UKR Journal of Economics, Business and Management (UKRJEBM)
Homepage: https://ukrpublisher.com/ukrjebm/
Email: submit.ukrpublisher@gmail.com
Volume 2, Issue 11, 2026 **ISSN: 3049-429X (Online)**

Integrated Policy Mix and Long-Term Financial Stability

Policy Mix Intégré et la Stabilitè financière à Long Terme

Nosseyemba Somba Benjamin OUEDRAOGO

Université Norbert Zongo de Koudougou Burkina Faso

***Corresponding Author**: Nosseyemba Somba Benjamin OUEDRAOGO
DOI: *https://doi.org/10.5281/zenodo.24473918*

Article History
Original Research Article
Received: 22 September 2026
Accepted: 29 October 2026
Published: 23 November 2026
Copyright © 2026 The Author(s): This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution-NonCommercial **4.0 International License (CC BY-NC 4.0),** which permits non-commercial use, sharing, and reproduction in any medium, provided the original author(s) and source are appropriately credited.
Citation: Nosseyemba Somba Benjamin OUEDRAOGO. (2026). Integrated Policy Mix and Long-Term Financial Stability. UKR Journal of Economics, Business and Management, 2(11), 82-94.

Abstract

The purpose of this article is to show that the integrated policy mix is a solution to the stability of prices, goods and assets. Indeed, based on the results from the Westerlund test (2007), during the period 2OOO-2019, we accept the main hypothesis, which postulates that the central bank armed with a Taylor rule increased by financial stress, can effectively target financial stability. Furthermore, the central Bank must act on price stability, firstly the main objective of this institution, and, secondly, on financial stability as a secondary objective.

Keywords: *Financial stability, price, production, central, Bank.*

L'objectif principal de cet article est de proposer un instrument susceptible de conduire la politique monétaire de la BCEAO vers la stabilité financière. Il entend spécifiquement montrer que la règle de Taylor(1993) augmentée d'un stress financier serait une solution à la stabilité financière, par suite à des imperfections de son taux d'intérêt directeur nominal. A cette fin, sur la base des données de panel et du test de Westerlund, 2007, nous avons vérifié, pendant la période 2000-2019, si l'hypothèse retenue qui postule que la Banque centrale munie du Policy-mix intégré peut viser efficacement la stabilité financière. Dans cette perspective, la Banque centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest doit agir sur la stabilité des prix, d'abord, principal objectif de cette institution, et, ensuite, sur la stabilité financière définie comme un objectif secondaire.

Mots clés: *Financière, stabilité, prix, production, Centrale, Banque.*

INTRODUCTION

En Juin 2009, une conférence organisée par l'Organisation des Nations-Unies (ONU) s'est tenue à New York. Elle a permis aux participants de discuter les effets de la crise financière et économique de 2007et 2008 sur les questions de développement. Les discussions relatives aux instruments consacrés à la stabilité financière connaissent un regain d'intérêt, depuis la crise des subprimes (Ramos, 2009 ; Christiania et al, 2010 ; Issing, 2011) dont les Etats-Unis sont ses origines. Elle provient d'un excès d'endettement des particuliers et se propage au monde entier le quatre (04) janvier 2024 du fait de l'interdépendance économique et financière entre les Etats. Ainsi, du fait de l'accélération des innovations financières découlant des vagues de libéralisations financières successives, depuis, les années quatre-vingt-dix, il est apparu un environnement de grandes incertitudes à l'origine de la persistance des faillites bancaires (Beau et al, 2011 ; Antipa et Matheron, 2014) liées à leurs insuffisances de liquidité et d'insolvabilité. Cela semble être à l'origine des débats tant théoriques qu'empiriques consacrés à la pertinence des instruments modernes utilisés pour la stabilité financière. En théorie, les débats portent sur les instruments consacrés à la stabilité financière. Ils s'articulent autour du Policy mix. Les débats distinguent trois types de Policy mix : le Policy mix séparé (Svensson, 2012), le Policy mix intégré (Eichengreen et al, 2011) et enfin le Policy-mix conditionnel (FMI, 2013 b). Pour les défenseurs du policy-mix séparé qui correspond à la règle de Taylor standard(1993), la politique discrétionnaire ne peut conduire à la stabilité financière. Ceux-ci se

démarquent des auteurs de la politique monétaire augmentée d'une cible financière (Bordès et al, 2011). À l'inverse, dans le Policy-mix intégré, la règle est augmentée d'une cible financière afin que le taux d'intérêt nominal vienne compléter l'action de la politique macro prudentielle pour agir sur la stabilité des prix en premier lieu, et, ensuite, en second lieu, sur la stabilité financière en temps voulu. Le policy mix conditionnel peut apparaître comme une solution raisonnable et pragmatique. En effet, il n'y a pas de situation normale en matière de politique monétaire. La politique monétaire est la gestion des crises (Solo, 1999). Le policy-mix conditionnel est l'utilisation, soit de la règle de Taylor standard (1993), soit de la règle de Taylor augmentée d'une cible financière selon la situation économique du moment. Existe-t-il vraiment un instrument susceptible de conduire la politique monétaire d'une banque centrale dans une union monétaire unique vers la stabilité financière en période d'incertitude économique et de crise financière ? La question principale de recherche de cet article est de montrer les effets des instruments de la politique monétaire de banque centrale d'une union monétaire sur la stabilité financière. Dans ses objectifs spécifiques, l'article entend analyser spécifiquement les effets du Policy-mix intégré sur la stabilité financière dans l'Union Economique et monétaire ouest africaine (UEMOA) et cela du fait des insuffisances issues de l'application de la règle de Taylor (1993) à conduire les économies locales vers la stabilité des actifs monétaires et financières. Globalement, les résultats issus des estimations par les modèles de Westerlund (2007) nous permettent d'accepter notre hypothèse principale qui postule que la Banque centrale armée d'une règle initiale de Taylor (1993) majorée par un trust financier peut réaliser efficacement la stabilité financière considérée comme un bien sociale. La présente réflexion, dans la revue de la littérature, présente les limites de la règle de Taylor (1993) et le Policy-mix intégré comme solution à la stabilité financière, d'abord, et elle s'incline, ensuite, sur la vérification expérimentale du Policy-mix intégré appliqué à l'Union Economique et Monétaire Ouest africain (UEMOA).

I-REVUE DE LITTERATURE

Le taux d'intérêt directeur nominal de Taylor

La banque centrale des Etats de l'Afrique de l'ouest (BCEAO) utilise quatre typologies d'instruments classiques qui se présentent en trois taux d'intérêt directeurs sur décision du comité de politique monétaire, depuis le 2 décembre 2010. En effet, depuis cette date, le taux d'escompte a été supprimé ; le taux des prises en pension a été remplacé par le taux de guichet de prêt marginal, le taux directeur d'appels d'offres représente le « Refis » pour le refinancement des banques secondaires et autres établissements de crédit, et enfin, le taux des bons émis par l'Institut d'émission.

Le taux d'escompte et celui des prises en pension sont fixés de façon discrétionnaire par la Banque centrale. Depuis le deux (2) décembre 2010, ils ont été remplacés par le taux de guichet de prêt marginal. Le taux des appels d'offres et des bons émis par l'Institut d'émission sont déterminés par une procédure d'adjudication à taux multiples. La banque centrale se réserve le droit, en fonction des circonstances, d'organiser des appels d'offres à taux fixes.

Le taux d'intérêt directeur de guichet de prêt marginal (taux réel du marché interbancaire) et celui des appels d'offres (taux directeur nominal ou le Refis) constituent les deux principaux taux directeurs existant au sein de la banque centrale. Le comité de politique monétaire du deux(2) décembre 2010 a fixé deux taux directeurs (Banque de France, 2013) :

-Le taux des appels d'offres qui correspond au taux d'intérêt directeur nominal ;

-Le taux du guichet de prêt marginal qui a succédé au taux de pension. Celui-ci correspond au taux de facilité de prêt marginal que la banque centrale accorde aux banques commerciales qui sollicitent un prêt complémentaire assujetti d'un taux d'intérêt plus élevé que le taux directeur nominal ou le « Refis ». Depuis, la fin des années 1980, la banque centrale a adopté un taux d'intérêt directeur nominal à court terme qui se compose d'un ensemble de paramètres internes (taux d'inflation, taux de croissance économique, position extérieur des banques, évolution des crédits à l'économie) et externes (taux d'inflation en France, taux d'intérêt à l'étranger et évolution du taux de change). L'autorité monétaire détermine les autres taux directeurs en faisant varier les taux nominaux(Kossi, 2017).

Dans cette union, l'unicité du taux directeur et la multiplicité des taux d'intérêt réels font que les différences des taux d'intérêt réels conduisent vers la divergence des économies locales.

L'unicité du taux directeur dans les pays inflationnistes disposant des taux d'intérêt réels, les plus faibles peut constituer un facteur de surchauffe et de hausse des prix. Cela résulte sur une nouvelle baisse des taux d'intérêt réels faisant ainsi entrer l'économie dans le cercle vicieux de l'inflation. Inversement, les pays membres, les moins inflationnistes doivent supporter des taux d'intérêt réels les plus élevés, ce qui freine leur croissance et accentue les tendances déflationnistes. La banque centrale se trouve

donc soumise à un dilemme. Quoi qu'elle fasse, sa décision sera d'une certaine manière toujours mauvaise.

Si elle élève son taux directeur nominal pour contrer la croissance des prix dans les pays les plus inflationnistes, elle risque de déclencher une récession par la hausse des taux d'intérêt réels dans les pays à faibles inflations. Inversement, si elle renonce à toute augmentation de ses taux d'intérêt nominaux pour laisser se développer une situation inflationniste déjà galopante, les pays à fortes taux d'inflation tomberont dans l'impasse financière et économique. Ainsi, de même que nous avions vu que dans la détermination de sa politique de change, la banque centrale se trouve devant une tâche impossible à accomplir convenablement. Par construction, les taux d'intérêt réels ne peuvent pas être optimaux pour tous les pays, ils seront optimaux ou proches de l'optimum pour certains pays, mais, non optimaux ou loin de l'optimum pour d'autres. Dans cette union, le système de monnaie unique semblait n'avoir que des avantages et surtout pour les investisseurs qui profitaient sans risque des faibles différences de taux d'intérêt entre les États. Pour ceux qui s'endettent, les coûts sont très inférieurs à ceux qui correspondaient à leur véritable situation budgétaire. Deux formes de risques proviennent de cette diversité des taux d'intérêt directeurs. Un État peut ne pas rembourser sa dette et faire défaut sur une partie de cette dette. Cette perte de valeur s'opère pourtant sur une même zone monétaire (Vesperini, 2013). La convertibilité inégale entre deux différentes monnaies conduit à des divergences de compétitivités-prix, mais aussi de compétitivités-hors prix, ne pouvant pas par définition être compensées par une variation de taux de change. Dans ces conditions, lorsqu'une divergence de compétitivités-prix ou hors prix se manifeste entre pays de la zone franc CFA, puisqu'elle ne peut pas être corrigée par une variation de taux de change, cette diversité tend normalement à s'accroître, si les facteurs déclencheurs se maintiennent. Mais, elle peut être corrigée par une variation du taux de change.

Dans l'UEMOA, la politique monétaire est quasi-identique à celle de la Banque Centrale Européenne. La hausse des taux d'intérêt directeurs pour le refinancement est coûteuse pour les banques commerciales et les autres établissements financiers de crédit. Ces derniers vont récupérer cette hausse sur les taux de crédits qu'ils accordent à leurs clients. La hausse des taux d'intérêt réels de change lors des emprunts pour le besoin de financement ou de convertibilité avec la monnaie nationale décourage les clients des banques commerciales. La banque centrale augmente son taux d'intérêt directeur en prenant en compte les écarts entre les taux d'inflation et ceux du produit intérieur brut observés et prévus. Elle définit en application de la règle standard de Taylor (1993) non augmentée des cibles financières, les conditions de crédit dans l'ensemble des pays de l'union. Toute augmentation du taux d'intérêt directeur est décidée par le comité de politique monétaire de la banque centrale sur recommandation de la commission de l'union.

Nous affinons l'analyse sur la stabilité monétaire en se fondant sur une étude comparative. Cette dernière concerne la politique monétaire des quatre Banques centrales fondée sur leurs objectifs et les moyens pour les réaliser. La politique monétaire américaine de la FED (Réserve Fédérale Américaine) se caractérise par son agressivité. Cette dernière vise la stabilité économique : prix, production et finance. Elle n'hésite pas à baisser les taux d'intérêt nominaux en cas de ralentissement économique. Elle les augmenter fortement à d'autres périodes. Cette hausse se produit lorsque le taux de chômage diminue. Selon les circonstances, la FED laisse souvent flotter le taux directeur. La banque centrale européenne poursuit les mêmes objectifs que la FED et la banque d'Angleterre. Elle se démarque à celle du Japon qui se limite à la stabilité des prix et financière. La stabilité des taux de change n'est pas explicitement incluse dans les objectifs de toutes les banques centrales. Dans un commun accord tous les pays de la zone euro utilisent un régime de change à parité fixe. Dans la pratique certains pays comme l'Allemagne laissent le taux directeur s'écarter de la norme établie par la BCE. Celle-ci a privilégié l'Allemagne en lui accordant un taux préférentiel de change entre l'euro et le dollar adapté à l'économie allemande (Vesperini, 2013). L'unicité du taux d'intérêt directeur nominal fait que les pays les plus inflationnistes disposent des taux d'intérêt réels les plus faibles. Pourtant, cela les conduit à une nouvelle situation inflationniste et dans l'impasse économique. Les pays les moins inflationnistes doivent élever leurs taux d'intérêt réels. Cela freine la croissance et favorise l'inflation. Ce dilemme interpelle sur la stratégie de la BCE pour créer une zone optimale euro. La réponse à cette question est délicate à deux niveaux : Si la BCE élève ses trois taux directeurs, les pays moins inflationnistes comme l'Allemagne tombe dans la récession économique ; Si elle maintient ses taux stables, une nouvelle inflation se déclenche dans les pays tels que l'Espagne, la Grèce et l'Italie, pays déjà inflationnistes. Depuis juin 2025 à janvier 2026, la BCE maintient ses trois taux directeurs à des niveaux stables : taux de facilité de dépôt à 2,00%, le taux de refinancement principal à 2, 15% et de facilité de prêt marginal à 2,40%.

La BCE est confrontée à des difficultés pour fixer ses taux directeurs d'intérêt réels optimum au profit de tous les pays. Elle accorde le privilège à l'Allemagne où se trouve son siège (Frankfort). Il faut se rappeler que les deux premiers directeurs sont des économistes Allemands. L'idée de création d'une monnaie unique avait pour objectif

d'accorder des privilèges à l'Allemagne unifiée pour réinstaurer la paix en Europe. Exceptionnellement ses taux d'intérêt réels pourraient flotter en relation avec la quantité des crédits alloués à l'économie. Tous les pays ne peuvent pas avoir des taux d'intérêt optimum. Certains les auront optimum ou proche et d'autre non optimum ou loin de l'optimum. Ainsi, L'Allemagne est le seul pays à bénéficier d'un taux flottant adapté à sa croissance économique. Le privilège accordé à l'Allemagne a été l'objet de vifs débats au sein de la BCE en 2001 et 2008, car la proposition de Bundesbank dès le fondement même de la BCE a été de laisser flotter le taux directeur réel lors des crises conjoncturelles ou inflationnistes.

Les économistes interprètent différemment les modèles économiques standards. Selon la règle de Taylor, bien que l'écart d'inflation et l'output gap se retrouvent à droite de l'équation, ces variables s'interprètent comme des variables expliquées.

En s'appuyant sur les résultats issus de nos travaux de recherche, le taux d'intérêt directeur nominal de Taylor(1993) n'affecte pas significativement l'écart d'inflation et de la production dans l'ensemble des pays comme, Burkina Faso, Benin, Mali, cote d'Ivoire, Sénégal, Guinée Bissau, le Togo et le Niger. Seule la Côte d'Ivoire, le Sénégal et la Guinée Bissau présentent des réactions significatives. En Côte d'Ivoire et au Sénégal les taux nominaux agissent positivement sur l'inflation et non la production globale. Tandis que la Guinée Bissau bénéficie d'une réaction significative sur l'inflation et la production globale. La conclusion principale est que ce taux d'intérêt directeur nominal à court terme est un instrument inefficace et inadapté pour la convergence des économies locales dans l'UEMOA.

Les raisons pour lesquelles le taux nominal n'affecte pas l'inflation et la production globale ont été évoquées dans les débats entre Keynes (1936) et Taylor (1993 et 2005). Les discussions ont porté sur la nature même de l'inflation, de la production et du taux d'intérêt nominal à l'horizon temporel. Dans la zone UEMOA, la règle standard initiée par Taylor (1993) s'applique sur une inflation totale sans exclusion. En effet, la hausse des prix concerne ceux de la consommation courante (biens non durables et durables d'investissement) englobant les produits alimentaires frais et de l'énergie (les prix volatils). Cela expliquerait une absence de lien causal entre les variables exogènes (taux d'intérêt nominaux) et les variables endogènes (stabilité des prix et de la production). A propos de ce lien dichotomique, l'adoption de la règle initiale de Taylor(1993) relève d'un débat polémique. En 2005, suite à une augmentation générale du prix de l'énergie et des matières premières sur le marché mondial des hydrocarbures, la BCE a relevé ses trois taux directeurs d'intérêt, alors que la règle de Taylor ne prévoyait pas cela. Selon Taylor(1993), la banque centrale européenne devrait plutôt baisser son taux directeur nominal. Le conflit théorique au sujet de la règle de stabilité entre Taylor(1993) et Keynes(1960) porte sur le moyen pour déterminer le prix du crédit sur le marché monétaire à court terme. Keynes approuve une absence de lien causal entre le taux d'intérêt directeur nominal et l'inflation ainsi que la production. Il considère que sur le marché monétaire à court terme, le taux réel ou prix du crédit provient de la confrontation entre l'offre et la demande de crédits. Les établissements de crédit sur le marché monétaire doivent utiliser ce taux réel pour leurs transactions d'accord de crédit. A l'opposé, Taylor(1993) à l'instar des monétaristes(Friedman et Schwartz, 1963), du défenseur de la nouvelle macro économie classique(Lucas,1976), des nouveaux économistes keynésiens, considère que le taux d'intérêt nominal directeur de la banque centrale à court terme affecte le taux d'intérêt réel à court terme sur le marché monétaire et ce dernier fait varier les taux d'inflation et de la production sur le marché des actifs économiques en amont et des actifs financiers en aval, lorsque la hausse quantitative de la monnaie à court terme n'excède pas celle de la production globale.

La règle de Taylor(1993) est fondée sur une analyse non dichotomique de la monnaie (existence d'une relation causale entre la sphère monétaire et la sphère réelle de l'économie) s'appuyant sur la détermination d'un taux d'intérêt directeur nominal et d'un taux d'intérêt directeur réel à court terme.

La variation de ces deux taux directeurs nominaux et réels affecte à court terme, d'abord, les actifs monétaires (taux de crédit, masse monétaire (M1, M2, M3 et M4)) sur le marché monétaire. Elle impacte, ensuite, l'écart d''inflation et de la production sur le marché des actifs économiques (prix des produits et services) à court terme. Enfin, cette variation sur le marché des actifs financiers à long terme in fluence les prix des actions, des obligations d'Etat, des bons du trésor public et des produits dérivés. Cependant, Keynes montre une relation dichotomique (absence de relation) entre les taux d'intérêt directeurs nominaux à court terme et la quantité de monnaie, car cette dernière varie en fonction de la demande de monnaie qui détermine son offre sur le marché monétaire à court terme. Cette variation détermine le taux directeur réel de crédit. Toute variable des taux réels (baisse des taux réels ou hausse) à court terme affecte la demande de crédit sur le marché monétaire à court terme suivie d'une augmentation de la quantité de l'offre de monnaie pour répondre à une demande de monnaie et un besoin d'investissement. Dans une situation de sous-emploi et de chômage, le taux d'intérêt réel du marché monétaire affecte à court terme la demande de monnaie et lorsque ce

taux subit une baisse, les banques commerciales et d'investissements font la demande de monnaie. Cela engendre une offre de monnaie de la banque centrale et des établissements de crédit et l'augmentation de la masse monétaire pour investir et accroître, l'emploi, la production, les revenus et les taux réels de croissance économique à court terme. Mais, dès lors que le taux de chômage tombe et le plein emploi se réalise, la production s'arrête et le chômage naturel ressurgit. Keynes détermine le taux d'intérêt réel comme un résultat issu de la confrontation entre la demande de monnaie et son offre sur les marchés monétaires et financiers. Il procède ainsi à une analyse fondée sur les taux réels à courts et longs qui aboutissent à des résultats plus performants qu'une étude s'appuyant sur le taux d'intérêt nominal à court terme. Cela explique les limites de la règle de Taylor inadaptée pour les pays dites périphériques. Mais, la thèse Keynésienne présente deux limites principales : la production globale des biens ne peut excéder à l'augmentation de la quantité de monnaie, car les catastrophes naturelles et les fléaux sociaux et politiques imprévus viennent compromettre la production globale dans son ensemble (guerres religieuses, ethniques, politiques et territoriales et les intempéries). En effet, la guerre civile et politique en Côte d'ivoire en 2009, le Covid 19 en 2019 ,la guerre russo-ukrainienne déclenchée en février 2022 et l'instabilité des attaques terroristes et les changements de régime dans les Etats constituent des faits stylisés d'instabilité socio-économiques et politiques dont les conséquences sont l'augmentation mondiale des prix des biens et services. L'adoption du taux d'intérêt directeur réel comme une solution peut être un instrument palliatif et temporaire. Keynes lui-même a présenté les limites du taux d'intérêt réel en ces termes : « lorsque, celui-ci tombe très bas, suite à une baisse du taux nominal, les agents économiques préfèrent garder la liquidité plutôt que de détenir une créance qui rapporte un taux d'intérêt aussi faible ». L'autorité monétaire perd alors la direction effective du taux d'intérêt réel, car la demande de monnaie devient illimitée. Friedman et Shwartz(1963) ont notifié les limites des taux réels en baisse pour les crédits à moyen et long terme. Ils sont sources d'inflation compatible au chômage et de la baisse de la production. Le taux réel en baisse conduit à la récession à travers la hausse de la masse monétaire. La banque centrale doit donc le faire baisser progressivement mais surtout contrôler l'évolution de la masse monétaire. L'Etat doit combattre le chômage naturel compatible avec l'inflation par la mobilité des demandeurs d'emploi, la flexibilité du travail et l'incitation au travail. A l'opposé de Keynes, nombreux sont les économistes qui s'accordent à reconnaître que les taux d'intérêt nominaux à court terme fixés par la banque centrale déterminent les taux réels sur les marchés monétaires de crédits, qui à leurs tours font varier la masse monétaire comme source d'inflation et de récession à court, moyen et long terme, si le niveau de la production se situe en dessous de la masse monétaire en circulation(Friedman et Shwartz,1963). Les taux d'intérêt nominaux à court terme de la banque centrale affectent, d'abord, les taux réels de crédits sur le marché monétaire, ensuite, ils font varier l'inflation, la production, l'emploi, le niveau de revenus et les taux réels de croissance économique. L'inflation est toujours un phénomène monétaire et elle est assimilée au chômage (Friedman et Shwartz, 1963). Keynes s'accordent à reconnaître l'existence d'un chômage naturel avec les monétaristes et considère que l'Etat doit lutter contre celui-ci en entreprenant des grands travaux publics. Ces derniers peuvent être financés par la fiscalité en imposant un système d'impôts obligatoires ou en empruntant par l'émission des titres de créance négociables.

La politique monétaire de la banque centrale de l'Afrique de l'ouest est influencée par le pouvoir décisionnel de la banque de France. L'intérêt des analyses fondées sur les instruments en termes de taux d'intérêt réel de Keynes(1936) et de taux d'intérêt nominal de Taylor(1993) est qu'ils ne parviennent pas à établir un équilibre des prix des produits et services sur le marché des biens et services et des salaires sur le marché de l'emploi. Cependant, un taux d'inflation faible et stable, suivi des hausses de la production globale, des revenus et du pouvoir d'achat des agents économiques sont constituent des objectifs atteints de la stabilité des actifs économiques et monétaires sur les marchés des biens et services. Cela devrait impliquer implicitement la stabilité financière des placements des titres en actions, obligation d'Etat ou bons de trésor publique sur le marché financier de long terme. Or, la stabilité de l'inflation et de la production ne sont pas des objectifs atteints à priori, celles des titres de créance négociables sur les marchés financiers. C'est dans ce contexte des échecs observés pour ce qui concerne la règle mécanique de Taylor(1993) et la règle discrétionnaire de Keynes érigées pour répondre aux besoins de stabilité économique des pays de mature, que le recours à la règle initiale de Taylor(1993) majorée d'une tension financière retrouve un regain d'intérêt. Le Policy-mix intégré serait une solution à la stabilité financière dans une Union monétaire et économique comme celle de l'UEMOA.

Le Policy-mix intégré comme une solution à la stabilité financière

Le Policy mix intégré versus Policy mix séparé considère que le taux d'intérêt nominal pourrait agir en priorité sur la stabilité monétaire et agir aussi en temps voulu sur la stabilité financière en complément des instruments macro-prudentiels. Il s'agit d'une approche intégrée du Policy-mix entre la politique monétaire et la politique macro-prudentielle dans laquelle, les objectifs de stabilité

monétaire et ceux de la stabilité financière sont intégrés dans une règle de Taylor « augmentée d'une cible financière » (Cecchetti et al, 2000 ; Goodhart et Hofmann, 2001 ; Durré, 2001 ; Levieuge, 2005). La politique monétaire optimale doit donc être orientée « lean » pour soutenir l'instrument macro-prudentiel (Betbèze, Couppey et Plihon, 2011).

L'idée d'une politique monétaire augmentée provient du constat que la cible d'inflation, traditionnellement utilisée par les autorités monétaires pour stabiliser les prix, garantit la stabilité macroéconomique, mais pas la stabilité financière (Levieuge, 2005), cas des États-Unis et du Royaume-Unis dans les années 1990. De ce fait, au-delà des objectifs traditionnels de stabilité des prix et de stabilité macroéconomique, la nécessité d'intégrer une cible de stabilité financière dans les règles de politique monétaire trouve un regain d'intérêt (Cecchetti et al, 2000 et Blanchard, 2000). En effet, dans les années 1960, le banquier central keynésien avait pour objectif de réaliser le meilleur arbitrage entre inflation et plein emploi, favorisant souvent le second au détriment du premier. Les années 1980 ont vu apparaître les banquiers centraux conservateurs, presque exclusivement dédiés à l'objectif de lutte contre l'inflation et de préservation de la stabilité monétaire, comme nous l'avons précédemment développé dans le cadre théorique. On doit donc se demander s'il n'est pas souhaitable qu'émerge aujourd'hui une troisième génération de banquiers centraux à qui on assignerait l'objectif de stabilité financière et celui de la stabilité monétaire. Ce qui impliquerait, en particulier, que les banques centrales ne restent pas inactives face à l'évolution des prix d'actifs (Boyer, Dehove, Plihon, 2004). Cette approche plaide pour un renforcement de la mission de stabilité financière et pour une coordination de la politique monétaire et de la politique macro-prudentielle au sein de la Banque centrale (Betbèze, Couppey et Plihon, 2011). Pour étayer ces propos, Betbèze, Bordes et al. (2011) mettent en avant les changements structurels de l'économie mondiale et le fait que d'autres facteurs doivent être pris en compte dans l'analyse du processus inflationniste à côté des déterminants monétaires. Cette approche fait ainsi une large place à la dynamique du crédit et aux comportements des agents bancaires et financiers dans la dynamique économique et dans la naissance éventuelle des déséquilibres sectoriels et de bulles. Elle conduit alors à une double demande : instaurer, d'abord, une meilleure surveillance par la banque centrale de la dynamique du crédit et du risque systémique ; rééquilibrer, ensuite, les missions entre stabilité monétaire et macroéconomique en renonçant à leur séparation. Dans cette approche, ces deux missions sont aussi importantes l'une que l'autre, ce qui implique des responsabilités et des difficultés nouvelles et de coordination et des pouvoirs accrus. Ces auteurs précisent les contreparties nécessaires pour que les banques centrales soient à même d'assumer leurs nouvelles responsabilités : une large batterie d'instruments macro-prudentiels (au-delà d'une simple règle de capital contra-cyclique) qui en sont encore à un stade expérimental. En charge de missions étendues, les banques centrales auront également un pouvoir accru. Leur indépendance devra s'exercer à l'égard de tous les acteurs, non seulement publics, mais également privés. Elles devront éclairer l'horizon et rendre des comptes (au sens de la notion anglo-saxonne d'accountability) et expliquer leur politique dans un monde plus complexe. Cependant, plusieurs simulations (Banque d'Angleterre, 2009 ; Bean et al. 2010) ont, en effet, démontré que le taux d'intérêt ne peut permettre à lui seul d'atteindre les trois objectifs que sont : la stabilité monétaire, la stabilité macroéconomique et la stabilité financière.

Une solution serait peut-être d'envisager un Policy-mix séparé entre politique monétaire et politique macro-prudentielle. Cette approche se démarque de la politique monétaire « augmentée d'un stress financier » et considère que la stabilité financière serait mieux garantie en séparant et en affectant les politiques monétaire et macro-prudentielle (Bordes et Clerc, 2010 ; Betbèze, Bordes et al, 2011). À l'opposé de l'approche intégrée (ou politique monétaire augmentée), l'approche séparée n'envisage pas que le taux d'intérêt puisse répondre à quelque moment que ce soit à la stabilité financière. Or, nombreuses études suggèrent que l'instrument macro-prudentiel a plus d'impact sur la stabilité financière que l'instrument de taux d'intérêt (Good hart et al, 2010). De ce fait, sur la base d'une lecture stricte à la fois de la règle de Tinbergen et du principe de Mundell, l'approche « séparée » montre qu'il est optimal d'affecter la politique monétaire tout entière à l'unique objectif de stabilité monétaire (la stabilité des prix) et la politique macro-prudentielle tout entière à l'objectif de stabilité financière (Bordes, 2011).

Cependant, chacune des politiques devrait prendre en compte l'impact de l'autre sur l'objectif dont elle est chargée (Bordes, 2011 ; Antipa et Matheron, 2014), car des risques de conflits existent dès lors que le rétablissement de la stabilité monétaire nécessite une action correctrice qui va à l'encontre de la stabilité financière ou, inversement, qui aide à rétablir la stabilité financière au détriment de la stabilité monétaire. En effet, le recours à une politique macro-prudentielle correspond au besoin d'avoir un outil supplémentaire (le respect du principe de Tinbergen). Dès lors, son articulation avec la politique monétaire doit être envisagée conformément aux recommandations du principe de Mundell. Chaque outil doit être utilisé en priorité dans le domaine où son efficacité est la plus forte : pour la politique

monétaire, la réalisation de la stabilité des prix, pour la politique macro-prudentielle, la stabilité financière.

Cela ne veut pas dire pour autant que chaque politique est conduite en ignorant l'autre. En particulier, la politique monétaire devra prendre en compte l'incidence des mesures macro- prudentielles sur le crédit et, plus généralement, sur les mécanismes de transmission des variations de taux directeurs. Elle pourra être amenée à réagir de manière systématique non seulement à l'évolution des conditions économiques (inflation et activité économique), mais aussi à celle des conditions financières (crédit et primes de risque). En outre, l'horizon retenu pour conduire cette politique (deux à trois ans jusque-là) pourra être repoussé. Cette démarche constitue la rupture avec l'idée selon laquelle il vaudrait mieux que les banques centrales résolvent les risques que de les prévenir. Elles pourront désormais être amenées à naviguer à contre-courant (leaning against the wind), autrement dit, à agir de manière préventive (Bordes, 2011). L'approche séparée juge un peu trop une coordination ambitieuse qui consisterait à confier à une même autorité la responsabilité de la politique monétaire et celle de la politique macro-prudentielle. Bordès (2011) soutient que cela pourrait réduire l'efficacité de la politique monétaire en rendant difficile l'exercice de l'autonomie de la Banque centrale, en nuisant à la transparence de son action et en compliquant sérieusement le contrôle de son action.

Dans ces conditions, il soutient que la réponse la plus réaliste consiste à s'en tenir au principe d'affectation des instruments énoncés précédemment : chaque instrument doit être affecté à la réalisation de l'objectif pour lequel il est le plus performant. C'est dans cette perspective que la mise en œuvre du Policy-mix intégré devient une nécessité dans tous les pays, notamment, ceux en développement comme les économies de la zone BCEAO. Ne serait-ce qu'en raison des coûts structurels importants que pourraient engendrer l'option alternative de Policy-mix séparé.

II-Méthodologie expérimentale du Policy-mix intégré dans l'UEMOA

L'objectif de cette modélisation est de montrer qu'une politique monétaire majorée d'un stress financier peut constituer une solution à la stabilité financière dans une union monétaire. Nous présentons d'abord l'articulation du modèle avant de procéder à son estimation grâce à la technique PMG en panel dynamique. À l'instar de Carré et al. (2013), nous prenons appui sur les modèles de Bernanke et Gertler, (1999) dont l'objet est de vérifier la possibilité d'intégrer un objectif de stabilité financière dans la fonction de réaction des Banques centrales. Présentons d'abord les hypothèses avant de vérifier la possibilité d'intégrer un objectif de stabilité financière dans la fonction de réaction des Banques centrales. Cela nous conduit à formuler deux (2) hypothèses secondaires :

H1 : la Banque Centrale doit réagir à l'objectif de stabilité financière ;

H2 : la règle de Taylor augmentée de l'objectif de stabilité financière réduit l'importance que la Banque Centrale accorde à la stabilité macroéconomique (inflation et production). La vérification empirique de ces deux principales hypothèses s'effectue en estimant à la fois une règle de Taylor « standard » et une règle de Taylor « augmentée » de l'objectif de stabilité financière de la forme suivante :

$$£ = E_t(y_t - y^* - \mu_t)^2 + \alpha(\pi_t - \pi^*)^2 + \beta(l_t - l^*)^2$$

Où

E_t: l'espérance au temps t de la perte ;

y_t: le taux de croissance effectif au temps t ;

y^*: le taux de production potentielle ;

π_t: le taux d'inflation au temps t ;

π^*: la valeur cible de l'inflation retenue par la Banque centrale ;

f_t: le prix de marché des actifs au temps t ;

f^*: le prix des marchés des actifs ;

μ_t: les différents types de chocs qui frappent l'activité économique. La spécification du modèle à des fins d'estimation ;

Le modèle à estimer se présente de la manière suivante :

$$i_t = \beta(\pi_t - \pi^*)_t + \delta(y_t - y^*)_t + \gamma(l - l^*)_t + \varepsilon_t$$

Où :

i_t est le taux d'intérêt nominal fixé par les autorités monétaires au temps t ; y_t, le niveau du PIB ;

π_t est le taux d'inflation saisi par le taux de variation du déflateur du PIB ;
l, représente les prix des actifs ;

y^*, le niveau de production potentielle (ou de plein emploi) obtenu en utilisant le filtre de Hodrick-Prescott ;

π^*, le taux d'inflation cible grâce au filtrage de Hodrick-Prescott ;

l^*, le prix des actifs cible obtenu par le filtre de Hodrick-Prescott ;

$\pi_t - \pi^*$, le gap d'inflation représenté par la déviation du taux d'inflation par rapport à la cible fixée ; $y_t - y^*$, l'output-gap représenté par la déviation du niveau de production par rapport au niveau de production potentielle ; $l - l^*$, est le gap financier. Cependant, l'infrastructure et le marché

financier du Burkina Faso sont dans un état embryonnaire. Nous avons donc retenu comme variable proxy de la stabilité financière, la stabilité monétaire saisie par la déviation de l'agrégat monétaire M2 par rapport à sa valeur cible jugée fondamentale ;

β,δ et γ représentent des coefficients de réponse respective aux gaps d'inflation, de production et du gap financier ; $_t$, représente le terme d'erreur.

L'hypothèse 1, stipulant que la Banque Centrale doit réagir à l'objectif de stabilité financière, est acceptée si le coefficient γ (le coefficient de réponse de la Banque Centrale à la stabilité financière) est significatif ;

L'hypothèse 2, précisant qu'une règle de Taylor augmentée de l'objectif de stabilité financière réduit l'importance que la Banque Centrale accorde à la stabilité macroéconomique, est acceptée si les coefficients de réponses de la Banque Centrale (ceux de l'inflation β et/ou de l'output gap δ) diminuent après l'intégration de l'objectif de la stabilité financière dans la règle de Taylor. L'estimation de la règle de Taylor augmentée se déroule en cinq étapes. Tout d'abord, nous effectuons le test d'hétérogénéité de Fisher, puis celui de Hausman qui permet d'identifier la nature du panel (à effets fixes ou à effets aléatoires). Ensuite, nous vérifions la stationnarité des variables par les tests LLC et IPS.

Enfin, nous testons l'existence d'une relation de long-terme par le test de

Westerlund (2000). La construction du modèle à correction d'erreur par la méthode de Pesaran et al. (1999) est effectuée en dernier lieu. Nous effectuons tout d'abord un test d'hétérogénéité globale de Fisher afin de vérifier que les données recueillies sont conformes à une estimation en donnée de panel. Il s'agit de tester l'hypothèse nulle d'homogénéité contre une hypothèse alternative d'hétérogénéité individuelle.

Si H_0, l'hypothèse nulle est acceptée, alors tous les individus sont identiques et il n'y a pas de spécificités individuelles ; Si H_0 est rejetée, nous sommes en présence d'une situation d'hétérogénéité de comportement pour les individus. Notre modèle peut donc s'écrire sous la forme d'un panel dont les spécificités (ou effets) individuelles seront fixes ou aléatoires. Avant de procéder à l'estimation du modèle nous effectuons les tests de stationnarité de Levin-LinChu (LLC) et celui d'Im-Pesaran-Shin (IPS) afin de détecter la présence ou non de racine unitaire en absence de rupture de tendance. Le test de stationnarité appliqué sur les séries permet de voir s'il est possible d'appréhender l'existence d'une relation de long terme entre elles (les séries doivent être intégrées du même ordre). L'existence d'une relation de Co-intégration est confirmée par les tests de Westerlund (2007) pour certains pays du panel pris individuellement.

La méthode permet de tester l'absence de Co-intégration tout en déterminant si chacun des individus peut adopter un Modèle à Correction d'erreurs. Deux paires de statistiques peuvent être distinguées : (i) la paire du Test en Panel ($P_a$et P_t) : le rejet de l'hypothèse nulle H_0 est interprété comme l'existence d'une relation de Co-intégration pour le panel tout entier ; (ii) la paire du « Group Mean Test » (G_a et G_t) : le rejet de l'hypothèse nulle H_0 est considéré comme l'existence d'au moins un individu du panel pour lequel les variables sont Cointégrées. Si l'hypothèse H_0 de non-cointégration est rejetée par les tests P_a et P_t, un modèle à correction d'erreur peut être adopté pour le panel tout entier ;

Si l'hypothèse H_0 est rejetée par les tests G_a et G_t, alors un modèle vectoriel à correction d'erreur peut être estimé pour au moins un pays du panel.

Règle de décision : On rejette H_0 si la $p\text{-}value$ est inférieure au seuil critique.

Pour estimer les coefficients d'un panel dynamique, nous utilisons la méthode « Pooled Mean Group » (P.M.G) de Pesaran, Shin et Smith (1999). En effet, le P.M.G est un estimateur du maximum de vraisemblance qui a la particularité de supposer l'hétérogénéité des coefficients de court terme et l'homogénéité des coefficients de long terme (Pesaran et al. 1999). L'estimateur P.M.G étant déterminé par la méthode du maximum de vraisemblance, nous vérifierons la significativité globale du modèle vectoriel à correction d'erreur par le test du ratio de vraisemblance (Likelihood-Ratio test). Le modèle est globalement significatif si la prob>chi2 est inférieure au seuil critique. Afin de vérifier l'hétérogénéité des séries, l'estimation du modèle empilé montre que l'hypothèse nulle : Absence d'hétérogénéité est rejetée au seuil de 1% ((3; 156) = 53,66 et prob>F = 0,0000). Ainsi, le test d'hétérogénéité de Fischer montre donc qu'il est possible d'estimer le modèle sous la forme d'un panel. Les résultats obtenus du test d'Hausman montrent que l'hypothèse nulle H_0: Existence d'un effet fixe est rejetée au seuil de 1% ($Chi2(2) = 4{,}31$ et prob>khi2= 0,2299). De ce fait, notre modèle en donnée de panel correspond donc à un modèle individuel à effet aléatoire. Il est donc possible d'en déduire une spécificité aléatoire pour chaque pays de la zone UEMOA. Les résultats des tests de stationnarité LLC et IPS effectués sur les séries montrent que les variables ($tir_{i,}$), ($sprix_{i,}$) et ($sfin_{i,}$) sont stationnaires en niveau, alors que la variable ($spib_{i,}$) ne l'est pas. Les séries n'étant pas toutes stationnaires en niveau, nous différencions chaque variable afin de vérifier si elles sont intégrées d'ordre un. Les résultats obtenus montrent que toutes les variables sont

stationnaires en différence première et au seuil de 1%. Les variables étant toutes intégrées du même ordre, nous supposons qu'il existe une relation de Cointégration entre elles.

III-Résultats et discussion.

Les résultats du test de Westerlund (2007) confirment l'existence d'au moins un pays membre de la zone UEMOA pour lequel les variables sont Cointégrées au seuil de 1% (la statistique G_t −14,052 et sa p-value est de 0,001). Les résultats obtenus du test montrent également qu'il existe une relation de Cointégration pour l'ensemble du Panel (la statistique $P_t = -1{,}30$,et sa p-value est estimée à 0,038). Ainsi, il est donc possible de déterminer un modèle vectoriel à correction d'erreur pour les pays de la zone UEMOA ; La qualité globale de l'ajustement est déterminée par le test du ratio de vraisemblance (LR). La statistique LR qui suit une loi de khi deux à 5 degrés de liberté montre que le modèle est globalement significatif au seuil de 1%.

On a alors (LRchi2 (7) = 159,59 avec prob>chi2= 0,000) : la dynamique de court terme vers l'équilibre de Longue terme.

Globalement, les résultats issus des estimations nous permettent d'accepter l'hypothèse principale retenue qui postule que la Banque centrale, armée d'une règle de Taylor majorée par un stress financier, peut viser efficacement la stabilité financière. En effet, les résultats obtenus de l'estimation de la règle de Taylor augmentée d'une cible financière, montrent que la Banque centrale doit réagir à la stabilité financière, considérée comme l'objectif principal pour la majorité des Banques centrales du monde. En effet, la Banque centrale traditionnelle des années 60-90 poursuivait quatre objectifs : la stabilité des prix ; la stabilité du taux de change ; la stabilité de la production et la stabilité financière. Mais, l'une des leçons tirées de l'inflation des années 70 et 80, a été la nécessité de donner aux Banques centrales, des objectifs plus précis (Benassy-Quéré, 2012) ; dans la plupart des pays, la stabilité des prix a alors émergé comme objectif principal. À L'instar des autres banques du monde, notamment la Banque centrale européenne (BCE), la BCEAO a choisi la stabilité des prix d'abord, et la stabilité financière, ensuite, qui est comme un renfort de second objectif. Ce qui explique le faible développement de la bourse régionale des valeurs mobilières dans l'UEMOA. Le premier enseignement est qu'une politique monétaire unique ne saurait conduire tous les pays membres d'une union monétaire vers la convergence économique. En effet, si cette politique dont l'instrument principal est la règle de Taylor standard correspond au besoin des pays dits du cœur, elle serait en revanche trop accommodante pour les pays de la périphérie. Cette règle est un taux d'intérêt directeur nominal à court terme, compatible à un taux de l'écart d'inflation de la banque centrale et à l'écart d'évolution de l'output gap (l'écart entre la production observée et la production potentielle). Le calcul de ce taux permet à la banque centrale d'établir une comparaison avec un autre taux d'intérêt à court terme. Cela permet d'apprécier l'adéquation de la politique monétaire aux données économiques fondamentales. Mais, la règle a été proposée pour répondre aux besoins de la Reserve fédérale et de la banque d'Angleterre. Ce qui explique son caractère mécanique et inadapté pour les pays économiquement faibles, notamment ceux de l'UEMOA. Une telle politique monétaire a fortement contribué au déséquilibre financier à travers le boom du crédit et la bulle immobilière, notamment dans les pays périphériques. Le deuxième enseignement souligne que depuis le début de la crise des subprimes de 2007 et de 2008, qui secoue l'économie mondiale, nous assistons à l'émergence d'un nouveau consensus. Celui-ci attribue à la banque centrale, la responsabilité de la stabilité financière. Dans l'UEMOA, les économies nationales sont caractérisées par la production des biens de subsistance, l'hétérogénéité et la spéculation. Dès lors, l'asymétrie entre les États ne pourrait permettre l'application efficace et efficiente de la règle de Taylor augmentée d'une cible financière. L'ampleur de cette asymétrie exercerait un impact négatif sur le crédit des banques commerciales dont les taux et les prix des actifs tels que l'immobilier varient d'un pays à l'autre et même d'une banque à l'autre. Par conséquent, il est de même pour le taux d'inflation et d'Output gap. Le quatrième est que toute symbiose entre la politique macro-prudentielle et la politique monétaire dans l'UEMOA est â même de conduire les économies hétérogènes et désarticulées vers une convergence économique. Une combinaison de la double politique monétaire et financière garantirait mieux les prix, la stabilité macro-conjoncturelle et enfin la stabilité financière. Quoiqu'elle soit dotée de l'efficience et de l'efficacité inéluctable, la politique macro-prudentielle ne peut s'orienter vers certains objectifs intermédiaires. C'est pourquoi, dans les perspectives, l'approfondissement de notre recherche sur le policy-mix intégré trouve alors une nécessité scientifique. Par ailleurs, cet affinement de la recherche s'appuyant les limites des résultats obtenus aboutit à la découverte d'une nouvelle règle hybride de stabilité à long et court terme. Cette nouvelle théorie pour la première fois fait correspondre, le taux d'intérêt directeur nominal de Taylor (1993) initial à court terme, directement, au taux d'intérêt réel de placement des titres de créance négociables, notamment à l'action, l'obligation d'Etat ou au bon du trésor d'Etat sur le marché financier à long terme. En effet, la stabilité des taux d'intérêt réels sur le marché financier des titres de créance négociables à long terme engendre par assimilation celle des taux réels de crédit sur

le marché monétaire, notamment interbancaire de crédit à court terme. Ce sont donc des taux d'intérêt réels stables sur le marché monétaire, notamment interbancaire de crédit à court terme qui conduisent directement à la stabilité des taux d'inflation réels des prix sur le marché des biens et services, de la production globale, des revenus des travailleurs et de la croissance économique. Cette nouvelle règle issue de notre deuxième thèse de doctorat de l'Université d'Abomey Calavi de Cotonou dans la République du Benin est par nature hybride, car elle se démarque des règles instrumentales à court terme comme celle de Taylor, très mécanique et source de biais inflationniste pour les pays pauvres de l'UEMOA. Elle relève à la fois de la politique monétaire et financière qui poursuit en premier lieu une stabilité du marché financier, particulièrement les actifs financiers. Ce qui la diffère de la règle expansionniste et discrétionnaire keynésienne. Cette dernière est une politique monétaire conjoncturelle, paradoxalement, mal-nécessaire. Elle peut conduire à court terme au bon fonctionnement de l'activité économique durant une période de sous-emploi. Mais, dès que le plein emploi se réalise, la politique discrétionnaire engendre un biais inflationniste. Ce dernier renvoie à la notion de la règle de ciblage d'inflation. En théorie, cette approche permet de stabiliser les attentes inflationnistes des agents économiques et de garantir un taux de croissance économique élevé et soutenu. Mais, dans un contexte d'économies fragiles comme celles de l'UEMOA, elle est source de biais inflationniste à cause des divergences économiques entre les Etats membres et de la flexibilité des Etats. Ce sont des insuffisances de règles appliquées à la politique monétaire de la banque centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest qui expliquent la découverte de ce nouvelle règle hybride, crédible, efficace et bien adaptée à la situation des économies locales divergentes des pays en voie de développement.

Tableau 1:La relation d'équilibre de long terme

Variables exogènes	**Coefficients**
Stabilité des prix ($sprix_{i,t}$)	-0,5677 * (-15,37)
Stabilité de l'output-gap ($spib_{i,t}$)	0,3258 (0,23)
Stabilité financière ($sfin_{i,t}$)	-0,2173 ** (-2,00)

Source : estimations de l'auteur.

Note : (*) les coefficients sont significatifs au seuil de 1% ; (**) les coefficients sont significatifs au seuil de 5% ; (***) les coefficients sont significatifs au seuil de 10%. Les erreurs standards sont entre parenthèses.

Tableau 2: Dynamique de court-terme

Variables exogènes	**Burkina-Faso**	**Bénin**	**Côte d'Ivoire**	**Guinée-Bissau**	**Mali**	**Niger**	**Sénégal**	**Togo**
Stabilité de l'output-gap ($spib_{i,t}$)	154,3826 (0,54)	180,0462 (1,26)	17,148 (0,41)	84,025* (4,34)	133,4409 (0,67)	23,957 (0,15)	-254,470 (-1,06)	123,0329 (2,34)
Stabilité des prix ($spri_{xi,t}$)	-0,0363 (-0,33)	0,1553 (1,13)	-0,246 (-1,70)	0,1174** (2,41)	0,04782 (0,46)	0,0088 (0,08)	0,4104* (2,87)	0,1783 (1,39)
Stabilité financière ($sfin_{i,t}$)	-1,779 (-0,52)	1,9606 (1,16)	-0,8305 (-1,51)	2,9591** (2,25)	1,27136 (0,66)	-2,7828 (-0,48)	-0,66212 (-0,52)	-0,7164 (-1,49)
Constante	-15,5984 (-0,36)	-20,067 (-0,40)	-3,356 (-0,11)	-10,0372 (-0,79)	-16,555 (-0,31)	-5,9264 (-0,17)	12,707 (0,25)	-9,405 (-0,20)
Force de rappel (tir_{t-1})	-0,7245* (-4,53)	-0,7245* (-4,53)	-0,7206* (-4,33)	-0,3242* (-2,97)	-0,9418* (-6,51)	-0,8408* (-4,05)	-1,38396* (-6,93)	-1,1992* (-5,72)

Source : estimations de l'auteur.

Note : (*) les coefficients sont significatifs au seuil de 1% ; (**) les coefficients sont significatifs au seuil de 5% ; (***) les coefficients sont significatifs au seuil de 10%. Les erreurs standards sont entre parenthèses.

CONCLUSION

L'article avait pour but d'évaluer la pertinence des instruments classiques de la politique monétaire sur la stabilité financière dans l'UEMOA. Mais, ces instruments présentent des limites considérables. La politique monétaire commune ne saurait conduire tous les pays d'une Union monétaire vers une convergence économique. L'asymétrie d'information et l'inflation sous-jacente ne pourraient pas permettre l'application efficace et efficiente de la règle Taylor standard. La politique monétaire discrétionnaire fondée sur le ciblage d'inflation anticipée ne peut garantir la stabilité des prix a priori la stabilité financière. La fixation du taux d'intérêt nominal sur la base de la règle de Taylor augmentée d'une cible financière est un ensemble d'outils qui affectent

positivement la stabilité des prix et la stabilité financière. Le Policy-mix intégré est une combinaison de la politique monétaire et financière qui garantirait mieux la stabilité des prix, la stabilité macro-conjoncturelle et la stabilité financière. Dans les perspectives, nous envisageons poursuivre les débats sur le Policy-mix intégré et la nouvelle règle hybride à long et court terme pour évaluer leur degré de pertinence dans les pays dits de mature la financière.

REFERENCES

AKERLOF G., DICKENS W. et PERRY G. (1990), « *Porte ouverte aux interventions de politiques économiques* » 2e, Edition, Dunod, Paris. P.38-39 ; « *An empirical treatment* », journal of international economics, vol.41, n°3 et 4, november, PP. 351-366 ;

AKERLOF G., DICKENS W. et PERRY G. (1997), « *États-Unis : pourquoi une inflation faible vaut mieux qu'une inflation nulle ?* », problèmes économiques, n°2516, la non-verticalité de la courbe de phillips en régime de faible inflation ; PP. 33 ;

ALAIN D.et ALAIN M. (1994) *« le Franc CFA, bilan et perspectives »* édition l'harmattan p 5 ;

ANTIPA P. et MATHERON J. (2004) : « Intégration entre politique monétaire et macroprudentielle », Banque de France, *revue de la stabilité financière*, n°18 ;

BCEAO (2013) « *Perspectives économiques des états de l'union économique et monétaire ouest africaine* » ; PP. 65-78 ;

BEAU D., CLERCET B. et MOJON (2011) « *Macro-prudential policy and the conduct of monetary policy", mimeo, Banque de France »;* PP. 450-650.

BEN S., BERNANKE et GERTLER M. (2001), "Should central bank respond to movement in asset prices", *The American Review* 91(2), PP. 253-257.

BENASSY-QUERE A. et COEURE B., JACQUET P., PISSANI-FERRY J. (2007), «

Coordination des politiques budgétaires dans la zone euro, leçons d'une expérience Franco- Allemande », rapport pour le sénat. P. 95 ;

BENASSY-QUERE A. et COEURE B., JACQUET P., PISSANI-Ferry J.

(2012), « *Politique Économique* », Edition, De BOECK ; PP. 453 ;

BETBEZE J-P. BORDES C., COUPPEY-SOUBEYRAN J. et PLIHON D. (2011) «

The Central Banking » Après Crise : « *Deux lectures d'une enquête internationale auprès d'économistes et de banquiers centraux* », Paris, 2011- Isbn : 978-2-11-008594-8 ;

BETBEZE J-P. BORDES C., COUPPEY-SOUBEYRAN J. et PLIHON D. (2011) « *Pour Un Changement De Central Banking : La nécessaire coordination de la politique monétaire et de la politique macro-prudentielle au sein de la banque centrale* », Paris, 2011- Isbn : 978-211-008594-8 ;

BLANCHARD O. (2012), « *Monetary policy in the wake of the crisis",* In Blanchard O., Romer D., Spence M., Stiglitz (Éds.) "The Wake Of The Crisis" PP. 45

BORDES C. (2011) : « *Pour un aménagement de banque centrale à la recherche de l'affectation optimale des instruments des politiques monétaire et macro-prudentielle* », Paris, 2011 - ISBN : 978-2-11-008594-8 ;

BORDES C. et CLERC L. (2010) : « L'art du central banking et le principe de séparation », *Revue d'économie politique*, N° 120-2, PP. 269-302 ;

BORIO C. (2009) : « L'approche macro-prudentielle appliquée à la régulation et à la surveillance financières », *Revue de la stabilité*, Banque De France, N° 13, PP. 35-46 ;

BUITER W. (2006), *« Rethinking inflation targeting and central bank independence* » Inaugural lecture at the London school of economics; PP. 75-78.

CARRE et COUPPEY-SOUBEYRAN, DEHMEJ. (2013), « *Règle de Taylor augmentée versus règle macro-prudentielle. Que disent les modèles DGSE* ? » Courriel : Carre.Emnl@Gmail;

CASTEL M. et PLIHON D. (2008) « *Rudes leçons de la crise financière* », Le Monde, 2008 ; PP. 56-70 ;

CHRISTIAN B. et MISHKIN (2007), « *Monnaie, banque et marches financiers* »,8e.

Edition., Pearson ; PP. 80-90 ; *« La BCE, Cinq ans de politique monétaire unique* », Cahiers Français, N°319 ;

DIAW (2012), « *Les déterminants de l'inflation dans les pays de l'union Économique Et Monétaire Ouest Africaine* » Une approche en donnée de panel ; PP. 250 ;

EICHENGREEN B. and HAUSMAN R. (1999), « *Exchange rates and financial fragility*» In New Challenges for Monetary Policy, Federal Reserve Bank Of Kansas City, P. 329-368;

FRANKEL J. (1999) « No *single currency regime is right for all countries or at times*», Essays in International Finance, N°215 Princeton University.

FREDERIC M. et AL (2010) « *Monnaie banque et marché financier* ». 9è édition, Université de Columbia (États-Unis) ; PP. 112;

LUCAS.R. (1976) « Econometric *Policy Evaluation : A Critique* » In Brunner. K. et Meltzer. A. Edition the Phillips Curse and Labor Markets. Carnegie-Rochester-Conference Series On Public Policy. I. PP. 19-46 ;

GREGORY N. (2013), « *Macroéconomie* », Politique De Stabilisation : Budgets Équilibres Et Politique Budgétaire Optimale, 6e. Edition De BOECK, PP. 600-622 ;

MISHKIN F. (1997), « *Inflation Targeting: Lesson From Four Countries", Federal* »; PP. 550;

MISHKIN F. et CHRISTIAN B. (2010), « *Monnaie, Banque et marches financiers* », Stabilité des prix, objectif prioritaire à long terme de la politique, Edition Pearson, Éducation, France, PP. 601- 602-603-669-.924 ;

MISHKIN F. et POSEN (1997), « *Les Cibles d'inflation doivent être vues comme un cadre à l'intérieur duquel, il est possible de mener une politique assez discrétionnaire, plutôt que comme une règle rigide* » ; PP. 550 ;

TARULLO. K (2014) « *Une perspective macro prudentielle pour la règlementation des grandes institutions financière* » N°18, Avril ;

TAYLOR (1993) "Discretion versus Policy Rules in Pratice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, PP. 195-214.

TINBERGEN J. (1952): « *On the theory of economic policy* », Amsterdam: North Holland; PP. 5-12.

VESPERINI J.P. (2013), « *L'euro, origines, vertu et vices, crises et avenir* » Edition Dalloz, PP. 3-215 ;

VINALS J. et NIER E. (2014) : « Les problèmes d'action collective dans la politique microprudentielle et la nécessite d'une coordination internationale », Banque De France, *Revue De La Stabilité Financière*, N°18, Avril.