de croissance ont été sensiblement plus élevés en 2020 que pendant la crise financière de 2008.

### 3 Les déterminants des prêts transnationaux aux EME pendant la pandémie de Covid-19

Les travaux de recherche existants ont identifié plusieurs facteurs liés à la variation, au niveau des pays, des créances bancaires transnationales sur les EME pendant la crise de la Covid-19 (Hardy et Takats, 2020). Plus concrètement, les prêts transnationaux sont restés plus stables pour les EME affichant des niveaux plus élevés d'activité économique, des vulnérabilités financières préexistantes plus modérées et des mesures de confinement plus strictes. En outre, les prêts ont été plus stables pour les EME qui ont eu tendance à emprunter principalement auprès de systèmes bancaires mieux capitalisés et ayant octroyé davantage d'engagements de crédit.

Cette section étudie d'autres déterminants potentiels des prêts transnationaux aux EME pendant la crise de la Covid-19. Le premier est la part des prêts internationaux à court terme octroyés à une EME donnée, un facteur associé à des contractions du crédit international lors de crises antérieures (Avdjiev, Berger et Shin, 2018). Le deuxième déterminant potentiel est le taux de change du dollar, qui s'est avéré être un facteur important des flux de crédit internationaux au travers du canal financier des taux de change (Bruno et Shin, 2015b; Hofmann *et al.*, 2019; et Avdjiev *et al.*, 2019b).

La part des prêts internationaux à court terme n'a pas constitué un facteur aussi important durant la pandémie que lors des deux crises précédentes (cf. graphique 3). La forte corrélation existant entre la part des prêts internationaux à court terme juste avant la crise financière mondiale et la contraction du crédit bancaire international durant cette crise (cf. graphique 3a) s'est maintenue, quoique dans une moindre mesure, lors de la période de tensions touchant les EME en 2015 (cf. graphique 3b). En revanche, on n'observe aucune corrélation négative pendant la crise de la Covid-19 (cf. graphique 3c).

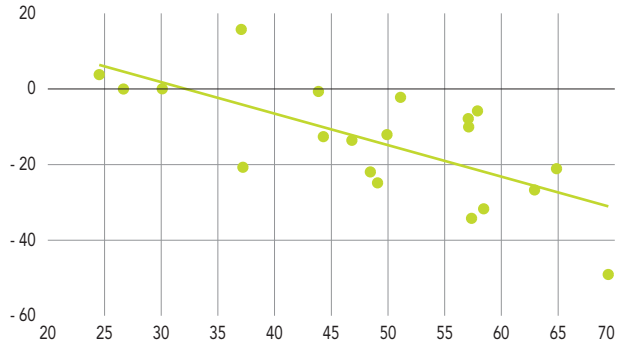
2 Dans la quatrième région émergente, l'Europe émergente, le crédit en devises étrangères est principalement libellé en euros : <https://www.bis.org/>

3 Dans le contexte des indicateurs de la liquidité mondiale, les prêts bancaires en dollars (USD) comprennent à la fois les prêts transnationaux et les prêts octroyés localement.

**G3** Part des créances à court terme dans les prêts internationaux pendant certaines périodes de crise, pour les vingt premières EME

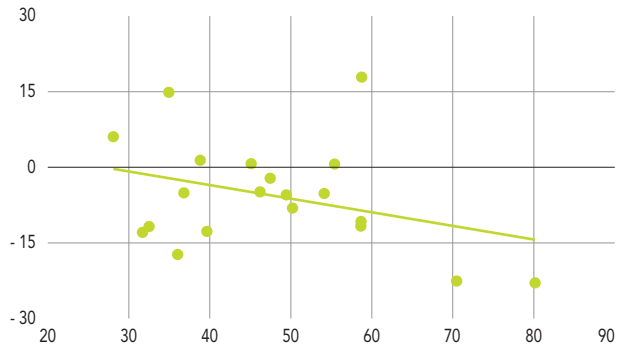
**a) Crise financière de 2008**

(%, axes des abscisses : part des prêts à court terme à fin juin 2008, axe des ordonnées : variation des créances internationales au S2 2008)



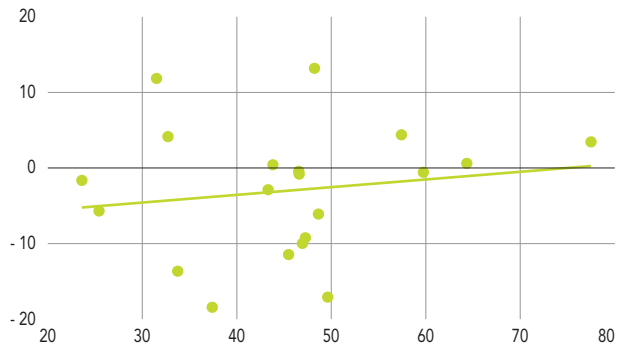
**b) Période de tensions affectant les EME en 2015**

(%, axes des abscisses : part des prêts à court terme à fin juin 2015, axe des ordonnées : variation des créances internationales au S2 2015)



**c) Crise de la Covid-19**

(%, axes des abscisses : part des prêts à court terme à fin décembre 2019, axe des ordonnées : variation des créances internationales au S1 2020)



Note : La sélection des vingt premières économies de marché émergentes (EME) est effectuée sur la base des plus importantes EME contreparties de créances transnationales à fin juin 2020 : Émirats arabes unis, Brésil, Chili, Chine, République tchèque, Hongrie, Indonésie, Inde, Corée du Sud, Mexique, Malaisie, Pologne, Qatar, Russie, Arabie saoudite, Thaïlande, Turquie, Taiwan, Vietnam et Afrique du Sud.

Source : Banque des règlements internationaux (BRI) – statistiques bancaires consolidées en contrepartie immédiate (CBS/IC).

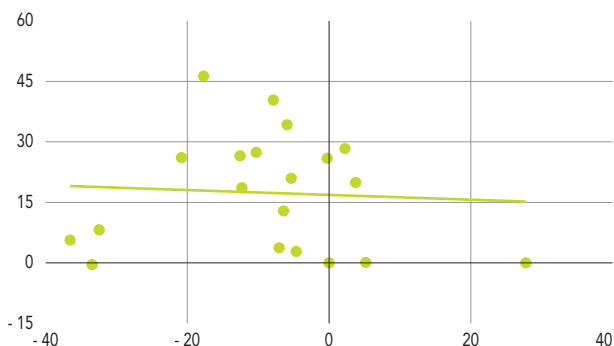
Le taux de change du dollar a constitué un déterminant majeur des prêts transnationaux aux EME pendant la crise de la Covid-19 (cf. graphique 4). Plus précisément, plus la devise d'une EME s'est dépréciée par rapport au dollar, plus les prêts transnationaux à cette EME ont baissé pendant le premier semestre 2020 (cf. graphique 4c). En outre, cette relation négative semble s'être renforcée par rapport à la période de tensions affectant les EME en 2015 (cf. graphique 4b) et à la crise financière de 2008 (cf. graphique 4a).

Ces relations négatives constituent la matérialisation du canal financier des taux de change (Bruno et Shin, 2015a; Hofmann *et al.*, 2019; et Avdjiev *et al.*, 2019b). Lorsqu'il existe un risque de disparités de valorisation dans les bilans des emprunteurs en raison des fluctuations des taux de change, la faiblesse du dollar renforce le bilan des emprunteurs en dollars, puisque le passif diminue relativement à l'actif. Du point de vue des créanciers, le renforcement de la position de crédit des emprunteurs réduit les risques extrêmes dans le portefeuille de prêts et libère une capacité additionnelle d'octroi de crédit même si l'exposition est soumise à une limite définie par une contrainte relative à la valeur à risque (VaR) ou au capital économique.

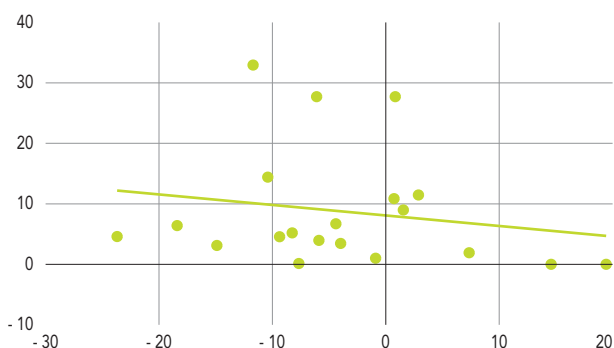
Il est attesté que le canal des taux de change a une incidence notable non seulement sur les conditions financières, mais également sur les performances macroéconomiques. Hofmann et Park (2020) montrent qu'une appréciation de l'indice du dollar freine la croissance dans les EME et que cet effet est amplifié dans les économies fortement endettées en dollars. Avdjiev *et al.* (2019a) montrent qu'une appréciation du dollar est associée non seulement à une réduction des flux de crédits bancaires transnationaux, mais également à une diminution de l'investissement réel dans les EME.

**G4 Taux de change du dollar et prêts bancaires transnationaux pendant certaines périodes de crise, pour les vingt premières EME**  
(%, axe des abscisses : variation des créances transnationales, axe des ordonnées : variation du taux de change)

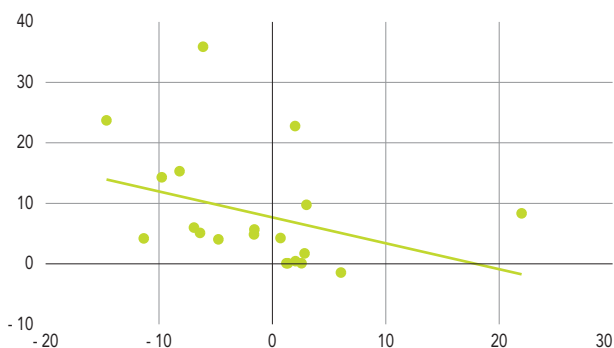
a) Crise financière de 2008, S2 2008



b) Période de tensions affectant les EME en 2015, S2 2015



c) Crise du Covid-19, S1 2020



Note : La sélection est effectuée sur la base des vingt plus importantes EME qui sont des contreparties de créances transnationales à fin juin 2020 : Émirats arabes unis, Brésil, Chili, Chine, République tchèque, Hongrie, Indonésie, Inde, Corée du Sud, Mexique, Malaisie Pologne, Qatar, Russie, Arabie saoudite, Thaïlande, Taïwan, Vietnam et Afrique du Sud.

Source : Banque des règlements internationaux (BRI) – statistiques des taux de change nominaux et statistiques bancaires territoriales (locational banking statistics – LBS) par résidence.



Le canal financier des taux de change a gagné en vigueur au fil du temps. Comme évoqué ci-dessus, la relation entre le taux de change du dollar et les prêts transnationaux aux EME a été beaucoup plus forte pendant la crise de la Covid-19 que pendant la période de tensions affectant les EME en 2015 et la crise financière de 2008. Cette évolution est probablement due au fait que le niveau de la dette en dollars des EME a rapidement augmenté au cours de la dernière décennie et représentait environ 4 000 milliards à la veille de la crise sanitaire (cf. graphique 5), ce qui a vraisemblablement exacerbé les asymétries des devises dans les bilans des emprunteurs des EME, avec pour corollaire un renforcement du canal financier des taux de change.

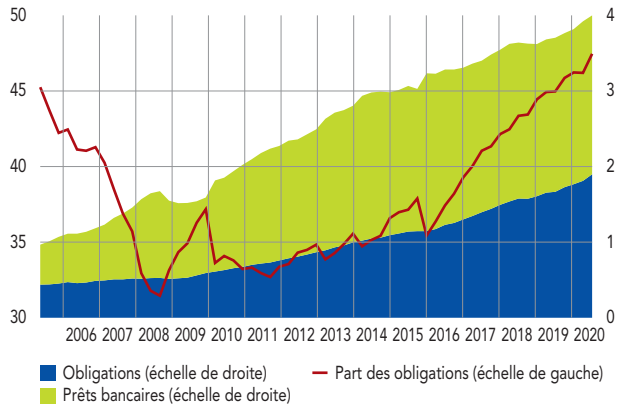
Dans ce contexte, les politiques mises en œuvre par les banques centrales des économies avancées ont joué un rôle crucial dans l’allègement des tensions financières dans les EME. Ainsi, lorsque les tensions sur les marchés *offshore* du dollar (USD) sont devenues extrêmement fortes en mars 2020, la Réserve fédérale a décidé de réactiver et d’étendre ses accords de *swap* de liquidité en dollars avec plusieurs autres banques centrales (Federal Reserve Board, 2020). Cette décision a très probablement empêché une vive appréciation du dollar qui aurait entraîné une forte contraction des prêts bancaires internationaux aux EME au travers du canal financier des taux de change.

Plusieurs autres facteurs font que la crise de la Covid-19 se démarque de crises antérieures (Aguilar et Cantú, 2020). Tout d’abord, les EME se trouvaient dans le creux du cycle économique, ce qui a permis à ces pays de détendre leur politique monétaire. En outre, les mesures énergiques d’assouplissement monétaire dans les économies avancées ont accru la marge de manœuvre des EME en matière de détente des taux d’intérêt. Enfin, les changements structurels dans les EME ont amélioré l’ancrage de l’inflation et limité l’incidence des taux de change.

## G5 Crédit libellé en dollar octroyé à des emprunteurs non bancaires dans les EME

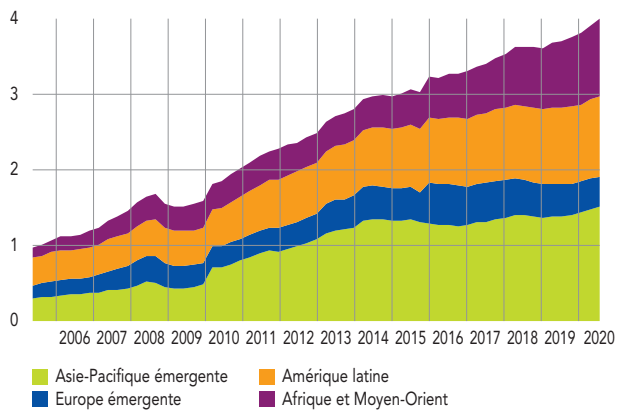
### a) Par instrument

(échelle de gauche : en %, échelle de droite : encours en milliers de milliards de dollars)



### b) Par région de contrepartie

(en milliers de milliards de dollars)



Source : Banque des règlements internationaux (BRI) – indicateurs de la liquidité mondiale.

# BIBLIOGRAPHIE

## **Aguilar (A.) et Cantú (C.) (2020)**

« Monetary policy response in emerging market economies : why was it different this time ? », *Bulletin de la Banque des règlements internationaux*, n° 32 : <https://www.bis.org/>

## **Avdjiev (S.), Berger (B.) et Shin (H. S.) (2018)**

« Gauging procyclicality and financial vulnerability in Asia through the BIS banking and financial statistics », *document de travail de la Banque des règlements internationaux*, n° 735 : <https://www.bis.org/>

## **Avdjiev (S.), Bruno (V.), Koch (C.) et Shin (H. S.) (2019a)**

« The dollar exchange rate as a global risk factor : evidence from investment », *Economic Review du Fonds monétaire international*, vol. 67, n° 1, p. 151-173, février : <https://link.springer.com/>

## **Avdjiev (S.), Du (W.), Koch (C.) et Shin (H. S.) (2019b)**

« The dollar, bank leverage and the deviation from covered interest parity », *American Economic Review : Insights*, vol. 1, n° 2, p. 193-208, septembre : <https://www.aeaweb.org/>

## **Banque des règlements internationaux – BRI (2015)**

« Global liquidity indicators : background and interpretation », *Revue trimestrielle*, mars, p. 20-21 : <https://www.bis.org/>

## **Bruno (V.) et Shin (H. S.) (2015a)**

« Cross-border banking and global liquidity », *Review of Economic Studies*, vol. 82, n° 2, p. 535-564 : <https://academic.oup.com/>

## **Bruno (V.) et Shin (H. S.) (2015b)**

« Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy », *Journal of Monetary Economics*, vol. 71, p. 119-132 : <https://www.sciencedirect.com/>

## **Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve (2020)**

*Financial Stability Report*, mai : <https://www.federalreserve.gov/>

## **Goel (T.) et Serena (J. M.) (2020)**

« Bonds and syndicated loans during the Covid-19 crisis : decoupled again ? », *Bulletin de la Banque des règlements internationaux*, n° 29 : <https://www.bis.org/>

## **Hardy (B.) et Takáts (E.) (2020)**

« International banking amidst Covid-19 : resilience and drivers », *Revue trimestrielle de la Banque des règlements internationaux*, décembre, p. 89-99 : <https://www.bis.org/>

## **Hofmann (B.) et Park (T.) (2020)**

« The broad dollar exchange rate as an EME risk factor », *Revue trimestrielle de la Banque des règlements internationaux*, décembre, p. 13-26 : <https://www.bis.org/>

## **Hofmann (B.), Shim (I.) et Shin (H. S.) (2019)**

« Bond risk premia and the exchange rate », *documents de travail de la Banque des règlements internationaux*, n° 775 : <https://www.bis.org/>

## **Shin (H. S.) (2013)**

« The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies », allocution lors de la conférence Asia Economic Policy de la Banque fédérale de réserve de San Francisco, 3-5 novembre : <https://www.frbsf.org/>