

# **La politique monétaire et l'urgence de la stabilité financière**

**Auteur : Nouha hadj mansour**

## **Abstract :**

Notre étude cherche à examiner l'effet de la politique monétaire sur la stabilité financière. Pour ce faire Nous basons sur deux groupes de pays : 18 pays développés et 12 pays en voie de développements pour atteindre à une analyse comparative durant la période 1980- 2015. Empiriquement nous appliquons la méthode de cointégration et le modèle à correction d'erreur, ainsi, nos résultats suggèrent que le PIB cause la stabilité financière avec une causalité bidirectionnelle entre l'inflation et la stabilité financière. De façon générale nous pouvons affirmer que la stabilisation de l'inflation peut constituer une solution efficace pour rendre stable la situation financière.

## **Mots clés :**

Politique monétaire

Stabilité financière

## **I - Introduction :**

### **Interdépendance entre politique monétaire et stabilité financière**

L'objectif de la stabilité financière ne peut être clairement formulé et formalisé tant que les objectifs ne sont pas bien définis, comme la stabilité des prix est formulée par le biais d'une stratégie de ciblage de l'inflation. Cette relation se reflète dans le domaine de la responsabilité en matière de politique monétaire et de politique de stabilité financière Adina Criste et Iulia Lupu (2014). Dans ce domaine, la responsabilité de la stabilité financière et du contrôle des outils est généralement répartie entre plusieurs institutions. Sur la base de l'expérience et de points de vue différentes sur le rôle de la BC dans la promotion de la stabilité financière, la BC devrait agir de manière proactive en faveur de la stabilité financière en élargissant les objectifs de la PM de manière à inclure la stabilité financière.

Borio et Lowe (2002), Rajan (2005), White (2006) et Leijon hufvud (2007), ont affirmé que la stabilité monétaire pouvait entraîner une instabilité financière dans la mesure où elle permettait parfois des taux d'intérêt faibles favorisant des projets présentant un niveau de risque élevé. L'argument est également soulevé par Taylor (2009), qui présente une dynamique contrefactuelle des prix du marché immobilier de 2001 à 2006. Il fait valoir que si les taux de politique monétaire n'avaient pas été excessivement

bas par rapport à une règle de Taylor, le boom immobilier aurait été évité. Ces différents auteurs soulignent également que les crises économiques et financières majeures n'ont pas été précédées par des pressions inflationnistes. C'est le « paradoxe de la crédibilité » selon lequel les BC ont gagné en crédibilité dans la lutte contre l'inflation, ce qui a finalement conduit à une vulnérabilité accrue du système financier, puis à l'instabilité financière. Il semble donc que l'inflation ne constitue pas un bon indicateur des crises bancaires ou financières.

Loretta J (2017), voit que le FOMC a reconnu que la PMNC, y compris les achats d'actifs à grande échelle et la longue période de taux d'intérêt essentiellement nuls, pourrait compromettre la stabilité financière en affectant le fonctionnement du marché et en encourageant la prise de risque. Alors que le Comité continue de surveiller ces risques potentiels (Conseil des gouverneurs de la Système de réserve, 2014).

Avant la crise, l'approche généralement adoptée par le Fed consistait à utiliser la PM pour répondre aux fluctuations des prix des actifs, qu'elles soient motivées par les fondamentaux ou dans la mesure où elles contenaient des informations sur l'inflation et la croissance de la production. La PM ne tenterait pas d'éliminer les

déséquilibres qu'ils ont développés, mais opérerait pour l'épuration des conséquences d'une correction après le fait. William White (2009), économiste de la BRI et de l'OCDE, a qualifié ces approches de « propres » ou « simples ». En d'autres termes, la politique monétaire devrait-elle assainir le désordre après une bulle? Ou devrait-elle appuyer contre une bulle qui semble se former?

Les divisions entre ces deux points de vue sont parfois exagérées. Les deux parties reconnaissent que les BC ont la responsabilité de promouvoir la stabilité financière, agissant en tant que prêteur en dernier ressort des institutions financières solvables avec de bonnes garanties. Ces deux opinions conviennent que la PM devrait tenir compte des conditions financières dans le contexte économique et que les prix des actifs jouent un rôle important dans le mécanisme de transmission de la PM, pouvant affecter à la fois la demande globale et l'inflation. La hausse rapide des prix peut entraîner une bulle en générant un comportement compatible uniquement avec la poursuite de la hausse des prix. Par exemple, à mesure que les prix des actifs augmentent, les prêteurs peuvent commencer à baisser les niveaux de crédit et s'appuyer sur une nouvelle appréciation des prix des actifs pour couvrir les pertes de crédit

potentielles plutôt que sur la capacité de remboursement des emprunteurs. Cela peut continuer jusqu'à ce que les pertes commencent à dépasser l'appréciation du prix des actifs, la dynamique des prix des actifs peut ainsi engendrer des résultats indésirables pour l'économie. La BC doit déterminer si le risque d'instabilité du système macroéconomique et financier s'est accru, et non s'il existe une bulle.

Selon la nature et l'ampleur du choc financier, cela pourrait être un attribut souhaitable. Comme le déclarait l'ancien gouverneur de la Réserve fédérale Jeremy Stein (2013), l'un des avantages de la PM est qu'une modification des taux d'intérêt affecterait tous les établissements et marchés financiers. Alors, dans une situation où les outils macro-prudentiels se sont révélés inadéquats et où les risques pour la stabilité financière ont continué à augmenter, la politique monétaire devrait être envisagée comme moyen de défense. Ils ont constaté que dans ce cas, le flou entre les objectifs de stabilité financière et les objectifs de politique monétaire serait élevé : si nous estimons que les risques pour la stabilité financière étaient suffisamment importants, la réalisation de nos objectifs à double mandat serait également compromise. C'est une illustration que dans la plupart des cas, les objectifs de stabilité des prix, d'emploi

maximal et de stabilité financière sont complémentaires.

## **II- revu de la littérature**

Selon Christophe Blot et al (2014), encouragerait les investissements spéculatifs en entraînant une instabilité financière, alors que la transparence de la BC peut accroître sa crédibilité. L'établissement d'une plus grande confiance en communiquant de manière crédible un objectif d'inflation à long terme pourrait réduire la persistance de l'inflation, car on croit fermement que l'inflation reviendra à son niveau cible.

Examinant si la transparence de la BC affecte la relation entre l'inflation et les anticipations d'inflation Eijffinger et Geraats (2006), trouvent que si une banque centrale est très crédible, le lien entre les inflations actuelles et attendues sera faible. Dans le même volet, Van der Cruijssen et Demertzis utilisent l'indicateur de transparence, et ils constatent que dans les pays où les BC sont peu transparentes, il existe un lien positif et important entre les anticipations d'inflation et l'inflation, alors que cette relation est absente dans les pays où les BC sont très transparentes. Ils admettent également, que plus de transparence est également associée à une moindre persistance de l'inflation.

Lyziak, et al, examinent la transparence et la crédibilité de la Banque nationale de Pologne (NBP) pendant le régime de ciblage de l'inflation au cours de la période 1998-2004. Ils distinguent la transparence du cadre de politique monétaire et des décisions politiques, ils présentent ainsi certains indicateurs suggérés dans la littérature et analysent la formation des anticipations du taux d'intérêt par les analystes des banques commerciales. En ce qui concerne la crédibilité de la BNP, ils évaluent la manière dont les anticipations d'inflation des consommateurs et des analystes des banques commerciales sont formées et comment elles sont liées à la cible d'inflation.

Le ciblage d'inflation a récemment été considéré comme l'une des principales causes de l'absence de réaction des autorités face à la montée de déséquilibres financiers au cours de la récente crise financière Dimas Mateurs et al (2018). La crise financière a montré que le ciblage d'inflation était l'une des principales raisons de l'incapacité des autorités gouvernementales à répondre à des déséquilibres financiers et à une instabilité financière croissante pour plusieurs raisons: Premièrement, en se concentrant sur la cible d'inflation, les gouvernements ont peut-être négligé la situation sur le marché financier Blanchard et al. (2010).

Deuxièmement, une inflation faible et stable associée à une politique anti-inflationniste crédible peut rendre plus difficile l'apparition de déséquilibres financiers tels que les bulles d'actifs dans les indices d'inflation. En fait, Amato et Shin (2003), soutiennent que dans un modèle dans lequel les agents disposent d'informations imparfaites sur l'état de l'économie (comme l'inflation), croient à un signal public émis par le gouvernement où les croyances des agents peuvent être faussées, car elles pourraient donner plus de poids à ce signal public que dans les fondamentaux réels. Dans ce cas, les niveaux d'inflation perdraient leur caractère informatif en matière de développement économique. Troisièmement, un engagement à réduire l'inflation rend la politique économique trop souple en temps normal. Ainsi, le taux directeur approche la limite inférieure « zéro », réduisant la marge pour tout ajustement sur les taux d'intérêt en cas de ralentissement économique.

Frappa et Mésonnier (2010), ont comparé l'état du système financier dans les pays ciblés et non ciblés. S'appuyant sur un échantillon de 17 économies avancées, leurs données empiriques se basent sur une analyse qui suggère que le ciblage de l'inflation soit associé à une hausse des prix réels des logements et à un ratio prix /

loyers. Selon ces derniers indicateurs d'instabilité financière, le secteur financier est considéré comme relativement stable dans les pays mettant en œuvre le régime de ciblage d'inflation.

Sur la base d'une approche à réponse variable dans le temps, Baxa et al. (2013) examinent la problématique d'efficacité de la technique de ciblage d'inflation pour les États-Unis, le Royaume-Uni, l'Australie, le Canada et la Suède. Ils concluent que la plupart de ces BC (y compris celles qui appliquent le régime de ciblage d'inflation) réagissent au stress financier, principalement en réduisant leur taux directeur. Cela prouve que ces BC réagissent «curativement» c'est-à-dire lorsque l'économie est affectée négativement par un choc financier, plutôt que de manière préventive pour éviter le choc.

L'analyse est basée sur un échantillon de 26 pays émergents, dont 13 sont des pays qui appliquent le ciblage d'inflation, 6 avec des données trimestrielles couvrant la période de 2000-2014. Les principaux résultats révèlent qu'en moyenne, les pays qui ciblent l'inflation sont financièrement plus vulnérables que celles qui n'appliquent pas cette technique. L'analyse des fonctions de réaction suggère que contrairement à leurs homologues, la

plupart des pays ciblant l'inflation réagissent à des déséquilibres financiers.

Dans l'ensemble, ils concluent que les pratiquants du technique de ciblage d'inflation sont plus instables financièrement. Cela remet en cause l'efficacité du taux d'intérêt à court terme en tant qu'instrument de lutte contre l'instabilité financière.

Le ciblage de l'inflation a récemment été considéré comme l'une des principales causes de l'absence de réaction des autorités face à la création de déséquilibres financiers au cours de la récente crise financière. Dimas mateurs et al (2018), prennent des données de banques de 66 pays pour la période 1998-2014 et comparent l'impact de la qualité institutionnelle perçue par la population nationale sur la stabilité financière des pays qui ont adopté le ciblage d'inflation à ceux qui ne l'ont pas encore fait. Ils constatent que, même si cette politique (le «paradoxe de la crédibilité») ne renforce pas la stabilité des banques des pays des technologies de ciblage de haute qualité, les pays dont le niveau de qualité des institutions est moyen semblent en bénéficier.

En outre, dans les estimations, le ciblage d'inflation et la stabilité financière sont négativement associées dans les pays à

faible qualité institutionnelle, ce qui est cohérent avec le fait que les gouvernements doivent au moins avoir une certaine confiance en leur population pour mener des politiques économiques efficaces.

Todd et al (2004), considèrent que « les BC lissent les taux d'intérêt nominaux pour maintenir des marchés monétaires ordonnés ». En 2005, les mêmes auteurs, affirment que les BC atténuent les fluctuations des taux d'intérêt, étaient convaincus que cette politique favorise la stabilité financière. Cette croyance repose sur la présomption que l'effet direct de la moindre volatilité des taux d'intérêt sur la probabilité d'insolvabilité d'une banque est l'effet prédominant de cette politique. De même, Rudebusch (1995), à déclarer que: "La Réserve fédérale et la presse financière semblent interpréter le but d'un tel lissage qui consiste à éviter la" tension excessive "sur les marchés financiers. Outre les ajustements progressifs, le lissage des taux d'intérêt décourage les inversions rapides de la direction des changements de cibles. Les BC assimilent le lissage des taux d'intérêt à une plus grande stabilité financière, car elles se concentrent sur l'effet direct du lissage des taux d'intérêt : la moindre volatilité des taux d'intérêt à court terme.

Le lissage des taux d'intérêt aura donc tendance à réduire le montant des actifs de précaution détenus par les banques pour couvrir le risque de liquidité ; c'est une prédiction centrale de la littérature sur la gestion des réserves Balten sperger (1980). La question intéressante est de savoir si l'exposition nette d'une banque au risque de liquidité diminue lorsqu'une politique de lissage des taux d'intérêt est en place. Goodfriend (1991) soulève cette question en termes généraux en demandant si les structures actif-passif des banques sont influencées par le fait qu'elles savent que la Réserve fédérale adoucit les taux d'intérêt.

Un effet indirect se produit si le lissage des taux d'intérêt modifie les incitations à la prise de risque par les institutions financières, éventuellement en entrant dans de nouveaux secteurs d'activité moins connus. Cette possibilité a été évoquée dans la presse financière :

Cukierman (1992), se concentre directement sur la relation entre la stabilité financière et le lissage des taux d'intérêt. Il construit un modèle où des taux d'intérêt plus élevés à court terme affectent négativement la rentabilité des banques. Il montre que lisser les fluctuations des taux d'intérêt augmente la rentabilité des banques.

Il existe trois types de littérature théorique sur le lien entre le lissage des taux d'intérêt et la stabilité financière :

Le premier est la littérature sur la gestion des réserves, étudie les avoirs optimaux des réserves à faible rendement d'une banque dans un environnement caractérisé par des retraits stochastiques et une pénalité pour avoir des réserves insuffisantes et faire face aux retraits. Il est, en principe, un motif de stabilité financière pour le lissage des taux d'intérêt dans ces modèles, c'est-à-dire pour compenser les chocs à la liquidité des banques, mais ces modèles ont aussi des lacunes importantes pour répondre à cette question. Une lacune évidente est que le taux de refinancement n'est pas stochastique dans ces modèles, de sorte qu'une politique de lissage des taux d'intérêt n'est pas bien définie. Quelques analyses récentes Nautz, (1998), Bartolini et al. (2002), considèrent les modèles de gestion des réserves avec des taux de refinancement stochastiques. Cependant, ces analyses supposent qu'il n'ait pas possible qu'une banque soit insolvable.

Un deuxième volet de la littérature comprend divers modèles qui justifient une « offre élastique de monnaie », conforme à la charte de la Réserve fédérale. Miron (1986), par exemple, soutient que la politique de la Fed consistant à lisser les chocs saisonniers de liquidité sur les

banques et ainsi, réduire le nombre de faillites bancaires. Champ et al (1996), Freeman, (1996a) et Freeman (1996b), soulignent les avantages de l'argent émis par le secteur privé pour résoudre les pénuries de liquidités bancaires, tandis que Bhattacharya et Gale (1987), Chari (1985), Freeman (1999) et Woodford (1996), soulignent le rôle primordial des BC dans la résolution des problèmes de liquidité.

Selon ces auteurs, le désir des BC de stabiliser le risque de base (c'est-à-dire le risque résiduel qui subsiste après l'exploitation de toutes les opportunités de couverture) peut conduire à des règles de taux d'intérêt caractérisées en équilibre par un lissage des taux d'intérêt à la hausse ou à la baisse. Ils constatent que contrairement aux résultats de Woodford (2003a) et de Bullard et Mitra (2007), le lissage des taux d'intérêt vers l'arrière n'atténue généralement pas les problèmes d'indétermination des équilibres des anticipations rationnelles. Ainsi, les règles de taux d'intérêt, qui préoccupent excessivement la stabilité financière et conduisent à un lissage élevé des taux d'intérêt, peuvent conduire à une indétermination et à un compromis entre la stabilité des prix et la stabilité financière.

Les résultats supposent que les banques couvrent les risques liés à l'évolution des

taux d'intérêt en utilisant activement les contrats à terme, ce comportement de couverture est pertinent pour les institutions financières, mais peut néanmoins justifier certaines préoccupations de stabilité financière limitées du point de vue des autorités monétaires. Lorsque le taux d'intérêt réagit à l'inflation actuelle, le principe standard de Taylor généralisé est toujours nécessaire pour garantir la détermination (même en ajoutant un souci de stabilité financière).

#### **La stabilité des prix nécessaire mais insuffisante pour assurer la stabilité financière**

Christophe Blot et al (2014), posent la question suivante : la stabilité financière est-elle liée à la stabilité des prix? Cette question d'actualité est importante pour la mise en œuvre des politiques, puisque la plupart des BC sont devenues responsables de la surveillance de la stabilité financière suite de la crise financière mondiale. Un régime monétaire dont l'objectif est la stabilisation des prix permettrait d'une manière directe et systématique à une stabilité du système financier Borio et Lowe (2002).

#### **Lien théorique et empirique entre la stabilité des prix et la stabilité financière**

De nombreux auteurs tels que Blinder, (1988), Borio et Lowe (2002), Borio et al (2003), convient de souligner que le point de vue selon lequel la stabilité des prix est bénéfique pour la stabilité financière doit être inversé. Cette idée est justifiée par le fait que le maintien d'une inflation faible peut induire une vision trop optimiste du développement futur de l'économie et que la fausse perception de la sécurité peut entraîner une augmentation excessive de la valeur des actifs. Sur la base de ce raisonnement, nous pouvons dire qu'une inflation stable à des niveaux bas peut rendre le système financier plus vulnérable.

La stabilité des prix devrait être une condition suffisante pour la stabilité financière, ou que la stabilité des prix favorise la stabilité financière Bordo et Wheelock, (1995), Adina Criste et Iulia Lupu (2014), Comme le souligne Bordo (2007), la stabilité des prix est une condition préalable à la stabilité financière. Selon la même approche, la stabilité financière et la stabilité des prix se renforcent mutuellement à long terme.

Bordo et Wheelock (1998), n'ont pas trouvé de mécanisme spécifique expliquant la sagesse conventionnelle : d'une part, l'instabilité financière peut résulter des



perturbations monétaires, si l'inflation inattendue résultant des contractions monétaires ou des expansions conduit à des paniques bancaires. D'autre part, la corrélation entre la stabilité financière et la stabilité des prix peut également être la conséquence de la fragilité financière lorsqu'on est en période de boom économique. L'instabilité financière peut avoir un effet direct sur le niveau de l'activité économique et sur la stabilité des prix.

Par différents canaux, Gilchrist et Leahy (2002), identifient un effet de richesse car, lors de la flambée des prix des actifs, les agents les plus riches consomment davantage et une consommation accrue a un impact direct et positif sur l'inflation. Ce canal fonctionne également dans d'autres sens: en période de tensions financières élevées, lorsque les prix des actifs baissent, les agents économiques sont plus limités et ont tendance à consommer moins. Un choc d'instabilité financière induit une baisse des prix des actifs qui détériore les bilans des agents économiques et leur valeur nette. Les agents sont moins susceptibles d'emprunter et donc d'investir. Cette situation entraîne un cercle vicieux, l'accélérateur financier, la baisse des prix des actifs, le resserrement des conditions de

financement et la baisse de l'activité économique et des prix.

Une BC axée sur la stabilité des prix contribuerait également à la stabilité financière Bordo et Wheelock, (1998). Bien qu'elle n'ait pas été explicitement adoptée par les BC, cette sagesse conventionnelle stipule que l'objectif de la stabilité des prix est principalement assigné aux BC et implicitement, suscite l'objectif de stabilité financière. Ainsi, le lien entre stabilité financière et stabilité des prix est également pertinent pour le débat théorique en cours sur la conduite de la politique monétaire, en particulier sur les instruments et les objectifs de la politique monétaire Woodford, (2012), Smets, (2014).

Une autre observation, qui confirme la déclaration précédente, est celle du gouverneur de la BC du Japon Shirakawa, (2012) : «le fait de se focaliser et d'insister sur l'objectif de stabilisation des prix à court terme en tant que remède à l'instabilité macro-économique aurait des retombées négatives à long terme ». Le système financier devient instable et, en gardant les attentes sur la stabilité économique à long terme, l'augmentation de l'endettement et les déséquilibres entre les échéances des actifs et passifs des institutions financières sont stimulés.

De même, Christophe Blot et al (2014), affirment la même idée que Schwartz (1995), a associé, dans son ouvrage fondateur, l'instabilité des prix conduit à l'instabilité financière par des distorsions de l'inflation, d'une part, et la valeur des garanties et l'augmentation du risque financier, d'autre part

De manière empirique, il a été démontré que de nombreuses crises financières ont été provoquées par des modifications importantes du niveau des prix Adina Criste et Iulia Lupu (2014). Bordo et al. (2000), et la plupart des crises bancaires ont eu lieu pendant la récession qui a souvent suivi des épisodes de forte inflation Gorton, (1988), Calomiris et Gorton, (1991). Cela a incité les banquiers centraux à poursuivre un objectif de stabilité des prix, considéré comme adéquat pour la stabilité du système financier.

Christophe Blot et al (2014), mettent l'hypothèse nulle selon laquelle la stabilité des prix est corrélée positivement avec la stabilité financière et que cette relation est stable dans le temps, pour la vérifier ils examinent le lien entre la stabilité financière et la stabilité des prix par une analyse à travers trois méthodes différentes. Ils commencent par une analyse de corrélation simple bien que peu sophistiquée, cela a le mérite de la

simplicité et de la clarté en n'utilisant aucune manipulation statistique ou théorique des données. Ils testent ensuite leur hypothèse à l'aide d'un modèle VAR simple, en utilisant comme variables endogènes la production industrielle, l'inflation, les prix des actifs et divers indicateurs de stabilité financière. Enfin, suite à Engle (2002), ils estiment une mesure variant dans le temps des corrélations basées sur la corrélation conditionnelle dynamique (DCC). Les trois méthodes fournissent des résultats convergents. Ils rejettent l'hypothèse selon laquelle la stabilité des prix est corrélée positivement avec la stabilité financière et ne trouve aucune preuve à l'appui des idées reçues. Aucune des trois méthodes empiriques ne montre un lien positif stable entre la stabilité financière et la stabilité des prix.

### **III –Données et méthodologie:**

#### **1- Description des données :**

Afin de calculer un indicateur de la stabilité financière, plusieurs méthodes ont été utilisées (d'alerte précoce, stress-tests, ...). Dans notre étude, nous essayerons de calculer un indicateur agrégé à partir de plusieurs indicateurs individuels, les indices agrégés présentent de nombreux avantages par rapport aux autres méthodes, comme la simplicité des calculs, la

transparence élevée et l'identification plus facile des données statistiques essentielles. Nous utiliserons les indicateurs individuels suivants : la masse Monétaire (% du PIB), la croissance des avoirs extérieurs nets, les flux de capitaux, le crédit accordé au secteur privé par les banques (% du PIB), le taux de croissance du crédit, l'écart de taux d'intérêt (taux de prêt moins taux de dépôt, %) et l'indice boursier.

Après avoir défini notre indicateur agrégé, une étape primordiale doit être effectuée à savoir la normalisation. Pour ce faire, nous nous sommes basés sur la méthode de normalisation mathématique qui consiste à transformer les données à l'aide d'une fonction mathématique qui encadre les valeurs entre une limite inférieure et une borne supérieure (dans notre cas entre 0 et 1). La formule utilisée pour la normalisation est la suivante :

$$I_{it}n = \frac{I_{it} - \min(I_i)}{\max(I_i) - \min(I_i)}$$

Avec  $I_{it}$  représente la valeur de l'indicateur  $i$  à la période  $t$ ,  $\min(I_i)$  et  $\max(I_i)$  sont respectivement la valeur minimale et la valeur maximale enregistrées par l'indicateur  $i$  à la période analysée ;  $I_{it}n$  est la valeur normalisée de l'indicateur.

## 2- Méthodologie

Notre étude cherche à examiner la nature de relation entre la politique monétaire et la stabilité financière pour un échantillon de 30 pays qui se décompose de 18 pays

en développements tel que : (Afrique de sud, Brésil, Colombie, Chili, Ghana, Romania, Indonésie, République Tchèque, Hongrie, Mexico, Pérou, Philippine, Pologne, Thaïlande, Turquie, Guatemala et Israël) et 12 pays développés tels que ( Angleterre, Australie, Canada, Corée de sud, Islande, Nouvelle Zélande, Norvège, Suède, République Slovaquie, Espagne, Suisse, Finlande) durant la période 1980-2015. Pour ce faire, nous d'utilisons la méthode de cointégration et le modèle à correction d'erreur avec comme variables : la stabilité financière, le taux d'intérêt, le taux de change et le taux d'inflation pour mesurer la politique monétaire ; et des variables de contrôles (le PIB par habitant, le taux de croissance du PIB, le taux d'ouverture). Toutefois, avant d'entamer notre estimation, la première étape de notre travail empirique sera consacrée au calcul d'un indicateur composite pour mesurer la stabilité financière.

Afin de recourir à une telle méthodologie, nous utiliserons une méthode simple, à savoir l'analyse en composante principale pour construire un indicateur agrégée à partir d'un ensemble d'indicateurs individuels. Dans une seconde étape, et pour estimer la relation entre la stabilité financière et les autres variables, quelques tests statistiques seront mis en place. Une première étape consiste à vérifier la stationnarité de nos variables. Si les

variables sont en totalité stationnaire en niveau, on utilise le modèle VAR. Si les variables sont intégrés de même ordre, nous procédons à un test de cointegration pour vérifier l'existence ou non d'une relation à long terme entre les variables, deux cas sont possibles : s'il y a absence de relation de cointegration dans ce cas, on utilise un modèle VAR en différence, par contre si on a détecté une relation de cointegration, on procède à un modèle à correction d'erreur.

### 3. Résultats d'estimation et interprétation

L'analyse empirique consiste à estimer la relation entre la PM et la stabilité financière à travers la méthode déjà décrite ci-dessus. Toutefois, et avant d'appliquer cette méthode une analyse préliminaire de l'évolution de nos variables paraît être obligatoire. Les résultats présentés dans le tableau 1 et 2 illustrent une analyse descriptive de nos variables. Les résultats montrent bien une grande dispersion dans les variables de l'étude pour les pays développés et pour les pays en voie de développement. Nous pouvons bien remarquer que la prise en compte de l'échantillon total risque de donner des résultats biaisés vue que les valeurs des variables des pays en développements peuvent affecter les valeurs de ces mêmes variables dans les pays développés.

Prenons par exemple la valeur du logarithme de l'inflation, elle est en moyenne de l'ordre de 2.412158 dans les pays en développement, par contre elle est de l'ordre de 1.288192 dans les pays développés ; pour la valeur du taux de change réel, elle est de l'ordre de 112.2580 dans les pays en développements, tandis qu'il est de l'ordre de 99.04991 dans les pays développés. Aussi, les résultats montrent que la prise en compte de l'échantillon total risque d'accroître l'écart type des variables qui mesure la dispersion de nos variables, ce qui peut affecter la pertinence de nos estimateurs. Nous pouvons ainsi conclure que la subdivision de notre échantillon total en deux sous-groupes paraît être obligatoire.

*Tableau 1 : statistique descriptive des pays en développements*

	STABLY	M2_PIB	LOG_INFLATION	TX_CHANGE_REEL	LNGDP_H
Mean	0.373052	47.77895	2.412158	112.2580	8.589971
Median	0.336495	41.83987	2.215107	96.91809	8.690719
Maximum	1.000000	171.5011	8.920214	1123.840	10.40288
Minimum	0.000000	10.08290	-2.656407	37.51200	6.553259
Std. Dev.	0.315972	25.45479	1.476143	95.83209	0.833444
Skewness	0.546153	1.637357	0.581669	7.276061	-0.312118
Kurtosis	2.140681	6.658572	4.778138	65.65968	2.577874
Jarque-Bera	48.93291	610.7589	114.3832	104829.3	14.38579
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000752
Observations	608	608	608	608	608

Tableau 2 : statistique descriptive des pays développés

	STABLY	M2_PIB	LOG INFLATION	LNTXCHNG	LNGDP_H
Mean	0.376035	69.01913	1.288192	99.04991	10.30557
Median	0.226804	60.72170	1.213279	99.24071	10.40727
Maximum	1.000000	170.1696	4.431012	152.7754	11.42512
Minimum	0.000000	19.64870	-3.116771	43.84554	8.216048
Std. Dev.	0.330922	31.17791	1.168092	21.52320	0.620545
Skewness	0.588824	1.063637	-0.202171	-0.149408	-0.988806
Kurtosis	1.858293	3.794387	4.804022	3.394405	4.067908
Jarque-Bera	39.12221	74.98182	49.70323	104.0619	73.45539
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Observations	349	349	349	349	349

Après avoir donné une vision sur l'évolution de nos variables, et avant de passer à chercher la nature de la relation entre eux, une analyse de la corrélation paraît être nécessaire. En effet, une matrice de corrélation est utilisée pour évaluer la dépendance entre plusieurs variables en même temps. Ainsi, la présence de corrélation implique l'utilisation des variables plus ou moins dépendantes, d'où on risque de se rencontrer avec des problèmes d'endogénéité qui affectent les résultats de l'estimation. Ainsi, d'après les résultats présentés dans le tableau 3 et 4, nous pouvons bien remarquer l'absence de toute corrélation entre les différentes variables de notre étude.

Tableau 3 : matrice de corrélation des pays en développements

	M2PIB	LNGDLH	LNTXCHG	STABLY	LOGINF-N
M2PIB	1.0000				
LNGDLH	0.4682	1.0000			
LNTXCHANG	-0.1879	-0.3264	1.0000		
STABLY	0.1348	0.0369	-0.0900	1.0000	
LOG INFLATION	-0.3931	-0.1271	-0.0481	-0.0609	1.0000

Tableau 4 : matrice de corrélation des pays développés

	M2PIB	LNGDPH	LNTXCHNG	STABLY	LOGINF-N
M2PIB	1.0000				
LNGDPH	0.2191	1.0000			
LNTXCHNG	-0.0565	0.2929	1.0000		
STABLY	0.6278	0.0696	-0.1421	1.0000	
LOG INFLATION	-0.3631	-0.4762	-0.1992	-0.3158	1.0000

Après avoir vérifié l'absence de corrélation entre les variables, l'étape suivante consiste à vérifier la stationnarité des variables. Pour ce faire, nous avons fait recours aux tests de racine unitaire en données de panel, à savoir le test LLC (Levin, Lin & Chu), le test IPS (Im, Pesaran and Shin) et le test ADF (Fisher). Les résultats de ces tests sont présentés dans les tableaux 5 et 6

Tableau 5 : test de stationnarité des pays en développements

			Levin, Lin & Chu t*	Im, Pesaran and Shin W-stat	ADF - Fisher Chi-square	PP - Fisher Chi-square
<b>lninf</b>	en niveau	Statistic	-0.12583	-0.28606	50.3758	64.9386
		Prob	0.4499	0.3874	0.0349	0.0011
	en différence	Statistic	-13.9230	-18.4280	329.766	415.510
		Prob	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<b>M2 /PIB</b>	en niveau	Statistic	1.32256	3.38323	17.7761	17.8130
		Prob	0.9070	0.9996	0.9901	0.9899
	en différence	Statistic	-9.38708	-11.2628	190.790	363.064
		Prob	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<b>GDP growth</b>	en niveau	Statistic	2.60593	6.71222	3.21750	2.45135
		Prob	0.9954	1.0000	1.0000	1.0000
	en différence	Statistic	-8.38894	-9.14630	152.241	184.217
		Prob	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<b>Stab</b>	en niveau	Statistic	1.17380	1.65758	30.7454	29.6516
		Prob	0.8798	0.9513	0.6279	0.6808
	en différence	Statistic	-10.4462	-13.4277	233.741	351.480
		Prob	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<b>lnrxchang</b>	en niveau	Statistic	-1.86228	-0.90926	-1.81404	53.1975
		Prob	0.0313	0.1816	0.0348	0.0191
	en différence	Statistic	-4.61263	-7.76148	-9.01145	142.596
		Prob	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Tableau 6 : test de stationnarité des pays développés

			Levin, Lin & Chu t*	Im, Pesaran and Shin W-stat	ADF - Fisher Chi-square	PP - Fisher Chi-square
<b>lninf</b>	en niveau	Statistic	-1.59749	-1.29495	35.4106	54.0269
		Prob	0.0551	0.0977	0.0625	0.0004
	en différence	Statistic	-11.0284	-13.7064	210.477	343.230
		Prob	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<b>M2 /PIB</b>	en niveau	Statistic	1.66859	2.12152	15.4033	11.8539
		Prob	0.9524	0.9831	0.7529	0.9210
	en différence	Statistic	-8.23485	-8.31074	106.946	195.907
		Prob	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<b>GDP growth</b>	en niveau	Statistic	-4.28378	0.98415	24.1260	37.3311
		Prob	0.0000	0.8375	0.4544	0.0405
	en différence	Statistic	-7.74909	-7.49244	102.742	116.454
		Prob	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<b>stab</b>	en niveau	Statistic	-0.01577	0.98415	25.4217	40.9579
		Prob	0.4937	0.8375	0.3831	0.0168
	en différence	Statistic	-7.51226	-10.9294	161.915	166.318
		Prob	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<b>lnrxchang</b>	en niveau	Statistic	-1.38465	-2.27739	41.5219	22.1716
		Prob	0.0831	0.0114	0.0146	0.5690
	en différence	Statistic	-8.56758	-10.0266	143.572	191.357
		Prob	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Les résultats des tests de stationnarité montrent que la majorité de nos variables sont stationnaire en différence pour les deux sous-échantillons. Concernant, les pays en développements la majorité de nos variables sont stationnaire en différence

sauf la variable log de l'inflation est stationnaire en niveau aussi bien pour log de taux de change est stationnaire en niveau pour les tests LLC, ADF et PP Fisher. Pour les pays développés la totalité des variables sont stationnaires en différence sauf la variable log de l'inflation est stationnaire en niveau, la variable gdp growth est stationnaire en niveau pour le test LLC et PP Fisher seulement, la variable log de taux de change est stationnaire aussi en niveau pour les tests LLC, Pesaran and Shin W-stat et ADF et la variable stabilité est stationnaire en niveau seulement pour le test de PP Fisher.

En passant à la différence première, nous pouvons remarquer d'après les résultats que toutes les variables sont dans ce cas stationnaires. Ainsi, nous pouvons conclure que nos variables sont intégrées d'ordre 1 I(1). L'ordre d'intégration de nos variables peut nous renseigner en première vue sur la possibilité de l'existence d'une relation de long terme entre les variables qui soit confirmée par l'existence d'une relation de cointégration entre eux.

Ainsi, afin de confirmer ou de nier une telle relation un test de cointégration doit être mis en place. Le concept de cointégration peut être défini comme un co-mouvement systématique à long terme entre deux ou plusieurs variables économiques Yoo (2006). Comme on l'a vu précédemment, la technique

économétrique permet d'utiliser plusieurs tests dans le cadre des études sur données de panels. En ce sens, Westerlund (2007), a développé quatre statistiques pour tester la cointégration en panel, Pedroni (1995, 1997, 1999, 2004) et Kao(1999) ont développé des tests résiduels analogues aux tests de Engle et Granger (1987). Dans notre étude, l'analyse de cointégration va se baser sur le test de Pedroni. Les résultats du test sont présentés dans les tableaux 7 et 8

*Tableau7 : test de cointégration des pays développés*

	(STAB, LNGDP, LNINF)		(STAB, LNGDP, LNTXCHNG)		(STAB, LNGDP, M2/PIB)	
PANEL V-STATISTIC	-1.726222	0.9578	-1.523524	0.9362	-1.311565	0.9052
PANEL RHO-STATISTIC	0.825673	0.7955	1.040558	0.8510	0.964376	0.8326
PANEL PP-STATISTIC	0.044283	0.5177	0.194320	0.5770	0.018478	0.5074
PANEL ADF-STATISTIC	1.210226	0.8869	0.002310	0.5009	0.114770	0.5457
GROUP RHO-STATISTIC	0.906563	0.8177	2.287411	0.9889	2.055580	0.9801
GROUP PP-STATISTIC	-0.164850	0.4345	1.090296	0.8622	1.191118	0.8832
GROUP ADF-STATISTIC	0.869675	0.8078	0.136302	0.5542	1.240175	0.8925

*Tableau8 : test de cointégration des pays en développements*

	(STAB, LNGDP, LNINF)		(STAB, LNGDP, LNTXCHNG)		(STAB, LNGDP, M2/PIB)	
PANEL V-STATISTIC	-2.249096	0.9877	-2.501697	0.9938	-1.088749	0.8619
PANEL RHO-STATISTIC	2.115021	0.9828	2.979790	0.9986	1.334962	0.9091
PANEL PP-STATISTIC	2.139563	0.9838	3.673568	0.9999	1.351659	0.9118
PANEL ADF-STATISTIC	3.053275	0.9989	3.661130	0.9999	1.715122	0.9568
GROUP RHO-STATISTIC	1.470893	0.9293	3.529478	0.9998	1.320004	0.9066
GROUP PP-STATISTIC	0.911555	0.8190	4.084475	1.0000	1.061389	0.8557
GROUP ADF-STATISTIC	1.834339	0.9667	3.966337	1.0000	1.767025	0.9614

Les tableaux 7 et 8 présentent les résultats des tests de cointégration de panel pour l'hypothèse nulle d'absence de cointégration entre les variables des trois relations, à savoir la relation entre la stabilité et l'inflation, la relation entre la stabilité et le taux de change, et enfin la relation entre la stabilité et la masse monétaire. Le choix de ces trois relations rejoint l'objectif de notre travail qui cherche à étudier la relation entre la stabilité politique et la politique monétaire qui peut être illustrée par le taux d'inflation, le taux de change ou bien la masse monétaire, c'est-à-dire les trois canaux traditionnels de la politique monétaire.

L'acceptation de L'hypothèse nulle indique l'absence d'une relation de long terme (ou de cointégration). Toutes les statistiques présentées dans les tableaux 7 et 8 sont sous forme standardisée et obéissent à la loi normale standard. Pour rejeter l'hypothèse nulle, il faut que la valeur de la statistique (Panel v-Statistic) soit fortement positive et que celle de toutes les autres statistiques soit fortement négative. Toutefois, cette condition paraît être non vérifiée. Dans notre cas, la totalité des statistiques sont non significatives. Les probabilités critiques associées aux sept statistiques sont bien supérieures au seuil critique de 10%. Ainsi, nous pouvons conclure l'absence de toute relation de

cointégration entre les variables des trois relations, respectivement pour les deux groupes de pays. Ce résultat nous ramène à l'utilisation du modèle VAR pour analyser la relation de court terme entre les variables.

Pour utiliser une telle modélisation, nous devons dans un premier temps déterminer le nombre de retards des variables dans chaque modèle. Le recours au critère AIC nous a permis de sélectionner un nombre de retard égal à 2 pour les trois régressions et dans les deux groupes de pays. L'estimation des modèles VAR (2) nous a permis d'obtenir les résultats présentés dans les figures 1 et 2.

Figure 1: force d'impulsion pour les pays développés

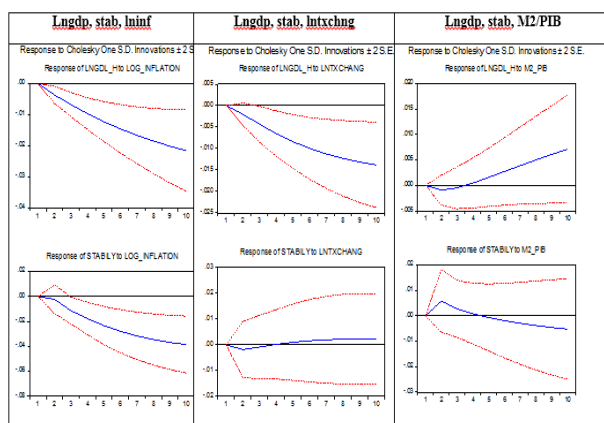
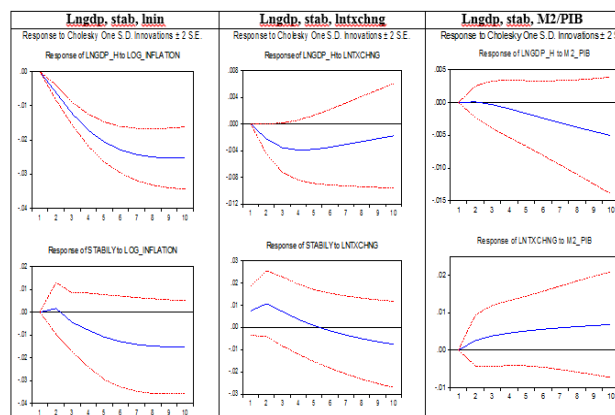


Figure 2 : force d'impulsion pour les pays en développements



La figure 1, illustre la réaction de la stabilité financière et de la croissance économique suite à un choc exogène sur l'un des variables monétaires (inflation, masse monétaire, taux de change) dans les pays développés. En effet, nous pouvons bien remarquer qu'un choc exogène sur l'inflation affecte négativement la croissance économique. Ainsi, l'inflation provoque une perturbation de la répartition macroéconomique des revenus. L'évolution des revenus des agents économiques ne peut plus s'effectuer à la même vitesse que l'inflation. Il y a un équilibre macroéconomique, autrement dit une égalité entre l'investissement et l'épargne se trouve contestée, si l'inflation pénalise les titulaires, les créanciers et les revenus indexables. En outre, la compétitivité des entreprises nationales et l'attractivité de l'économie sont réduites à



cause d'une inflation nationale plus forte par rapport à l'étranger, d'où le réajustement monétaire. En Europe, l'utilisation de la dévaluation comme une arme de compétitivité est entravée par le système du taux de change fixe. D'ores et déjà, c'est à la BCE qu'on a confié la gestion de l'Euro et la PM. Celle-ci est capable d'intervenir pour assurer la stabilité des prix. Néanmoins, à l'intérieur de la zone euro, les différentiels de prix pénalisent les pays qui prouvent plus d'effort en matière d'inflation (l'Allemagne, la France) au profit de ceux qui en font le moins (l'Irlande).

Nos résultats semblent bien conformes aux travaux d'Evans et Wachtel (1993), qui ont montré que les chocs de l'inflation peuvent induire une baisse de la croissance économique. Ce résultat a été aussi corroboré, notamment par Davis et Kanago (1996), Grier et Perry (2000), Elder (2004), Grier et al (2004), Bredin et Fountas (2005) et Fountas et al. (2006). En ce qui concerne la stabilité financière, les résultats montrent qu'elle est négativement affectée par un choc sur l'inflation.

Concernant la réponse de la stabilité financière suite à un choc sur l'inflation, les résultats montrent une relation négative. Un choc exogène sur l'inflation dans les pays développés engendre une perturbation dans la situation financière à

travers l'effet sur les prix. Ainsi, une inflation élevée et instable peut être lourde de conséquences. Elle affaiblit la capacité de l'économie de générer des gains durables pour de la production, des revenus et de l'emploi. Elle suscite aussi des incertitudes chez les consommateurs, les entreprises et les investisseurs, et érode la valeur des revenus et de l'épargne. Un système financier stable facilite une répartition régulière et efficace des fonds entre prêteurs et emprunteurs et une diversification des risques. Aussi, la stabilisation des niveaux de l'inflation est favorable à une croissance économique à long terme, à des mouvements stables des prix et de la production, et à une PM efficace. En ce sens, en ciblant l'inflation, les BC sont généralement chargées de promouvoir également un système financier stable.

Pour la deuxième relation, à savoir l'effet du taux de change sur la stabilité financière, les résultats montrent qu'un choc sur le taux de change affecte négativement la croissance des pays développés. Cet effet négatif se renforce à long terme. Toutefois, dans les pays en développements, cet effet est négatif, mais il a une tendance à s'annuler à long terme. Cette situation peut être expliquée par le fait que la baisse du taux de change va engendrer une perturbation dans l'équilibre

macroéconomique à court terme, cette perturbation sera équilibrée à long terme par l'attractivité des IDE. La baisse du taux de change encouragera les investisseurs à acheter davantage la monnaie domestique du pays, d'où l'accroissement des réserves en devises. Pour l'effet d'un choc exogène du taux de change sur la stabilité financière, nous pouvons remarquer qu'il commence par un effet négatif dans les pays développés pour se transformer à un effet positif à partir de la quatrième période. Par contre, dans les pays en développements, il commence par un effet positif pour se transformer à un effet négatif à partir de la cinquième période. Enfin, pour la troisième relation, l'analyse est consacrée à connaître l'effet d'un choc de la masse monétaire sur la stabilité financière. Les résultats montrent qu'un accroissement brutal de la masse monétaire affecte positivement la stabilité financière à court terme pour se transformer à un effet négatif à long terme pour les pays développés. Toutefois, pour les pays en développements il est positif.

Après avoir analysé les effets de la PM sur la stabilité financière, la dernière étape consiste à analyser la causalité entre les variables de notre étude. Les résultats du test de Granger sont présentés dans les tableaux 9 et 10.

Tableau9 : causalité de Granger pour les pays en développements

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
STABLY does not Granger Cause LNGDL_H	578	0.74971	0.4730
LNGDL_H does not Granger Cause STABLY		2.62927	0.0730
M2_PIB does not Granger Cause LNGDL_H	578	1.38208	0.2519
LNGDL_H does not Granger Cause M2_PIB		4.05726	0.0178
LOG_INFLATION does not Granger Cause LNGDL_H	572	7.51499	0.0006
LNGDL_H does not Granger Cause LOG_INFLATION		1.56245	0.2105
LNTXCHANG does not Granger Cause LNGDL_H	578	3.65297	0.0265
LNGDL_H does not Granger Cause LNTXCHANG		2.15733	0.1166
M2_PIB does not Granger Cause STABLY	578	0.61576	0.5406
STABLY does not Granger Cause M2_PIB		1.03581	0.3556
LOG_INFLATION does not Granger Cause STABLY	572	6.49177	0.0016
STABLY does not Granger Cause LOG_INFLATION		7.38992	0.0007
LNTXCHANG does not Granger Cause STABLY	578	0.03661	0.9641
STABLY does not Granger Cause LNTXCHANG		0.39703	0.6725
LOG_INFLATION does not Granger Cause M2_PIB	572	7.69204	0.0005
M2_PIB does not Granger Cause LOG_INFLATION		25.2661	3.E-11
LNTXCHANG does not Granger Cause M2_PIB	578	0.57474	0.5632
M2_PIB does not Granger Cause LNTXCHANG		1.10084	0.3333

Tableau10 : causalité de Granger pour les pays développés

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
STABLY does not Granger Cause LNGDP_H	408	6.00325	0.0027
LNGDP_H does not Granger Cause STABLY		3.38098	0.0350
LOG_INFLATION does not Granger Cause LNGDP_H	408	18.5125	2.E-08
LNGDP_H does not Granger Cause LOG_INFLATION		7.90471	0.0004
M2_PIB does not Granger Cause LNGDP_H	329	1.27759	0.2801
LNGDP_H does not Granger Cause M2_PIB		3.23318	0.0407
LNTXCHNG does not Granger Cause LNGDP_H	408	2.91089	0.0556
LNGDP_H does not Granger Cause LNTXCHNG		2.57670	0.0773
LOG_INFLATION does not Granger Cause STABLY	408	1.65597	0.1922
STABLY does not Granger Cause LOG_INFLATION		2.49135	0.0841
M2_PIB does not Granger Cause STABLY	329	0.34037	0.7118
STABLY does not Granger Cause M2_PIB		1.72097	0.1805
LNTXCHNG does not Granger Cause STABLY	408	1.72931	0.1787
STABLY does not Granger Cause LNTXCHNG		0.80256	0.4489
M2_PIB does not Granger Cause LOG_INFLATION	329	1.77588	0.1710
LOG_INFLATION does not Granger Cause M2_PIB		2.81186	0.0616
LNTXCHNG does not Granger Cause LOG_INFLATION	408	1.69679	0.1846
LOG_INFLATION does not Granger Cause LNTXCHNG		0.69886	0.4978
LNTXCHNG does not Granger Cause M2_PIB	329	2.04515	0.1310
M2_PIB does not Granger Cause LNTXCHNG		0.77944	0.4595

Concernons l'effet de la stabilité financière sur les principaux indicateurs macro économique, nous soutenons certaines

hypothèses essentielles pour les raisons suivantes :

- En cas d'instabilité financière, le secteur financier peut connaître un retrait massif des banques favorisant la hausse du taux d'intérêt et par suite la diminution de la masse monétaire en circulation ce qui peut aboutir à une diminution de l'inflation (H1).
- De même un choc financier encourage la fuite des capitaux et la baisse de réserves internationales sous contrôle des banques centrales d'où la dépréciation du taux de change est plus probable (H2).

En ce qui concerne l'autre sens de causalité à savoir l'effet des fluctuations des indicateurs macro économiques sur le degré de stabilité financière nous attendons l'existence d'un lien de causalité pour les raisons suivantes :

- Une inflation élevée ou galopante augmente l'incertitude et falsifie les anticipations des prix et des profits des agents économiques d'où une nouvelle information peut renverser les sentiments et aboutir à des réactions massives même en cas d'un choc de petite ampleur. Ceci nous amène à supposer que

l'inflation peut causer l'instabilité (H3).

- La hausse du taux d'intérêt peut augmenter le fardeau de la dette pour certains agents comme le cas des ménages aux Etats-Unis qui se trouvent incapables de rembourser les intérêts de leurs dettes suite à une politique monétaire suivie par la Fed de plus en plus restrictive. Cette situation de l'insolvabilité s'est transformée en crise de confiance à grande échelle entre les institutions financières aux Etats-Unis puis transmise aux différentes places financières du monde à travers la contagion, aboutissant à une crise financière mondiale la plus grave depuis les années 1929. Donc la fluctuation des taux d'intérêt peut causer l'instabilité financière (H4).
- Les fluctuations du taux de change comme le cas de la dépréciation du taux de change en Thaïlande en 1997 à augmenter le coût des dettes publiques qui sont libellées en dollars ce qui a abouti à l'insolvabilité de ce pays et à des attaques spéculatives contre le baht et la transmission de ce choc de change vers les différents pays Sud-Est asiatiques d'où la fluctuation du taux de

changes peut aboutir à une instabilité financière (H5).

Les résultats du test de causalité de Granger pour les pays en développements montrent que le PIB cause la stabilité financière et cause aussi la masse monétaire. Aussi, nous avons déduit une causalité unidirectionnelle du taux de change vers le PIB. Enfin, nous avons obtenu une causalité bidirectionnelle entre l'inflation et la stabilité financière. Ainsi, nous pouvons conclure que la variable inflation paraît affecter le plus la stabilité financière, d'où la stabilisation de l'inflation peut constituer une solution efficace pour rendre stable la situation financière. Cette stabilisation de l'inflation peut être appliquée à travers la stratégie de ciblage de l'inflation.

### **Conclusion :**

En conclusion nous remarquons que la prise en compte de la totalité de l'échantillon peut donner des résultats biaisés à cause que les valeurs des variables des pays en développements peuvent affecter les valeurs de ces mêmes variables dans les pays développés.

D'où la prise en compte de l'échantillon total risque d'accroître l'écart type des variables qui mesure la dispersion de nos variables, ce qui peut simuler la pertinence de nos estimateurs. Donc la subdivision de

notre échantillon total en deux sous-groupes est réclamée.

Nos résultats affirment qu'à long terme la stabilité monétaire est une condition préalable importante à la stabilité financière. Après avoir vérifié l'absence de corrélation entre les variables, suivante nous vérifions la stationnarité des variables. Ainsi, nous pouvons conclure l'absence de toute relation de cointégration entre les variables des trois relations (inflation, taux de change et masse monétaire avec la stabilité financière) pour les deux groupes de pays. Ce résultat nous ramène à l'utilisation du modèle VAR pour analyser la relation de court terme entre les variables.

Finalement, les pays en voie de développements montrent que le PIB cause la stabilité financière et la masse monétaire. Encore, nous avons déduit une causalité unidirectionnelle du taux de change vers le PIB, avec une causalité bidirectionnelle entre l'inflation et la stabilité financière. Ainsi, nous pouvons achever que la variable inflation paraît affecter le plus la stabilité financière, d'où la stabilisation de l'inflation peut constituer une solution efficace pour remettre stable la situation financière.

## Références :

- Adina Criste et Iulia Lupu (2014):** « The central bank policy between the price stability objective and promoting financial stability” *Procedia Economics and Finance*, Volume 8, 2014, Pages 219-225.
- Bartolini Leonardo; Giuseppe Bertola, Alessandro Prati (2002).**Day-to-day monetary policy and the volatility of the Federal Funds interest rate *Journal of Money, Credit and Banking*, 34 (2002), pp. 137-159. (2002).
- Baxa R. Horváth, B. Vašíček (2013):** Time-varying monetary-policy rules and financial stress: does financial instability matter for monetary policy? *J. Financ. Stab.* 9 (1), pp. 117–138.
- Bhattacharya Sudipto et Gale. Douglas (1987):** Preference shocks, liquidity, and central bank policy.
- Blinder, A (1988):** “The Fall and Rise of Keynesian Economics”December.
- Bordo (2007):** A Brief History of Central Banks”, *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary* December.
- Borio. C; English. B et Filardo. A (2003):** “A tale of two perspectives: old or new challenges for monetary policy?” *BIS Working Paper*, 127. (2003).
- Borio. C et Lowe. P (2002):** “Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus”, *BIS Working Paper No. 114*. Bank for International Settlements,
- Bullard. J et Mitra. K (2007):** “Determinacy, learnability, and monetary policy inertia”. *Money Credit Bank.*, 39 (2007), pp. 1177-1212.
- Calomiris.C et Gorton.G (1991):**“the origins of banking panics, models, facts, and bank regulation” in *financial markets and financial crises*, R.G. Hubbard (ed.), University of Chicago Press: Chicago.Gorton, (1991).
- Chari. V.V (1985):** Banking without deposit insurance or bank panics”: *Lessons from a model of the U.S. national banking system*.
- Cukierman. A (1992):** “Central Bank Strategy, Credibility And Independence Theory and Evidence”. *The MIT Press*, Cambridge, MA.
- Dimas Mateus, Fazio Thiago, Christiano Silva, Benjamin Miranda, Tabak Daniel et Oliveira Cajueiro (2018):** “Inflation targeting and financial stability: Does the quality of institutions matter? », *Economic Modelling* Volume 71, April 2018, Pages 1-15.
- Eijffinger. S et Geraats. P (2006):** “How transparent are central banks?” *European*

**Freeman Scott (1996):** “The payments system, liquidity, and rediscounting” *American Economic Review*, 86 (1996), pp. 1126-1138.

**Gilchrist. S et Leahy. J (2002):** ”Monetary policy and asset prices” *J. Monetary Econ.*, 49 (2002), pp. 75-97

**Goodfriend Marvin (1991):** “Interest rates and the conduct of monetary policy” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 34 (1991), pp. 7-30.

**Gorton. G (1988):** “Bankin panics and business cycles”, *Oxford Economic Papers*, 40; 1988: 751-781.

**Leijon hufvud (2007):** “Monetary and financial stability”.(2007). *CEPR Policy Insight*, 14.

**Loretta J (2017):** “The nexus of macroprudential supervision, monetary policy, and financial stability » *Journal of financial stability* June 2017, Pages 177-180.

**Miron. A et Jeffrey A (1986):** “Financial panics, the seasonality of the nominal interest rate, and the founding of the Fed” *American Economoc Review*, 76, no. 1, (march): 125-140. (1986),

**Nautz Dieter (1998):** “Demand for reserves when future monetary policy is uncertain”

**Rajan. R (2005):** “Has financial development made the world riskier? The Greenspan Era: Lessons for the future” *Proceedings of the FRB of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole* (2005), pp. 313-369.

**Schwartz.A.G (1995):** “Why financial stability depends on price stability” *Econ. Affairs*, 154 (1995), pp. 21-25, reproduced in *Money, Price and the Real Economy*, G. Wood ed. Cheltenham: Edward Elgar.

**Smets. F (2014):** Financial stability and monetary policy: how closely interlinked?” *Int. J. Central Bank.*, 102 (2014), pp. 263-300.

**Taylor.J P (2009):** The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong” *NBER Working Paper* (2009), p. 14631.

**Todd. R, Smith Henry et Van Egteren (2004):** Smoothing interest rates and financial stability »2005, Pages 147-171 review of financial economic.

**Allen William et Wood Geoffrey (2006):** “Defining and achieving financial stability” , *Journal of Financial Stability* Volume 2, Issue 2, June 2006, Pages 152-172.

**William.A (2009):** “On the Release of Information by Governments: Causes and

Consequences". Journal of Development Economics, 89, 124-138.

**Woodford. A (1996):** Commitments and optimal monetary policy.

**Woodford. A (2003a):** Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy Princeton University Press, Princeton and Oxford (2003).

**Woodford. M ( 2012):** Inflation targeting and financial stability, NBER Working Paper, 17967.