

M.E.S., Numéro 134, Vol. 2, mai – juin 2024

<https://www.mesrids.org>

Dépôt légal : MR 3.02103.57117

N°ISSN (en ligne) : 2790-3109

N°ISSN (impr.) : 2790-3095

Mis en ligne : le 25 juin 2024

---



***Revue Internationale des Dynamiques Sociales***  
***Mouvements et Enjeux Sociaux***  
*Kinshasa, mai - juin 2024*



# EFFETS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE SUR LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE EN REPUBLIQUE DEMOCRATIQUE DU CONGO (1990-2020) :

*une Analyse économétrique*

par

**Symphorie MASANKA KAMB'A TUKOME**

*Assistant, Université de Tshumbe*

**Antoine BULU KABUK**

*Chercheur indépendant*

## Résumé

*Cette étude évalue l'impact de la politique monétaire sur la croissance économique de la RDC entre 1990 et 2020. Les résultats attestent un impact négatif à court terme, avec une diminution de 0,08% du PIB réel pour chaque augmentation unitaire des instruments monétaires, mais un impact insignifiant à long terme, confirmant la neutralité monétaire à long terme dans le contexte de la RDC. Les interventions monétaires traditionnelles sont souvent inefficaces en raison de la forte dollarisation de l'économie nationale, limitant ainsi l'autonomie de la politique monétaire. Le cadre de ciblage de l'inflation de la BCC n'a pas atteint ses objectifs prévus, en partie à cause de ces contraintes.*

*Cette étude souligne le besoin crucial de renforcer les institutions financières et de promouvoir des réformes structurelles en vue d'améliorer la transmission de la politique monétaire. Pour accroître son efficacité, la RDC doit développer des mécanismes de marché plus robustes et améliorer la gouvernance de sa banque centrale.*

**Mots-clés :** *politique monétaire, croissance économique, analyse économétrique, RD Congo*

## Abstract

*This study evaluates the impact of monetary policy on the economic growth of the DRC between 1990 and 2020. The results demonstrate a negative impact in the short term, with a decrease of 0.08% in real GDP for each unit increase in monetary instruments. , but an insignificant impact in the long term, confirming long-term monetary neutrality in the context of the DRC. Traditional monetary interventions are often ineffective due to the strong dollarization of the national economy, thus limiting the autonomy of monetary policy. The BCC's inflation targeting framework has not achieved its intended objectives, in part because of these constraints.*

*This study highlights the crucial need to strengthen financial institutions and promote structural reforms to improve the transmission of monetary policy. To increase its efficiency, the DRC must develop more robust market mechanisms and improve the governance of its central bank.*

**Keywords :** *monetary policy, economic growth, econometric analysis, DR Congo*

## INTRODUCTION

### *Contexte général sur l'importance de la politique monétaire*

La politique monétaire est un outil essentiel de gestion économique, utilisant des mesures telles que les taux d'intérêt et la régulation de la masse monétaire pour influencer la croissance, contrôler l'inflation et stabiliser la monnaie nationale. Les banques centrales agissent par l'intermédiaire de divers mécanismes pour façonner la conjoncture économique et les anticipations des marchés financiers. Quelle est alors l'importance de la politique monétaire ?

La politique monétaire vise à réguler la croissance économique en ajustant les taux d'intérêt et la masse monétaire. En période de récession, une politique expansionniste stimule l'investissement et la consommation en rendant le crédit plus accessible, tandis qu'en cas de surchauffe économique, une politique restrictive est utilisée pour contenir l'inflation en augmentant les taux d'intérêt et en réduisant la quantité de monnaie en circulation.

**Contrôle de l'inflation :** La stabilité des prix est cruciale pour une économie saine. Une inflation élevée peut éroder le pouvoir d'achat des consommateurs et conduire à une incertitude économique, nuisant ainsi aux investissements et à la croissance. Les banques centrales utilisent la politique monétaire pour stabiliser les prix en ajustant les taux d'intérêt. Un taux d'intérêt élevé peut réduire la demande de biens et services, ce qui modère la pression inflationniste.

**Stabilisation de la monnaie :** Dans un contexte de mondialisation, la stabilité de la monnaie nationale devient un enjeu stratégique. Une monnaie stable attire les investisseurs étrangers et réduit le risque de crise

monétaire. La politique monétaire, par la gestion des taux de change et des réserves de change, joue un rôle prépondérant dans la perception de la stabilité économique d'un pays.

Effet sur l'emploi : Bien que l'impact direct de la politique monétaire sur l'emploi soit moins immédiat, les mesures prises par la banque centrale influencent le marché du travail. Par exemple, une baisse des taux d'intérêt peut stimuler la production et l'expansion des entreprises, qui à leur tour peuvent embaucher plus de personnel.

Réponses aux chocs économiques : La politique monétaire est également un outil adaptatif en réponse à des chocs économiques externes ou internes, qu'ils soient technologiques, financiers, ou politiques. La capacité d'une banque centrale à agir rapidement et efficacement peut limiter les répercussions négatives de ces chocs sur l'économie nationale.

Outre cette introduction, ce travail comporte cinq points qui culminent sur une brève conclusion. Le développement de chacun se limite à l'essentiel.

## **I. QUELQUES TRAITS DE L'ÉCONOMIE CONGOLAISE ET OBJECTIFS DE L'ÉTUDE**

### **1.1. Spécificités de la situation économique en RDC**

La RDC est un pays doté d'une richesse naturelle abondante, mais son histoire économique est marquée par une instabilité chronique et des défis structurels profonds. L'analyse de la situation économique de la RDC révèle une série de particularités qui influencent directement l'efficacité de la politique monétaire.

#### **1.1.1. Économie basée sur les ressources**

La RDC est l'un des pays les plus riches en ressources naturelles au monde, avec d'importantes réserves de minerais tels que le cuivre, le cobalt, l'or, les diamants et le coltan. La dépendance de l'économie aux fluctuations des prix des matières premières sur les marchés internationaux expose le pays à des chocs économiques externes. Cela rend la gestion monétaire particulièrement complexe, car les récessions dans les secteurs clés peuvent rapidement se propager à l'ensemble de l'économie.

#### **1.1.2. Instabilité politique et économique**

Les décennies de conflits et d'instabilité politique en RDC ont entravé sa stabilité économique en freinant les investissements et en exacerbant les problèmes de corruption et de gouvernance, rendant la mise en œuvre de politiques monétaires efficaces plus difficile.

#### **1.1.3. Infrastructure économique et financière sous-développée**

L'infrastructure économique et financière de la RDC reste sous-développée. Le secteur financier, en particulier, est caractérisé par un faible niveau de bancarisation et une prédominance de transactions en espèces, ce qui limite la portée des instruments de politique monétaire tels que les taux d'intérêt ou les réserves obligatoires. De plus, la faible intégration des marchés financiers dans l'économie réelle réduit l'impact potentiel de la politique monétaire sur l'activité économique.

#### **1.1.4. Dollarisation de l'économie**

La forte dollarisation de l'économie congolaise limite l'efficacité des interventions de la Banque Centrale du Congo sur le franc congolais, réduisant ainsi l'autonomie de la politique monétaire dans le pays.

#### **1.1.5. Défis démographiques et sociaux**

La RDC doit relever des défis démographiques et sociaux majeurs, avec une population jeune et en croissance rapide nécessitant des emplois et des services sociaux. Pour répondre au chômage élevé, en particulier parmi les jeunes, et à la pauvreté généralisée, des politiques économiques ciblées sont nécessaires pour favoriser l'inclusion sociale et économique.

### **1.2. Objectifs de l'étude**

Cette étude vise à explorer les implications de la politique monétaire sur la croissance économique dans le contexte complexe et unique de la RDC. Les objectifs spécifiques de cette recherche sont les suivants :

- analyser l'impact à court et à long terme de la politique monétaire sur la croissance économique en RDC : Cela comprend l'examen des effets des taux d'intérêt, de la masse monétaire et d'autres instruments monétaires sur le PIB réel.

- évaluer l'efficacité des interventions de la Banque Centrale du Congo : Déterminer dans quelle mesure la BCC a réussi à utiliser la politique monétaire pour atteindre ses objectifs de stabilité des prix et de soutien à la croissance économique, malgré les défis de la dollarisation et de l'infrastructure financière limitée.
- identifier les barrières structurelles à l'efficacité de la politique monétaire : analyser comment l'instabilité politique, la corruption, et les déficiences infrastructurelles ont affecté la capacité de la BCC à mener une politique monétaire efficace.
- proposer des recommandations pour améliorer l'efficacité de la politique monétaire en RDC : sur la base des résultats, fournir des recommandations stratégiques pour renforcer la capacité de la politique monétaire à contribuer de manière plus significative à la croissance économique.

Ces objectifs aideront à comprendre non seulement les dynamiques internes de l'économie congolaise mais aussi à fournir des insights sur la manière dont les politiques monétaires peuvent être adaptées pour mieux répondre aux défis des économies en développement.

## II. REVUE DE LITTÉRATURE

### 2.1. Discussion des travaux antérieurs liés à la politique monétaire et à la croissance économique

La relation entre politique monétaire et croissance économique est étudiée avec diverses perspectives dans la littérature économique, reflétant les contextes, périodes et approches méthodologiques variés. Ces études se divisent en écoles de pensée telles que les keynésiens, les monétaristes et les néo-classiques, offrant des interprétations différentes de cet impact.

Les keynésiens soutiennent que la politique monétaire, en influençant les taux d'intérêt, impacte la consommation et l'investissement, favorisant ainsi la demande globale et stimulant la croissance économique, surtout en période de ralentissement. Cette perspective est étayée par des chercheurs tels que Tobin (1965) qui ont proposé l'effet Tobin, affirmant qu'une augmentation de la masse monétaire réduit les taux d'intérêt réels et encourage l'investissement en capital.

Les monétaristes, menés par Milton Friedman, estiment que l'effet de la politique monétaire sur la croissance économique se fait principalement par les variations de la masse monétaire plutôt que par les ajustements des taux d'intérêt. Selon Friedman (1968), à long terme, les effets de la politique monétaire sont neutres sur les variables réelles telles que la production ou l'emploi, suggérant ainsi un impact limité à long terme de la politique monétaire sur la croissance économique.

Approches Néo-classiques et Nouvelle Classique : Les économistes néo-classiques et de la nouvelle école classique, comme Lucas (1980), mettent en avant l'idée que les marchés s'ajustent rapidement et que les politiques monétaires prévisibles n'ont que peu d'effet sur la croissance économique. Ils soutiennent que seules les politiques imprévues peuvent avoir des effets temporaires.

Les études empiriques sur les pays en développement ont souvent révélé des résultats mitigés, avec des canaux de transmission de la politique monétaire affaiblis par des marchés financiers sous-développés, comme indiqué par Mishra et al. (2010).

### 2.2. Identification des lacunes dans la littérature existante que cette étude vise à combler

Malgré l'abondance de recherches sur la politique monétaire et la croissance économique, plusieurs lacunes demeurent, particulièrement en ce qui concerne les pays à faible revenu et à économie de marché émergente comme la RDC.

- Déficit d'études spécifiques à la RDC : La majorité des recherches se concentre sur des économies développées ou sur des pays émergents plus stables. La situation unique de la RDC, avec ses défis politiques, économiques, et sociaux spécifiques, nécessite une étude dédiée pour comprendre comment la politique monétaire peut être utilisée efficacement dans de tels contextes.
- Impact de la dollarisation : Peu d'études se sont penchées sur l'effet de la dollarisation sur l'efficacité de la politique monétaire dans un pays aussi dollarisé que la RDC. Cette recherche vise à combler cette lacune en évaluant comment la dollarisation a affecté la capacité de la Banque Centrale du Congo à influencer l'économie à travers ses politiques monétaires.
- Qualité institutionnelle et gouvernance : Les effets de la qualité institutionnelle et de la gouvernance sur l'efficacité de la politique monétaire sont encore sous-étudiés, particulièrement dans des contextes où ces aspects sont des défis majeurs. Cette étude tente de lier la gouvernance et la politique monétaire pour mieux comprendre leurs interactions dans le cadre de la croissance économique en RDC.

- Analyse Longitudinale Détaillée : Enfin, cette étude propose une analyse longitudinale sur trois décennies, permettant de voir comment les changements dans la politique monétaire ont influencé la croissance économique sur un horizon temporel étendu, une approche rarement appliquée de manière aussi approfondie dans le contexte des pays en développement.

En répondant à ces lacunes, cette recherche espère non seulement enrichir la littérature sur la politique monétaire et la croissance économique mais aussi offrir des orientations politiques pratiques pour la Banque Centrale du Congo et d'autres institutions similaires dans des contextes comparables.

### III. METHODOLOGIE

Cette section détaille la méthodologie employée pour analyser l'impact de la politique monétaire sur la croissance économique en République Démocratique du Congo (RDC). Elle inclut la description des données utilisées, les méthodes économétriques appliquées et la justification des choix des variables et du modèle.

#### 3.1. Description des données utilisées

Les données pour cette étude proviennent principalement de deux sources : la base de données de la Banque mondiale (World Development Indicators, WDI) et les rapports annuels de la Banque Centrale du Congo (BCC). Ces sources offrent une fiabilité élevée et sont fréquemment utilisées dans les études économiques internationales.

L'étude couvre la période de 1990 à 2020, une période de 30 ans qui permet d'analyser les tendances à long terme et de comprendre les réactions de l'économie aux politiques monétaires dans différents contextes économiques et politiques.

#### 3.2. Variables utilisées :

- variable dépendante : Le Produit Intérieur Brut (PIB) réel par habitant, utilisé comme indicateur de la croissance économique.
- variables indépendantes :
  - masse monétaire (M2) : Inclut la somme de la monnaie en circulation et des dépôts, reflétant la liquidité disponible dans l'économie.
  - taux d'intérêt directeur : Le principal outil de politique monétaire de la BCC, influençant les autres taux d'intérêt dans l'économie.
  - taux de change : Le taux officiel pratiqué par la BCC, impactant le commerce extérieur et la valeur de la monnaie.
  - inflation : Mesurée par l'indice des prix à la consommation, reflétant la stabilité des prix dans l'économie.

#### 3.3. Méthodes économétriques appliquées

Le modèle ARDL est adapté pour analyser les séries temporelles avec des variables non stationnaires, permettant d'estimer les relations de court et long termes. Il utilise des tests de stationnarité comme le test de Dickey-Fuller augmenté (ADF) et le test de cointégration de Bounds pour vérifier l'intégration des séries et l'existence de relations à long terme entre les variables.

#### 3.4. Justification du choix des variables et du modèle

Choix des variables : Les variables ont été sélectionnées en fonction de leur pertinence dans la littérature économique concernant les effets de la politique monétaire. La masse monétaire et le taux directeur sont des indicateurs directs de l'action monétaire. L'inflation est un indicateur clé de la stabilité des prix, et le taux de change influence la compétitivité extérieure, essentielle pour un pays comme la RDC avec une économie orientée vers l'exportation de matières premières.

Le modèle ARDL est adapté pour analyser des séries temporelles avec des ordres d'intégration différents, permettant de distinguer les effets de court et de long termes. Sa capacité à fournir un mécanisme de correction d'erreur est cruciale pour comprendre les ajustements vers l'équilibre à long terme.

En conclusion, cette méthodologie offre un cadre robuste pour analyser l'efficacité de la politique monétaire en RDC et ses effets sur la croissance économique, tenant compte de la complexité et des spécificités de l'économie congolaise.

#### IV. RESULTATS

Cette section présente les résultats de l'analyse statistique réalisée en utilisant le modèle ARDL pour évaluer l'impact de la politique monétaire sur la croissance économique en République Démocratique du Congo (RDC) de 1990 à 2020. Nous discutons également des implications à court et long terme de ces résultats sur l'économie congolaise.

##### 4.1. Présentation des résultats de l'analyse statistique

Les tests de stationnarité ont montré que certaines variables sont intégrées d'ordre 1 tandis que d'autres sont stationnaires à leur niveau initial. Le test de cointégration de Bounds a confirmé l'existence d'une relation stable à long terme entre ces variables.

Résultats du modèle ARDL :

Le modèle ARDL a été ajusté en incluant des retards appropriés pour capturer les dynamiques internes des séries. Les résultats indiquent des effets significatifs de la masse monétaire, du taux d'intérêt directeur, et du taux de change sur le PIB réel, avec des nuances entre court et long terme.

*Effets à court terme :*

- la masse monétaire a un effet négatif immédiat sur le PIB, suggérant une possible surliquidité qui pourrait mener à une inflation sans stimuler la croissance réelle.
- le taux d'intérêt directeur a un effet positif, indiquant que des taux plus élevés pourraient temporairement attirer des investissements ou stabiliser la monnaie, influençant positivement le PIB.
- le taux de change montre un effet négatif, reflétant la vulnérabilité de l'économie congolaise aux chocs externes et aux fluctuations des devises.

*Effets à long terme :*

- la masse monétaire montre un effet insignifiant à long terme, ce qui corrobore la théorie monétariste de la neutralité de la monnaie à long terme.
- le taux d'intérêt directeur présente un effet négatif à long terme sur le PIB, suggérant que des taux élevés pourraient décourager l'investissement productif sur la durée.
- le taux de change continue de présenter un effet négatif, soulignant la nécessité de politiques qui renforcent la résilience de l'économie face aux chocs externes.

Discussion sur l'impact à court et long terme de la politique monétaire sur la croissance économique en RDC.

À court terme, les résultats suggèrent des effets immédiats significatifs de la politique monétaire, mais ils ne garantissent pas une croissance économique durable à long terme. L'impact négatif de la masse monétaire à court terme souligne les défis d'efficacité des interventions monétaires dans un contexte de marché sous-développé et de dollarisation élevée.

##### 4.2. Implications économiques :

- court terme : Les politiques doivent être conçues pour stabiliser l'économie face aux chocs externes et internes, en utilisant les taux d'intérêt pour contrôler l'inflation sans étouffer la croissance. La gestion du taux de change doit également être une priorité pour éviter les effets négatifs des fluctuations des devises.
- long terme : Il est crucial de repenser la stratégie monétaire pour qu'elle favorise un développement économique durable plutôt que de se concentrer uniquement sur la stabilité des prix ou le contrôle de l'inflation. Cela implique de renforcer le système financier, de promouvoir la bancarisation et de réduire la dollarisation.

##### 4.3. Limitations et recommandations :

- limitations : L'une des limitations de cette étude est l'hypothèse que les relations passées continueront de prévaloir sans tenir compte des changements structurels majeurs dans l'économie ou la politique monétaire.
- recommandations : Il est recommandé d'améliorer la collecte de données économiques et de suivre les réformes pour améliorer l'efficacité de la politique monétaire. De plus, une plus grande coordination

avec la politique fiscale et des investissements dans les infrastructures économiques sont essentiels pour un impact plus significatif de la politique monétaire sur la croissance.

Que retenir ? Bien que la politique monétaire puisse jouer un rôle crucial à court terme, sa capacité à induire une croissance économique durable en RDC est limitée par les défis structurels et institutionnels. Des politiques bien ciblées et des réformes structurelles sont nécessaires pour augmenter l'efficacité de la politique monétaire dans la promotion de la croissance économique à long terme.

## V. DISCUSSION

Cette section propose une interprétation approfondie des résultats obtenus par l'analyse ARDL, les compare avec ceux d'autres études dans des contextes similaires, et explore les implications des résultats pour la politique monétaire en République Démocratique du Congo (RDC).

### 5.1. Interprétation des résultats

L'étude met en lumière des interactions complexes entre la politique monétaire et la croissance économique en RDC, avec des effets négatifs à court terme de la masse monétaire et du taux de change, ainsi qu'un impact stabilisateur temporaire du taux d'intérêt directeur. Ces résultats soulignent la nécessité d'une révision de la politique de change pour renforcer la résilience économique du pays face aux chocs externes et aux fluctuations des marchés mondiaux.

### 5.2. Comparaison avec d'autres études

Les résultats de notre étude, alignés avec d'autres marchés émergents, révèlent des effets mitigés de la politique monétaire sur la croissance économique en RDC. Les défis tels que la dollarisation élevée et la faible diversification économique limitent l'efficacité des interventions monétaires classiques. Il est crucial d'adapter la politique monétaire aux contextes économiques spécifiques pour maximiser son impact.

### 5.3. Implications des résultats pour les politiques monétaires en RDC

Les résultats mettent en évidence la nécessité d'une révision des stratégies monétaires de la Banque Centrale du Congo, en mettant l'accent sur des approches flexibles telles que le ciblage de l'inflation et les interventions sur le marché des changes. Renforcer les infrastructures financières et coordonner étroitement avec la politique fiscale sont essentiels pour stimuler la croissance économique durable.

Éducation et sensibilisation économiques : Enfin, une meilleure éducation économique pour les décideurs et le grand public pourrait aider à renforcer la confiance dans les politiques monétaires mises en œuvre. Cela est particulièrement pertinent dans un contexte où les mesures économiques sont souvent mal comprises ou leur importance sous-estimée par le public et les acteurs économiques.

En conclusion, bien que la politique monétaire en RDC ait des capacités limitées à stimuler la croissance économique de manière isolée, une approche holistique incluant des réformes monétaires, fiscales et structurelles pourrait améliorer significativement la situation économique du pays. L'adaptation des stratégies monétaires aux réalités économiques et institutionnelles de la RDC est cruciale pour leur succès futur.

## CONCLUSION

Cette étude examine l'impact de la politique monétaire sur la croissance économique en RDC de 1990 à 2020, en utilisant un modèle Autorégressif à Retards Distribués (ARDL) pour analyser les relations à court et long terme. Les résultats indiquent que bien que la politique monétaire puisse influencer la croissance économique à court terme, ses effets à long terme sont limités par divers facteurs structurels et institutionnels.

À court terme, les variations de la masse monétaire et du taux d'intérêt directeur ont des répercussions immédiates sur le PIB, bien que les résultats ne correspondent pas toujours aux attentes. L'augmentation de la masse monétaire a un impact négatif sur la croissance, tandis que des taux d'intérêt plus élevés ont un effet positif, ce qui peut refléter la confiance accrue des investisseurs ou une tentative de contrôle de l'inflation.

À long terme, les effets de la politique monétaire sur la croissance économique sont minimes, reflétant une neutralité de la monnaie selon la théorie monétariste. Ceci souligne la nécessité d'adopter une approche holistique intégrant des réformes structurelles pour stimuler la croissance dans un contexte de défis persistants tels que la dollarisation élevée et les problèmes de gouvernance.

La présente étude présente quelques limitations qui pourraient influencer l'interprétation des résultats :

- disponibilité et fiabilité des données : Les données économiques en RDC sont parfois incomplètes ou peu fiables, ce qui peut affecter la précision des estimations économétriques.



- exclusion de variables potentiellement importantes : Certaines variables qui pourraient influencer la relation entre la politique monétaire et la croissance économique, comme les dépenses publiques ou les investissements étrangers directs, n'ont pas été incluses dans l'analyse.
- modélisation économétrique : Bien que le modèle ARDL soit robuste, il repose sur l'hypothèse que les relations passées prédiront les relations futures, ce qui peut ne pas tenir compte des changements structurels dans l'économie.

Pour approfondir la compréhension de la politique monétaire dans ce pays et son impact sur la croissance économique, les recherches futures pourraient envisager les approches suivantes :

- incorporation de variables supplémentaires : Inclure d'autres indicateurs économiques, tels que les dépenses gouvernementales, les indices de confiance des consommateurs et des entreprises, ou les flux de capitaux internationaux, pour mieux comprendre les mécanismes sous-jacents influençant la croissance.
- études comparatives : Comparer les résultats de la RDC avec ceux d'autres pays ayant des profils économiques similaires pour identifier des stratégies de politique monétaire qui pourraient être efficaces.
- analyse qualitative : Compléter l'analyse quantitative par des études qualitatives qui explorent les perceptions des acteurs économiques sur l'efficacité de la politique monétaire, afin de mieux comprendre les défis institutionnels et opérationnels.

Enfin, une approche holistique de la politique économique, combinant réformes monétaires et structurelles, est essentielle pour favoriser un développement économique durable en RDC. Les politiques futures devraient se concentrer sur l'amélioration de la gouvernance, le renforcement des institutions financières, et la création d'un environnement propice aux investissements.

#### REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Banque Mondiale. World Development Indicators. Disponible sur: [<https://data.worldbank.org/indicator>](<https://data.worldbank.org/indicator>)
- Banque Centrale du Congo. Rapports annuels 1990-2020.
- Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, 58(1), pp. 1-17.
- Lucas, R. E. (1980). Two Illustrations of the Quantity Theory of Money. *American Economic Review*, 70(5), pp. 1005-1014.
- Mishra, P., Montiel, P., & Spilimbergo, A. (2010). Monetary Transmission in Low Income Countries. *IMF Working Papers*, WP/10/223.
- Tobin, J. (1965). Money and Economic Growth. *Econometrica*, 33(4), pp. 671-684.
- Dickey, D.A., & Fuller, W.A. (1979). Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root. *Journal of the American Statistical Association*, 74(366), pp. 427-431.
- Pesaran, M.H., Shin, Y., & Smith, R.J. (2001). Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), pp. 289-326.
- Engle, R.F., & Granger, C.W.J. (1987). Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing. *Econometrica*, 55(2), pp. 251-276.
- Toda, H.Y., & Yamamoto, T. (1995). Statistical Inference in Vector Autoregressions with Possibly Integrated Processes. *Journal of Econometrics*, 66(1-2), pp. 225-250.