



Revue D'Etudes en Management et Finance D'Organisation
N°4 Décembre 2016

**LES MÉCANISMES DE TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DANS
LES PAYS EN VOIE DE DEVELOPPEMENT**

**MONETARY POLICY TRANSMISSION MECHANISMS IN DEVELOPING
COUNTRIES**

Younes AIT HMADOUCH

Doctorant-chercheur

Faculté des Sciences Juridiques, Économiques et Sociales-Souissi

Université Mohammed V de Rabat

Email : akaabounemohammed@yahoo.fr

Mohammed AKAABOUNE

Professeur-chercheur

Faculté des Sciences Juridiques, Économiques et Sociales-Souissi

Université Mohammed V de Rabat

Email : akaabounemohammed@yahoo.fr

Résumé

L'efficacité des canaux de transmission de la politique monétaire à la sphère réelle dépend des spécificités de l'économie, tels que la structure et le développement du système financier, l'environnement macroéconomique, le cadre juridique et réglementaire ainsi que le développement des agrégats monétaires. Le nombre des pays en développement est assez grand, alors que leurs structures institutionnelles et bancaires ont tendance à différer systématiquement de ceux des économies avancées et émergentes. Le présent article se propose alors d'analyser les interactions entre les spécificités des systèmes financiers des pays en voie de développement et le fonctionnement des mécanismes de transmission de la politique monétaire.

Mots-clés : Politique monétaire; système financier; mécanismes de transmission monétaire; Pays en voie de développement.

Abstract

The effectiveness of to the real economy depends on the particularities of the economy, such as the structure and development of the financial system, macroeconomic environment, legal and regulatory framework and the development of monetary aggregates. The number of developing countries is large enough, while there institutional and banking structures tend to differ systematically from those of advanced and emerging economies. This paper is analysing then the specific interactions of the financial systems of developing countries and monetary policy transmission mechanisms.

Keywords: Monetary Policy; Financial system ; Monetary transmission mechanism, developing countries.

Introduction

Certaines études ont montré que le fonctionnement des mécanismes de transmission de la politique monétaire dans les pays en voie de développement ou en transition, est différent de celui des mécanismes présentés dans la théorie économique classique relative aux pays développés (entre autres : Elbourne et al., 2003; Cecchetti, 1999; Cecchetti et Krause, 2001; Juks, 2004). Il est vrai que les écrits sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire sont de plus en plus abondants, mais la littérature économique relative à l'analyse des mécanismes de transmission de la politique monétaire (MTPM) dans les pays en voie de développement (PED) reste toujours faible et présente parfois des résultats empiriques contradictoires.

L'efficacité des canaux de transmission de la politique monétaire dépend des spécificités de l'économie, tels que la structure et le développement du système financier (Cecchetti, 1999), l'environnement macroéconomique, le cadre juridique et réglementaire ainsi que le développement des agrégats monétaires.

Bien que chacun des PED dispose de sa propre infrastructure économique qui peut influencer le fonctionnement des MTPM, un bon nombre de ces pays partage certaines caractéristiques relatives à leurs environnements financiers. Lesdites caractéristiques rendent le contexte dans lequel les mécanismes de transmission de la politique monétaire fonctionnent très différent de celui des pays développés et émergents. Il est alors primordial de mettre en exergue ces particularités macro et micro-économiques des PED, ainsi que de dresser leurs implications sur le fonctionnement des différents canaux de transmission. Cette réflexion nous pousse à poser la question suivante :

Certes la politique monétaire est censée influencer l'économie réelle à travers les mécanismes de transmission mais, dans les pays en développement, ses effets risquent d'être influencés par les spécificités de ces économies. Cette problématique soulève les deux questions suivantes:

- dans quelle mesure les canaux de transmission de la politique monétaire dans les pays en développement sont différents de ceux des pays développés?
- quels sont les facteurs qui influencent et déterminent ces canaux de transmission ?

La réponse à la problématique nous amène à analyser tout d'abord les différentes relations qui peuvent exister entre, d'une part, les structures et le développement de l'économie des PED et d'une autre part, le fonctionnement des différents canaux de transmission de la politique

monétaire. Par la suite il sera opportun d'analyser la revue de littérature des principaux résultats empiriques relatifs à l'efficacité desdits canaux de transmission dans les PED.

I- Structure et développement de l'économie des PED et fonctionnement des MTPM

Ganev et al. (2002) concluent que les contraintes spécifiques du secteur financier dans le contexte d'une économie en transition peuvent rendre les instruments traditionnels de la politique monétaire moins efficaces que dans un environnement beaucoup plus néoclassique. Toutefois, vu que la transition économique est un processus dynamique, la littérature économique mentionne que le fonctionnement et l'efficacité des mécanismes de transmission de la politique monétaire sont des phénomènes variables dans le temps.

I.1. Spécificités des systèmes financiers des PED et prédominance du canal du crédit

Les systèmes financiers des PED se caractérisent par l'absence d'un bon fonctionnement des marchés des titres et des marchés immobiliers. Ils se singularisent aussi par des liens très limités avec les marchés des capitaux internationaux, ainsi que par des interventions massives de la banque centrale dans le marché des changes.

Ces particularités influencent en premier lieu le fonctionnement du canal classique du taux d'intérêt, du canal des prix des actifs et du canal du taux de change. La faible efficacité de ces canaux dans les PED et la prédominance des banques en tant qu'intermédiaires financiers formels dans ces économies, font que le canal du crédit bancaire est susceptible d'être le plus dominant dans les PED, notamment le canal du bilan qui se considère comme un accélérateur financier en augmentant la prime de financement externe en période d'abondance des crédits bancaires.

Si alors la transmission de la politique monétaire dans les pays en développement est dominée par le canal du crédit bancaire, l'efficacité et la fiabilité des mécanismes de transmission dans ces pays dépend des spécificités de ce canal.

Du fait que le secteur financier formel est relativement petit par rapport à la taille de l'économie dans la grande majorité des PED, le lien entre le crédit bancaire et la demande agrégée est susceptible d'être faible.

I.2. Triangle d'incompatibilité et canaux de transmission dans les PED

Le Triangle d'incompatibilité de Robert Mundell montre qu'il est impossible d'atteindre ou d'associer à la fois les trois objectifs suivants : Fixité du taux de change, Indépendance de la politique monétaire et libre circulation des capitaux.

Ainsi, un pays qui souhaite relancer la demande intérieure, devrait baisser les taux d'intérêt pour soutenir l'investissement et la consommation. Cependant, s'il souhaite aussi attirer les capitaux étrangers, il devrait augmenter ses taux d'intérêt.

Si les mouvements des capitaux sont libres (absence de contrôle des changes), la baisse des taux d'intérêt conduirait à la fuite des investisseurs cherchant une rentabilité importante dans d'autres pays. Ceci augmente les ventes de la monnaie nationale, conduisant ainsi à sa dépréciation, ce qui rend impossible le maintien du taux de change au sein de la fourchette autorisée pour respecter l'appartenance au régime de changes fixes.

Les PED sont connus par l'adoption du régime de changes fixes et la limitation des mouvements des capitaux, ce qui freine le canal du taux de change. Dans ces conditions, si un pays souhaite soutenir ses exportations par le canal du taux de change en baissant les taux d'intérêt pour déprécier la monnaie nationale et donc rendre ses biens destinés à l'exportation compétitifs, il va se trouver bloqué par le respect du régime de change fixe et du contrôle des changes.

L'indépendance limitée de la plupart des banques centrales des PED, le petit degré d'intégration dans les marchés des capitaux internationaux, et la faible flexibilité du taux de change, sont tous des facteurs qui ont des implications importantes sur les canaux de transmission de la politique monétaire. Ils limitent le rôle du canal du taux d'intérêt à long terme, du canal du prix des actifs, ainsi que celui du taux de change. Une Banque centrale moins indépendante dans la pratique signifie qu'elle est soumise en partie aux orientations du Ministère des Finances et donc elle est sensible aux changements dans l'environnement politique.

Le résultat est que les actions de la Banque centrale deviennent moins fiables que ce ne serait le cas quand la banque centrale est indépendante avec une fonction de réaction stable et indépendante aux changements politiques. Ceci réduit les liens entre les taux d'intérêt du marché monétaire que la banque centrale peut (en principe) influencer directement et les taux d'intérêt à long terme qui influencent les décisions d'investissement, ce qui impacte l'efficacité du canal des taux d'intérêt à long terme. D'un autre côté, la faiblesse de l'ouverture aux marchés des capitaux internationaux implique un arbitrage limité entre les titres nationaux et étrangers, et donc une sensibilité réduite des flux de capitaux aux variations des taux d'intérêt intérieurs. Couplé avec les régimes de change peu flexibles (voir Montiel 2011), cela entrave le bon fonctionnement du canal du taux de change dans de nombreux PED.

I.3. Niveau de développement des marchés des capitaux dans les PED et canaux du taux d'intérêt à long terme et des prix des actifs

Les gouvernements des PED sont généralement incapables d'émettre des titres à long terme au niveau national. Par conséquent, il n'y a pas de marché obligataire structuré à long terme, ce qui crée plus d'incertitude à propos de l'évolution des taux d'intérêt. Les titres à court terme émis par les gouvernements ont tendance à être absorbés par les banques pour les détenir jusqu'à l'échéance. En outre, il n'y a pas de marché secondaire actif pour les titres gouvernementaux de toute échéance, ce qui rend les Banques centrales incapables de mener une politique monétaire via des opérations d'Open-Market.

La faible profondeur des marchés boursiers dans les PED peut être expliquée en partie par la rareté des informations mises à la disponibilité des investisseurs boursiers. Cette rareté trouve son origine dans les coûts élevés supportés en général par les banques dans le cadre de l'acquisition et du traitement de l'information financière qui n'est pas accessible au public.

Les acheteurs des valeurs mobilières, en revanche, ne font pas de tels investissements. Ils se basent plutôt sur l'information disponible mise à la disposition du grand public par les vendeurs potentiels de titres.

Dans les PED, les marchés obligataires sont encore aux premiers stades de développement et sont dominés par les obligations gouvernementales à court terme et le marché de la dette privé reste très limité. En outre, peu d'entreprises sont cotées sur les marchés boursiers nationaux et les actions cotées ne sont pas négociées activement. Avec un recours limité à l'émission d'obligations et d'actions, les entreprises nationales qui n'ont pas accès à des fonds étrangers ont donc tendance à recourir à l'autofinancement ou aux prêts bancaires.

Le faible niveau de développement des marchés des capitaux a un impact significatif sur l'efficacité du canal des prix des actifs. Ainsi, si les marchés des obligations, des actions, des bons du Trésor, ainsi que le marché des Titres de Créances Négociables ne sont pas liquides et ne représentent pas un poids important dans l'économie, les actions de la politique monétaire ne se transmettent pas à l'économie réelle via le canal du prix des actifs efficacement à travers le Q de Tobin.

I.4. Liquidité des marchés interbancaires et canal du taux d'intérêt à court terme

La plupart des marchés interbancaires dans les PED sont caractérisés par un manque de transparence qui se traduit par une méfiance mutuelle entre les banques et augmente ainsi la perception du risque de contrepartie. Ajoutons à cela que les banques dans les PED ont tendance posséder des réserves excédentaires chroniques, ce qui limite le dynamisme des marchés interbancaires. Ces facteurs entravent la bonne régulation des taux interbancaires par la Banque centrale, ce qui impacte l'efficacité du canal du taux d'intérêt.

I.5. Poids et degré de concurrence du secteur bancaire formel, marché du crédit informel et efficacité des canaux du taux d'intérêt et du crédit bancaire

Rappelons que les mécanismes de transmission de la politique monétaire se déroulent en deux étapes: la transmission des actions des banques centrales aux variables financières et de ces dernières à la demande globale.

Les PED sont caractérisés par une intermédiation financière formelle dominée par les banques, le secteur bancaire formel qui est relativement faible par rapport au PIB.

Lorsque le secteur financier formel est faible par rapport au poids de l'économie, une grande partie de l'économie n'a pas d'interactions directes avec le système financier. Par conséquent, les effets de la politique monétaire sur les variables du secteur financier formel (par exemple, les taux des prêts bancaires) sur la demande globale seraient plus faibles. En d'autres termes, la deuxième étape de transmission de la politique monétaire, qui peut être mesurée par l'élasticité de la demande globale aux variables du secteur financier formel, aurait tendance à être faible lorsque la taille du secteur financier formel n'est pas importante par rapport à l'économie.

L'importance des marchés du crédit informel dans les PED pourrait impacter l'efficacité du canal du taux d'intérêt. En effet, une politique monétaire restrictive par exemple, peut orienter la demande de prêts vers le marché du crédit informel, ce qui pourrait faire augmenter à long terme les taux des crédits informels plus rapidement que les taux débiteurs du marché formel.

Ainsi, l'effet de la hausse du taux directeur sur le niveau général des prix sera minime à court terme, puisque les demandeurs de crédits bénéficieront des taux réduits du marché du crédit informel.

Les retards des effets de la demande sur l'inflation, causés par l'importance du marché du crédit informel, font qu'à court terme la politique monétaire restrictive peut s'accompagner d'une hausse continue des prix, ce qui rendrait le canal du taux d'intérêt inefficace à court terme.

L'efficacité du canal du taux d'intérêt peut être limitée aussi par le faible degré de concurrence et la structure oligopolistique qui caractérisent la plupart des systèmes bancaires des PED. Ainsi, dans le cas d'une politique monétaire expansionniste, une baisse du taux directeur pourrait profiter aux marges d'intermédiation au lieu que ca se répercute sur les taux débiteurs. Nous pouvons prendre comme exemple le cas de plusieurs banques en Zambie qui n'ont pas réduit leurs taux des crédits suite à la baisse du taux directeur (Fundanga, 2009).

Dans les PED en général le secteur des banques est peu concurrentiel face aux intermédiaires financiers non bancaires. En outre, le degré limité d'intégration des banques des PED dans les marchés financiers internationaux limite leur concurrence par les établissements financiers étrangers (bancaires et non bancaires). Au sein de l'industrie elle-même, l'activité des banques est souvent plus concentrée dans les PED que dans les pays émergents ou développés, avec un petit nombre de banques qui contrôlent une grande partie des actifs et des dépôts de tout le secteur.

La concurrence bancaire est également limitée dans les PED par une plus grande prépondérance des banques publiques.

Bien que dans certains cas les banques dans les PED font face à des coûts d'intermédiation plus élevés¹ comparativement aux Pays développés, elles réalisent des marges nettes d'intérêt et des rendements sensiblement supérieurs aux marges générées par l'activité bancaire des économies avancées.

I.6. Faiblesse de la substitution intertemporelle de la consommation des ménages et canal du taux d'intérêt

Même si les ménages ont un accès illimité au secteur financier formel dans les PED, il est possible que la consommation dans un tel contexte serait moins sensible aux variations des taux d'intérêt réels à court terme, tout simplement parce que la faiblesse des revenus des ménages dans ces pays couplés aux exigences de subsistance, rendent la proportion du revenu réservée l'épargne des ménages peu importante. Cette situation ne laisse pas la possibilité aux ménages de différer leur consommation à l'avenir. Ce qui implique une sensibilité réduite de la consommation agrégée aux variations des taux d'intérêt réels à court terme, chose qui affaiblit l'efficacité du canal du taux d'intérêt.

¹ Tigran Poghosyan, IMF 2012. Financial Intermediation Costs in Low-Income Countries: The Role of Regulatory, Institutional, and Macroeconomic Factors

II- Cadre analytique des principales études empiriques sur l'efficacité des canaux de transmission dans les PED

Afin d'analyser la différence entre les PED et les économies avancées en matière des effets des mesures de politique monétaire sur le comportement des prêts bancaires, Mishra, Montiel et Spilimbergo (2012) ont entrepris un exercice similaire à celui de Kashyap et Stein (2000)². En effet, ils ont examiné les liens entre les taux directeurs des banques centrales et les taux des prêts bancaires (connus sous le nom de taux d'intérêt Pass-Through). Ils ont procédé en deux étapes: dans la première phase, ils ont exploré en données mensuelles la corrélation partielle entre les changements de taux de réescompte (pour les banques centrales qui l'utilisent en tant qu'instrument de la politique monétaire) et la variation des taux du marché monétaire à travers trois groupes de pays: développés, émergents et en voie de développement. Dans la deuxième étape, ils ont examiné la corrélation partielle entre les taux du marché monétaire et les taux des prêts bancaires.

Mishra, Montiel et Spilimbergo ont constaté que la corrélation à court terme entre les variations des taux de réescompte et les taux du marché monétaire est presque trois fois plus élevée dans les pays à revenu élevé que dans les PED, alors que les corrélations à long terme sont presque deux fois plus élevées. La corrélation à court terme entre les taux du marché monétaire et les taux des prêts bancaires, d'autre part, était deux fois plus élevée dans les économies avancées que dans les PED, tandis que la corrélation à long terme était plus importante d'environ 20 %.

La conclusion est que les liens entre les taux directeurs et les taux des prêts bancaires ont tendance à être beaucoup plus faible dans les PED que dans les pays à revenu élevé.

En limitant leur échantillon à la période postérieure à l'année 2000 (pour que leurs résultats ne soient pas impactés par la répression financière), et en prenant en considération dans leur modélisation les caractéristiques de l'environnement financier, afin d'analyser la corrélation partielle entre les taux débiteurs et les taux de reescompte dans les PED, Mishra, Montiel et Spilimbergo constatent dès lors que le Pass-Through peut se renforcer par l'accroissement de

² What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy? By ANIL K KASHYAP AND JEREMY C. STEIN*

la transparence institutionnelle et peut s'affaiblir par l'intensification de la concentration bancaire (en tant que mesure de la concurrence dans le secteur bancaire).

Ross (1995) montre que dans les pays à faible revenu qui sont caractérisés par des contraintes de liquidité, la croissance de la consommation est plus susceptible de suivre la croissance du revenu que les variations des taux d'intérêt.

Reinhart et Ostry (1995) décrivent que, pour un grand nombre de pays en voie de développement, il ne semble pas y avoir de relation systématique entre les taux de rendement et le comportement de la consommation privée. Ils montrent également que le manque de sophistication des marchés des capitaux et leur faible profondeur, ainsi que la réglementation répressive, peuvent entraver les effets théoriques souhaités des variations des taux d'intérêt.

Greene et Villanueva (1991) estiment que la fonction d'investissement pour les 23 économies en développement sur la période 1975-87 montre que le taux d'intérêt réel a un effet négatif, statistiquement significatif, sur l'investissement privé. Ils ont trouvé qu'une hausse du taux d'intérêt réel d'un point de pourcentage réduit l'investissement privé de 0,1 point de pourcentage.

Serven (2003) constate également que l'investissement privé dans les pays les moins développés répond de manière significative aux changements des taux d'intérêt.

II.1. l'Afrique Subsaharienne

Du côté des PED de l'Afrique Subsaharienne, Uanguta et Ikhide (2002) ont utilisé une approche narrative de l'article de Romer et Romer (1990) pour étudier les épisodes d'un resserrement de la politique monétaire par la Banque centrale Sud-Africaine afin d'examiner les répercussions des changements du taux directeur sur la sphère réelle.

Ils ont trouvé qu'après une politique monétaire restrictive, les taux d'intérêt ont tendance à augmenter et l'investissement privé à baisser, ce qui explique alors l'efficacité de la transmission des changements du taux directeur pour les deux phases (transmission du taux directeur aux taux débiteurs et de ces derniers à l'investissement) à l'économie de la Namibie. Ils ont estimé un modèle VAR avec les variables suivantes : investissement privé, prix à la consommation, offre de monnaie et taux directeur.

La principale valeur ajoutée de Uanguta et Ikhide était de montrer que les changements du taux de la Banque centrale Sud-Africaine sont transmis aussi bien aux taux des prêts bancaires

en Namibie qu'à l'investissement privé, ce qui rend le canal du taux d'intérêt efficace dans ce pays.

Cependant, d'autres économistes ont montré que l'efficacité du canal des prêts bancaires dans les autres pays de l'Afrique Sub-saharienne est limitée par la taille et les imperfections du secteur financier.

Sacerdoti (2005) a souligné que les banques appartenant aux pays membres de l'Union Economique et Monétaire Ouest-Africaine détiennent auprès de la Banque centrale près de 30 à 50 % de dépôts sous forme de réserves et d'actifs financiers étrangers à court terme, ce qui pénalise la distribution des crédits à l'économie. Les banques de cette région ont plutôt une préférence pour la liquidité. L'ensemble de ces éléments montre la faiblesse du mécanisme de transmission des prêts bancaires (le même auteur a montré aussi l'inefficacité du canal du taux d'intérêt vu la faible profondeur du marché interbancaire et son manque de dynamisme).

En appui à ce qui vient d'être mentionné, Saxegaard (2006) a estimé que les réserves excédentaires du système bancaire de l'Afrique subsaharienne en 2004 étaient évaluées à plus de 13 % des dépôts en moyenne, ce qui explique l'involonté des banques à prêter et leur préférence pour la liquidité. Cette surliquidité sanctionne le canal des prêts bancaires et donc le financement de l'économie.

L'évaluation de ce canal a été appuyée par l'estimation d'un modèle VAR structurel avec les quatre variables suivantes : PIB, Inflation, taux de change et M0 pour les pays de la Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale (CEMAC), le Nigeria et l'Ouganda. Il a trouvé que la politique monétaire a de faibles effets sur la production et l'inflation au Nigeria et en Ouganda quand le système bancaire est excédentaire en matière de liquidité, mais pour les pays du CEMAC, la politique monétaire n'est pas efficace, que ce soit en situation de sous ou de surliquidité.

Buigut (2009) qui a étudié la transmission de la politique monétaire dans trois pays (Kenya, Tanzanie et Ouganda) appartenant à la Communauté d'Afrique de l'Est (CAE), a utilisé une approche VAR à trois variables : la production réelle, l'inflation et le taux directeur en tant que variables endogènes. Il a constaté que les variations du taux directeur ont des effets non significatifs sur la production et l'inflation, et a conclu que la transmission de la politique monétaire est faible dans ces trois pays.

Pour le cas du canal du taux de change au Kenya, Cheng (2006) a utilisé la modélisation VAR pour trouver que les taux d'intérêt ont un impact considérable sur la variation de la valeur du

Shilling Kenyen. Il a constaté que le canal du taux de change explique environ un quart de la variation de l'inflation, cependant, ce canal a de faibles effets sur la demande agrégée et donc sur l'activité économique.

Enfin, Lungu (2008) qui a examiné la transmission de la politique monétaire dans des pays du sud de l'Afrique, a utilisé un modèle VAR en sept variables, à savoir : la production industrielle, les prix, M2, la base monétaire, le taux directeur, l'offre de prêts bancaires et les taux créditeurs. En identifiant les chocs monétaires au Botswana, au Malawi, en Namibie et en Zambie, il a trouvé que les taux débiteurs et créditeurs bancaires répondent aux variations du taux directeur dans le sens attendu. Cependant, ces variations semblaient avoir peu d'effets sur les prêts bancaires, la production et sur les prix.

Même si ces résultats remettent en cause l'efficacité du canal des crédits bancaires dans les pays en voie de développement cités, d'autres chercheurs ont trouvé d'autres résultats. Par exemple Ngalawa (2009) qui a utilisé un VAR structurel, a trouvé que le taux directeur a des effets importants sur les crédits bancaires au Malawi. Ces répercussions affectent de leur côté la production réelle et l'inflation, ce qui confirme l'efficacité des deux maillons de ce mécanisme de transmission de la politique monétaire dans ce pays.

Ngalawa n'a pas trouvé de transmission importante des instruments de la politique monétaire à travers le canal du taux de change au Malawi.

MISATI et Nyamongo (2010) trouvent une relation significative et négative entre le taux d'intérêt des dépôts et les investissements privés pour 18 pays africains sur la période 1991-2004.

II.2. Europe centrale et orientale

Pour les pays en transition de, Ganev et al. (2002) a utilisé diverses méthodologies qui ont montré la faiblesse de l'efficacité de la transmission des taux directeurs aux taux débiteurs. Cependant, aucune étude n'a montré que les taux débiteurs dans cette région ont des effets sur la demande globale.

Lyziak, Przystupa et Wrobel (2008), ont utilisé sept variables dans un modèle VAR structurel pour étudier le lien entre la politique monétaire et de l'offre des prêts bancaires en Pologne. Ils ont constaté que le canal du crédit bancaire est très inefficace dans ce pays, principalement en raison de l'utilisation des réserves excédentaires par les banques pour stabiliser l'offre de prêts en réponse aux changements de la politique monétaire. Benkovskis (2008) de sa part a obtenu un résultat similaire pour la Lettonie.

En analysant les données de dix pays en transition d'Europe centrale, Jimborean (2009) a montré la faiblesse du lien entre les taux directeurs et la variation des prêts, avec quelques liens confirmés uniquement pour les petites banques dont la liquidité est modérée.

Une étude a été menée par Egert et Macdonald (2009) pour les économies en transition de l'Europe, a montré que même s'il peut exister une transmission de la politique monétaire aux taux débiteurs, ces derniers n'impactent pas la demande agrégée.

II.3. Asie centrale

Dabla Norris et Floerkemeier (2006) ont trouvé que les changements des taux directeurs sont transmis aux taux débiteurs des banques en Arménie, mais ils ont peu d'effet sur la production réelle.

De même, Samkharadze (2008) a constaté que la première phase de transmission de la politique monétaire dans le cadre du canal du crédit bancaire fonctionne comme on le souhaitait en Géorgie, les effets des variations des taux débiteurs sur la production réelle étaient très faibles.

En analysant les effets d'une politique monétaire restrictive sur les indicateurs de la demande globale, Isakova (2008) a conclu que le canal du crédit bancaire est peu efficace dans le Kazakhstan, la République Kirghize, et le Tadjikistan, même si les changements dans les taux directeurs ont été effectivement répercutés sur les taux du marché monétaire.

II.4. Moyen-Orient et Afrique du Nord

Dans une étude réalisée par Boughrara (2008), qui a utilisé un modèle VAR pour examiner la transmission de la politique monétaire en Tunisie et au Maroc, Il a identifié les chocs de la politique monétaire au moyen d'un système d'identification Choleski. Afin d'analyser le fonctionnement du canal du crédit bancaire, Boughrara a utilisé l'approche de Ramey (1993). Il a conclu que le canal du crédit bancaire fonctionne aussi bien en Tunisie qu'au Maroc alors que le canal du taux de change n'est pas efficace dans les deux pays.

Les études empiriques sur le canal du taux d'intérêt présentent beaucoup de résultats contradictoires. Neaime (2008) par exemple, conclut que le canal traditionnel du taux d'intérêt Keynésien domine les mécanismes de transmission de la politique monétaire au Maroc et en Tunisie, et que les corrélations entre le taux d'intérêt et les taux d'inflation sont très significatives.

Boughrara (2009) constate que le canal du crédit est plus fort que le canal du taux d'intérêt traditionnel en Tunisie, et que ni le canal du taux de change, ni le canal des prix des actifs n'est opérationnel en Tunisie ou au Maroc. En revanche, Jardak et Wrobel (2009) concluent que le canal du taux de change est le plus important dans l'économie tunisienne.

En utilisant une approche de données de panel, Aysan et. Al. (2005) constatent que le taux d'intérêt réel a eu un impact négatif sur les projets d'investissement des entreprises dans cinq pays (Egypte, Iran, Jordanie, Maroc et Tunisie) au cours des années 1980 et 1990.

Zeaei (2009), qui a utilisé la Cointégration, a conclu que les changements des taux directeurs conduisent à des variations dans le sens inverse des prêts bancaires dans dix pays de la région MENA, au moins à court terme. Cependant, il n'a pas analysé l'effet des prêts bancaires sur la demande agrégée. De leur part aussi, Bader et le Malawi (2010) ont montré l'existence d'un impact négatif du taux d'intérêt réel sur l'investissement privé en Jordanie entre 1990 et 2005.

II.5. Asie Pacifique

Agha et al (2005) ont appliqué aussi l'approche de Ramey (1993) pour l'identification du rôle des prêts bancaires dans la transmission de la politique monétaire pour le cas du Pakistan.

En étudiant la réaction de la production réelle au changement de la politique monétaire, ils ont conclu que le canal du crédit bancaire, considéré dans leur modèle en tant que variable endogène, joue un rôle important dans la transmission des changements de la politique monétaire à l'activité économique.

Ahmad (2008) quant à lui a examiné la transmission de la politique monétaire à Fidji et en Papouasie-Nouvelle-Guinée, en utilisant un modèle VAR à six variables avec une identification des chocs via la décomposition de Cholesky. Il a conclu qu'à Fidji les changements dans les réserves des banques et les dépôts ont joué un rôle important dans l'explication des variations de la production (canal du bilan). En Papouasie-Nouvelle-Guinée, il a constaté que le canal des prêts bancaires est efficace.

Ahmed et l'islam (2005) de leur part aussi n'ont pas trouvé un canal du taux de change important au Bangladesh.

II.6. Amérique Latine et les Caraïbes

Finalement pour les PED de la région de l'Amérique Latine et les Caraïbes, les chercheurs dans la transmission de la politique monétaire ont abouti à des conclusions encore plus contradictoires. Kendall (2001), qui a utilisé un modèle VAR à six variables avec

l'identification Cholesky, a examiné la transmission de la politique monétaire en étudiant l'impact des changements des taux directeurs et des ratios de réserves obligatoires sur les taux des prêts bancaires de six pays des Caraïbes. Il a constaté que les réponses des taux débiteurs étaient très hétérogènes dans ces pays, aussi bien par rapport à l'ampleur que par rapport à la durée. D'autre part, Duran-Viquez et Esquivel-Monge (2008) ont montré que le canal du taux d'intérêt est efficace à long terme au Costa Rica.

Bien que Robinson et Robinson (1997) n'ont pas traité spécifiquement la transmission de la politique monétaire aux taux des prêts bancaires puis à la demande globale, ils ont constaté que les variations du taux de prise en pension ont des effets considérables à court terme sur les prix et l'activité économique en Jamaïque.

Ramlogan (2004), qui a utilisé un modèle VAR structurel pour examiner la transmission de la politique monétaire dans trois pays des Caraïbes, a constaté que le resserrement de la politique monétaire entraîne une contraction du crédit bancaire qui s'accompagne d'une croissance économique plus lente et d'une inflation plus faible, montrant ainsi l'efficacité du canal du crédit bancaire dans ces pays.

Conclusion

Les spécificités des systèmes financiers des PED expliquent en grande partie la faible efficacité de la majorité des canaux de transmission de la politique monétaire.

Dans le contexte d'un système financier qui connaît encore des lacunes liées au faible degré de libéralisation ainsi qu'au faible développement des pratiques de ses institutions financières, même la mise en place d'une politique monétaire moderne peut être insuffisante pour atteindre l'objectif de la bonne transmission des décisions de la banque centrale à l'économie réelle.

L'ensemble de ces constats nous pousse à réfléchir à la question suivante : faut-il penser à un processus et à des techniques nouvelles en matière de politique monétaire spécifiques aux contextes des pays en voie de développement ? Cette problématique trouve son origine dans l'échec des modèles empruntés des pays avancés en matière de politiques monétaires dont le contexte est totalement différent de celui des PED.

Bibliographie

- Boughrara Adel** (2008), “Monetary Transmission Mechanisms in Morocco and Tunisia,” papier présenté au Workshop sur : Monetary Policy and Inflation Targeting, Tunis, Tunisia.
- Buigut, S.** (2009), “Monetary Policy Transmission Mechanism: Implications for the Proposed East African Community (EAC) Monetary Union”.
- Christiano, Lawrence J., Martin Eichenbaum and Charles Evans** (1999), “Monetary Policy Shocks: What Have We Learned, and to What End?” J. Taylor and M. Woodford, eds., Handbook of Macroeconomics
- Elbourne Adam and Jakob de Haan** (2009), “Modeling Monetary Policy Transmission in Acceding Countries: Vector Autoregression versus Structural Vector Autoregression,” Emerging Markets Finance & Trade.
- Ganev, Georgy, Krisztina Molnar, Krzysztof Rybinski and Przemyslaw Wozniak** (2002), “Transmission Mechanism of Monetary Policy in Central and Eastern Europe”. CASE Network Reports No. 52.
- Kashyap, Anil K. and Jeremy C. Stein** (1995), “The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets,” Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Elsevier.
- Kendall, P.** (2001), “A VAR Approach to the Determination of Interest Rates in the Caribbean”. Caribbean Development Bank, November 2001.
- Lang, Maroje and Ivo Krznar** (2004), “Transmission Mechanism of Monetary Policy in Croatia,” Croatian National Bank, mimeo.
- Lungu, M.** (2008), “Is there a Bank Lending Channel in Southern African Banking Systems?”, African Development Review.
- Lyziak, Tomasz, Jan Przystupa and Ewa Wrobel** (2008), “Monetary policy transmission in Poland: A study of the importance of interest rate and credit channels”, SUERF . The European Money and Finance Forum, Vienna.
- Matousek, Roman, and Nicholas Sarantis** (2009), “The Bank Lending Channel and Monetary Transmission in Central and Eastern European Countries,” Journal of Comparative Economics.
- Mishra, Prachi, Peter J. Montiel, and Antonio Spilimbergo** (2010), “Monetary Transmission in Low-Income Countries: Effectiveness and Policy Implications,” International Monetary Fund, mimeo.
- Neaime, S.** (2008), “Monetary Policy Transmission and Targeting Mechanisms in the MENA Region,” ERF Working paper, No. 395.
- Ngalawa, Harold P.E.** (2009), “Dynamic effects of monetary policy shocks in Malawi”. Paper Presented at the 14th Annual Conference of the African Econometric Society, 8-10 July 2009, Abuja, Nigeria.

- Olawale Ogunkula, E. and Abu Bakarr Tarawalie** (2008), “Monetary Policy Transmission Mechanism in Sierra Leone: A Vector Error Correction (VEC) Approach, University of Ibadan, mimeo.
- Poddar, Tushar, Randa Sab, and Hasmik Khashatryan** (2007), “The Monetary Transmission Mechanism in Jordan,” IMF Working paper WP/06/48 (February).
- Ramlogan, Carlyn** (2007), “Anism of Monetary Policy in Small Developing Countries: an Application to Trinidad and Tobago”. The Journal of Developing Areas.
- Saxegaard, M.** (2006), “Excess Liquidity and Effectiveness of Monetary Policy: Evidence from Sub-Saharan Africa”. IMF Working Paper 06/115.
- Ziaei, Sayyed Mahdi** (2009), “Assess the Long Run Effects of Monetary Policy on Bank Lending, Foreign Asset and Liability In MENA countries”. University Library of Munich.