

# WESTERN UNION



Agence Western Union, à Francfort : les envois de fonds provenant de pays avancés comme l'Allemagne compliquent souvent la conduite de la politique monétaire dans les pays bénéficiaires.

# Problèmes de transmission

*Adolfo Barajas, Ralph Chami, Christian Ebeke et Anne Oeking*

## Les entrées de fonds massives de l'étranger gênent la conduite de la politique monétaire

**T**OUS les pays émergents et en développement modernisent la conduite de leur politique monétaire pour la rendre plus transparente et prospective, en mettant plus l'accent sur la flexibilité des taux de change, en fixant un objectif d'inflation explicite et en se servant du taux d'intérêt à court terme.

Mais les pays doivent pour cela disposer d'un «mécanisme de transmission» permettant aux modifications du taux directeur effectuées par la banque centrale de se propager dans l'économie et d'influencer en dernier ressort les décisions des ménages et des entreprises. D'après plusieurs études récentes, ce mécanisme n'existe pas ou est très affaibli dans les pays à faible revenu.

Nous avons constaté le même affaiblissement du mécanisme dans les pays à revenu intermédiaire et les pays émergents qui sont les

principaux destinataires des envois de fonds (transferts monétaires effectués par les citoyens émigrés à leurs familles restées au pays). Les dirigeants de ces pays devraient être conscients des difficultés qui les attendent s'ils veulent appliquer une politique monétaire vraiment moderne et pourraient envisager certaines mesures pour renforcer le mécanisme de transmission ou aider à mener leur politique monétaire.

### Des envois de fonds massifs et croissants

Les entrées internationales liées aux envois de fonds des travailleurs sont caractéristiques de bon nombre de pays en développement et émergents. Au niveau mondial, les mesures officielles de ces flux sont en hausse constante. Négligeables dans les années 80, ces flux totalisaient environ

588 milliards de dollars en 2015, dont 435 milliards dans les pays en développement. Comme source de financement extérieur ces dernières années, les envois de fonds des travailleurs représentaient en moyenne près de 2 % du PIB dans l'ensemble des pays émergents et en développement, contre 3 % pour l'investissement direct étranger (IDE), près de 1 % pour les investissements de portefeuille et légèrement plus de ½ % pour les transferts publics (aide extérieure). En 2014, 115 pays environ ont reçu des fonds rapatriés équivalant à au moins 1 % du PIB; dans 19 pays, le chiffre était de 15 % voire plus. Par rapport aux capitaux privés ou à l'aide publique, ces flux se sont montrés plus stables, avec une volatilité cyclique nettement moindre, et ils ont enregistré une contraction bien moins marquée lors de la crise financière mondiale de 2008.

Dans certains pays, ces transferts sont bien supérieurs aux autres flux extérieurs. En Jordanie, l'un des pays figurant parmi les 30 premiers bénéficiaires depuis quelques années, ces entrées de fonds représentaient environ 9 % du PIB en 2015, soit plus de 4 fois les entrées d'IDE et 3½ fois les placements d'euro-obligations privées.

Nul doute que les envois de fonds présentent des avantages tangibles pour les pays destinataires, car ils soutiennent le revenu et la consommation des familles de travailleurs émigrés, mais, année après année, l'arrivée de flux aussi massifs pourrait aussi avoir des effets non négligeables, et pas nécessairement bénéfiques, sur l'économie en général. Une revue des études économiques sur le sujet (Chami *et al.*, 2008) a établi que ces transferts avaient des effets mesurables sur les taux de change, la viabilité de la politique fiscale et budgétaire (dépenses), les institutions et la gouvernance, la croissance économique à long terme et la politique monétaire. Plusieurs de ces travaux ont montré que, sur la durée, ces entrées de fonds tiraient le taux de change réel à long terme vers le haut et renchérissaient les biens d'exportation du pays récepteur. En plus d'influer sur les taux de change et le secteur des biens marchands, ces flux constituent un canal de transmission des chocs entre pays émetteurs et bénéficiaires, dont les cycles économiques sont ainsi liés. Pendant la dernière crise mondiale, par exemple, les brusques ralentissements observés dans les pays avancés (émetteurs) se sont propagés aux pays à revenu faible et intermédiaire (bénéficiaires), car les travailleurs émigrés ont dû réduire les envois de fonds à leurs familles (Barajas *et al.*, 2012). Plus récemment, la chute des cours du pétrole a provoqué un phénomène similaire entre les pays producteurs du Golfe et leurs pays bénéficiaires respectifs, principalement des pays importateurs de pétrole du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord.

À terme, des flux de transferts importants et réguliers présentent à la fois des avantages et des inconvénients pour la politique monétaire des pays destinataires. Les envois de fonds élargissent directement l'assiette de l'impôt, facilitant le maintien de la stabilité budgétaire en évitant le gonflement illimité de la dette publique. Mais ces envois peuvent aussi avoir des effets indésirables en faussant le comportement des gouvernements. Premièrement, et de manière assez paradoxale, le simple élargissement de la base de recettes pourrait fausser les incitations gouvernementales en abaissant le coût du gaspillage des fonds publics. Deuxièmement, le supplément de revenu ainsi fourni aux familles des travailleurs émigrés leur permet d'acheter plus de biens qui remplacent les services publics; ces ménages sont donc moins incités à demander des comptes à leurs dirigeants.

## Effet sur la politique monétaire

La plupart des études consacrées aux envois de fonds presupposent que le système financier et le mécanisme de transmission fonctionnent bien, ce qui n'est pas forcément le cas dans ces pays. Autrement dit, elles considèrent que, lorsque les autorités modifient le taux directeur, la modification se transmet bien aux autres taux et influe donc en dernier ressort sur les décisions de prêt des intermédiaires financiers et les choix de dépenses des ménages et des entreprises.

Nous avons cherché à savoir si cela reflète bien les conditions réelles de la politique monétaire conduite dans les principaux pays bénéficiaires. En l'absence de mécanisme de transmission, il est plus difficile aux autorités de mener une politique monétaire indépendante et prospective en utilisant l'instrument des taux d'intérêt (Barajas *et al.*, 2016).

Pour les pays à faible revenu, il est de plus en plus clair que la transmission s'opère largement moins bien que dans les pays avancés. Bien que divers canaux puissent être efficaces, Mishra, Montiel et Spilimbergo (2012) font valoir que le développement très limité des marchés de titres, l'intégration imparfaite dans les

## Les flux d'envois de fonds peuvent contribuer à affaiblir la gouvernance.

marchés financiers internationaux et les taux de change étroitement dirigés peuvent ne laisser aux pays pauvres qu'un seul canal de transmission : le crédit bancaire. Une modification du taux directeur se propage aux marchés des titres à court terme, ce qui influe au final sur le coût à la marge des financements bancaires et donc sur la capacité des banques à prêter au secteur privé (particuliers ou entreprises).

En revanche, même le canal du crédit bancaire peut aussi être très affaibli quand la concurrence bancaire est limitée, la qualité des institutions médiocre, les marchés interbancaires sous-développés et l'information sur la qualité des emprunteurs, insuffisante. Ces facteurs concourent à court-circuiter la transmission des mouvements du taux directeur à court terme aux coûts de financement des banques.

Les envois de fonds, qui sont courants dans les pays à faible revenu, mais aussi dans divers pays à revenu intermédiaire et émergents, peuvent également influencer la conduite de la politique monétaire de deux manières. Premièrement, ils font gonfler les bilans bancaires en fournissant une source de dépôts stable et quasiment sans frais, parce qu'ils sont largement insensibles aux taux d'intérêt. Toutes conditions égales par ailleurs, les pays bénéficiaires tendent à avoir des systèmes bancaires plus importants. Par conséquent, comme les dépôts constitués grâce aux envois de fonds font augmenter l'intermédiation financière (processus bancaire de mise en correspondance des épargnants et des emprunteurs), on peut penser qu'ils contribuent à une transmission plus efficace de la politique monétaire. Après tout, plus les services financiers sont utilisés, plus l'effet prévu des fluctuations du crédit bancaire sur l'activité économique est puissant.

D'un autre côté, le fait que les banques puissent bénéficier chaque année de volumes considérables de financements supplémentaires ne leur coûtant presque rien grâce aux fonds déposés par les travailleurs de l'étranger ne signifie pas qu'elles augmenteront proportionnellement leurs prêts au secteur privé. Les pays bénéficiaires (la plupart des pays en développement) font souvent face à plusieurs problèmes, y compris un cadre juridique et institutionnel peu fiable et une pénurie d'emprunteurs solvables. Comme nous l'avons dit, il s'avère que les flux d'envois de fonds peuvent contribuer à affaiblir la gouvernance. Dans cet environnement fragile, les banques rechignent à prêter en dehors d'un cercle très limité d'emprunteurs «qualifiés» et le fait qu'elles disposent de fonds prétables supplémentaires n'arrange rien. Dans les pays bénéficiaires, les banques tendent donc à détenir une part plus importante d'actifs liquides, de réserves excédentaires et de titres publics (graphique 1). De ce fait, comme les banques ont des liquidités abondantes, on ne voit pas émerger de marché interbancaire, sur lequel les établissements à la recherche de financements à court terme empruntent à ceux qui disposent de réserves excédentaires. Comme le taux directeur vise à influer sur le coût marginal de financement des banques, quand le marché interbancaire est quasiment inexistant, l'effet des variations du taux est plus faible, voire nul, et le canal du crédit bancaire devient donc inefficace.

### Affaiblissement de la transmission monétaire

Notre analyse empirique confirme que, avec l'augmentation des envois de fonds, la transmission de la politique monétaire par le canal du crédit bancaire s'affaiblit notablement. À partir d'un échantillon de 58 pays étudiés entre 1990 et 2013, nous constatons que l'efficacité de la transmission, mesurée comme l'effet direct d'une modification du taux directeur sur les modifications des taux débiteurs, ne cesse de décroître avec la progression des envois de fonds. Dans les pays qui ne bénéficient pas de ce type de transferts et où le système bancaire est concurrentiel, les modifications du taux directeur se transmettent à près de 90 % au

taux débiteur des banques. *A contrario*, dans un pays recevant chaque année l'équivalent de 5 % du PIB sous forme d'envois de fonds, c'est seulement 4 % environ de la modification du taux directeur qui est transmise, même si le système bancaire est concurrentiel. Quand les envois de fonds atteignent 7,6 % du PIB, le taux directeur n'a aucun effet sur les taux débiteurs. Si le système bancaire n'est pas concurrentiel, le point d'inflexion est bien plus bas, à 1,2 % du PIB (graphique 2).

Dans le cadre d'action circonscrit par le fameux «trilemme», on postule que, quand un pays autorise la libre circulation des capitaux et maintient un taux de change fixe, sa capacité à mener une politique monétaire indépendante est sérieusement compromise. Les tentatives des autorités pour influer sur le taux d'intérêt intérieur tendent à provoquer des mouvements de capitaux amples et rapides (entrées ou sorties, selon que les taux sont relevés ou abaissés) qui finissent par annuler l'action gouvernementale. Nos résultats indiquent qu'un autre trilemme peut se matérialiser quand le pays reçoit des fonds transférés par ses travailleurs émigrés, mais pour une autre raison. Contrairement aux flux de capitaux, les envois de fonds ne réagissent pas aux variations des taux d'intérêt intérieurs. Leur présence continue affaiblit la politique monétaire non pas du fait que les autorités ne puissent pas modifier les taux intérieurs, mais parce que le taux directeur n'est pas susceptible d'avoir un effet sur les décisions qui influencent l'activité économique. Par conséquent, les pays bénéficiaires de ce type de transferts peuvent renoncer à conduire une politique monétaire parfaitement indépendante. Les travaux sur le sujet paraissent indiquer que plus les envois de fonds sont importants, plus l'État intervient sur le marché des changes, soit pour que le taux de change soit entièrement fixe soit pour en gérer les fluctuations.

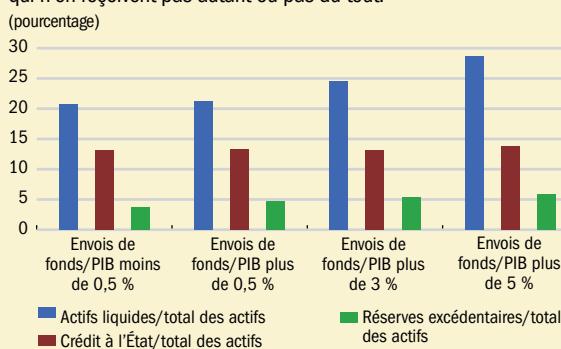
### Choix de politique monétaire

Ce constat pourrait amener à conclure que, sauf à abandonner son indépendance monétaire, un pays bénéficiaire devrait cibler les envois de fonds, car leur présence continue est en partie

Graphique 1

#### Des liquidités abondantes

Les banques des pays bénéficiaires de gros volumes d'envois de fonds tendent à détenir davantage d'actifs liquides, de titres publics et de réserves excédentaires que les banques de pays qui n'en reçoivent pas autant ou pas du tout.



Sources : FMI, *International Financial Statistics*; enquête sur les banques centrales; calculs de l'auteur.

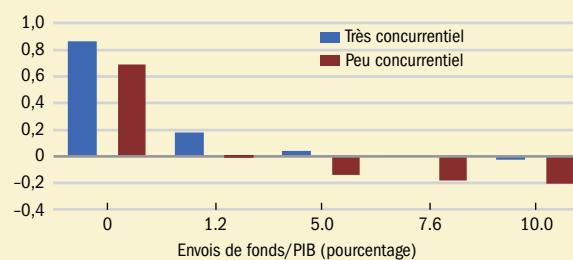
Note : Les données couvrent la période de 1997 à 2007. La taille de l'échantillon varie de 101 pays pour les réserves excédentaires à 112 pour les crédits à l'Etat et 123 pour les actifs liquides.

Graphique 2

#### Affaiblissement du signal

Plus les volumes d'envois de fonds sont importants, moins le système bancaire est concurrentiel et moins les variations du taux directeur se répercutent sur les taux débiteurs des banques.

(part d'une variation de 1 point du taux directeur qui se transmet aux taux débiteurs)



Source : calculs de l'auteur.

Note : Les résultats concernent un échantillon de 58 pays observés entre 1990 et 2013.

La compétitivité est dérivée de l'indice de Lerner, qui mesure le taux de marge des banques (écart entre le prix de la production bancaire et les coûts marginaux). Plus la valeur de l'indice est élevée, moins le système bancaire est concurrentiel. Une faible compétitivité correspond aux années/pays durant lesquelles l'indice de Lerner était supérieur à la moyenne calculée pour les différents pays, tandis qu'une forte compétitivité correspond aux périodes où l'indice était inférieur à la moyenne.

au moins responsable de l'atténuation des effets de la politique monétaire. Les autorités peuvent être tentées, en particulier, de contrôler ou maîtriser les flux d'envois. Or ce n'est pas envisageable : les transferts ne cesseraient pas, mais iraient alimenter le marché parallèle et la diminution de ces entrées priverait l'économie des effets de réduction de la pauvreté et d'assurance dont bénéficient les ménages destinataires de ces fonds.

Les autorités pourraient plutôt étudier d'autres pistes que les taux d'intérêt à court terme, tout en s'efforçant de rendre le cadre d'action plus transparent et prospectif. L'une de ces pistes pourrait être d'exiger que les dépôts (réserves) des banques auprès de la banque centrale soient assez élevés pour avoir un effet contraignant, ce qui permettrait de restaurer un certain contrôle sur le crédit bancaire. Cela se ferait évidemment au prix d'une réduction du crédit au secteur privé. Une autre solution consisterait à taxer les excès de liquidités des banques (trésorerie ou actifs facilement convertibles en espèces comme les titres publics) pour les encourager à prêter plus; mais cela pourrait accroître le risque de crédit, ce que les banques cherchent précisément à éviter en restreignant leur clientèle d'emprunteurs.

Le mieux serait de cibler les causes profondes du problème, telles que la médiocrité des institutions et le manque d'informations sur la fiabilité des emprunteurs, qui poussent les banques à accumuler trop de liquidités au lieu d'augmenter le crédit au secteur privé au-delà des emprunteurs qu'elles connaissent bien. Mais il faut être réaliste, cela prendrait beaucoup de temps. Des réformes structurelles visant par exemple à faire respecter les droits de propriété, renforcer l'état de droit et combattre la

corruption pourraient aussi jouer un rôle important. Ces mesures contribueraient aussi à la maîtrise des déficits budgétaires; les gouvernements auraient donc moins besoin d'emprunter auprès des banques, ce qui libérerait des ressources au profit d'un secteur privé à court de financements. ■

*Ralph Chami et Adolfo Barajas sont respectivement directeur adjoint et économiste principal à l'Institut du FMI pour le développement des capacités. Christian Ebeke et Anne Oeking sont tous deux économistes, respectivement au Département des finances publiques et au Département Europe.*

#### Bibliographie :

Barajas, Adolfo, Ralph Chami, Christian Ebeke, and Anne Oeking, 2016, "What's Different about Monetary Policy Transmission in Remittance-Dependent Countries?" IMF Working Paper 16/44 (Washington: International Monetary Fund).

Barajas, Adolfo, Ralph Chami, Christian Ebeke, and Sampawende J. Tapsoba, 2012, "Workers' Remittances: An Overlooked Channel of International Business Cycle Transmission?" IMF Working Paper 12/251 (Washington: International Monetary Fund).

Chami, Ralph, Adolfo Barajas, Thomas Cosimano, Connel Fullenkamp, Michael Gapan, and Peter Montiel, 2008, Macroeconomic Consequences of Remittances, IMF Occasional Paper 259 (Washington: International Monetary Fund).

Mishra, Prachi, Peter Montiel, and Antonio Spilimbergo, 2012, "Monetary Transmission in Low-Income Countries: Effectiveness and Policy Implications," IMF Economic Review, Vol. 60, No. 2, pp. 270–302.



**COLUMBIA | SIPA**  
School of International and Public Affairs

## 12-MONTH MPA PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT AT COLUMBIA

Designed for mid-career professionals, with tracks in

- Economic Policy Management
- Central Banking and Financial Markets
- Global Energy Management and Policy

**Application Deadline for 2017–2018: January 5, 2017**

- A rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- Faculty of world's leading economists, policymakers, and expert practitioners
- Tailored seminar series on macroprudential policymaking, international finance, and financial crises

Contact us at [pepm@sipa.columbia.edu](mailto:pepm@sipa.columbia.edu) | 212-854-6982 | [sipa.columbia.edu/pepm](http://sipa.columbia.edu/pepm)