



Munich Personal RePEc Archive

COVID-19 Uncertainty Channel: What Strategies and Tactics for Monetary Policy?

PINSHI, Christian P. and MALATA, Alain

University of Kinshasa

September 2020

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/109313/>
MPRA Paper No. 109313, posted 23 Aug 2021 14:20 UTC

Canal d'incertitude de la COVID-19 : Quelles stratégies et tactiques pour la politique monétaire ?

Christian P. Pinshi¹ & Alain K. Malata²

Septembre 2020

Résumé

La Banque Centrale du Congo (BCC) a réduit le taux directeur en réponse aux effets incertains de la COVID-19. L'impact de la pandémie sur l'économie est encore incertain et dépend de nombreux facteurs. La baisse du taux directeur n'aiderait pas à suffire l'économie à faire face aux conséquences de la COVID-19, il faudrait repenser à d'autres tactiques et stratégies, telles qu'une bonne stratégie de communication et/ou essayer les mesures non conventionnelles de la politique monétaire. Toutefois une coordination avec la politique budgétaire serait un facteur clé pour atténuer les effets incertains de la crise du coronavirus.

Mots clés : Politique monétaire, Covid-19, incertitude

Code JEL : C32, E32, E44, E52, E63

Abstract

The Central Bank of Congo (BCC) lowered policy rate in response to uncertainty surrounding COVID-19. The impact of the pandemic on the economy is uncertain and depends on several factors. This cut in the policy rate would not help the economy to limit the fallout from COVID-19, so we should rethink other tactics and strategies, such as a good communication strategy and the deployment of unconventional measures. However, coordination with fiscal policy would be a determining factor in blurring the uncertain effects of the coronavirus crisis.

Keywords : Monetary policy, Covid-19, uncertainty

JEL Code : C32, E32, E44, E52, E63

¹ christian.pinshi@unikin.ac.cd , chrpinshi@gmail.com

² malata@bcc.cd , malatakafunda@gmail.com

I. INTRODUCTION

L'épidémie de COVID-19 en République Démocratique du Congo (RDC) début mars 2020 a déclenché un choc économique sans précédent qui a nécessité une politique économique urgente et décisive pour éviter que les effets de la crise ne deviennent permanents. La politique monétaire a été et reste l'outil le plus approprié pour agir rapidement dans ce contexte, car elle dispose d'instruments flexibles pour atteindre cet objectif avec des actions ciblées adaptées à un choc dont la durée est incertaine et hétérogène. La COVID-19 semble avoir poussé le taux directeur à la baisse et éloigné notre économie de l'équilibre, avec une récession majeure non observée depuis 2002, une augmentation du niveau général des prix et une dépréciation assez flagrante de la monnaie, sapant ainsi notre capacité de prévision.

Il est certain que la pandémie ajoute un niveau d'incertitude déjà élevé, et l'intervention politique, en particulier de la Banque centrale du Congo (BCC), devra être présente et importante, elle sera guidée par des informations changeantes et imprécises, étant donné le niveau croissant d'incertitude autour de la pandémie. Dans cette optique, la BCC a annoncé le 24 mars 2020 plusieurs mesures visant à assouplir les conditions de liquidité en : (i) abaissant le taux directeur de 150 points de base à 7,5%; (ii) éliminant des réserves obligatoires sur les dépôts à vue en monnaie locale; et (iii) créant une nouvelle facilité de financement à long terme garantie pour les banques commerciales d'une durée maximale de 24 mois afin de soutenir l'octroi de crédits pour l'importation et la production de denrées alimentaires et d'autres produits de base. De plus, la BCC a entrepris des mesures pour réduire les risques de contamination des billets de banque et promouvoir l'utilisation des paiements électroniques.

Il faudrait rappeler qu'avant que la crise de COVID-19 n'ait frappé le Pays, l'économie était en pleine reprise suite aux effets d'entraînements du choc exogène de la baisse des cours des produits de base, aux tensions psychologiques électorales, et au choc sanitaire d'Ebola. Il était important de planifier des vastes révisions et réformes pour renforcer la résilience de l'économie nationale et sa robustesse face aux chocs externes. Cependant, au moment où ces stratégies devaient être concrétisées, survient la grande crise du coronavirus. Ce nouveau choc a précipité à nouveau le Pays dans des moments exceptionnels nécessitant le report des efforts entrepris et l'adoption de nouvelles mesures extraordinaires. De plus, même si les aspects sanitaires du choc seront probablement d'une durée ne dépassant pas deux ans ou trois, ses conséquences économiques ne manqueront pas de durer beaucoup plus longtemps, obligeant les décideurs politiques à élaborer une véritable stratégie anti-COVID à moyen et long terme, allant au-delà des décisions spéciales ponctuelles. Le virus a poussé leur conception politique d'une décennie d'exceptionnalité à une nouvelle période d'attitudes stratégiques nécessairement anormales.

Au milieu d'une incertitude importante quant à la ligne décrite par la pandémie et son impact sur l'économie congolaise, les données suggèrent que la croissance économique s'est considérablement repliée atteignant un chiffre négatif de -2%, l'inflation a grimpé jusqu'à 11% et la valeur de la monnaie s'est dépréciée jusqu'à 1950 Cdf/Usd. En outre, la propagation de la COVID-19 a déclenché des mesures de confinement et de distanciation

sociale qui perturbent inévitablement l'activité économique et commerciale. Ces circonstances incitent les ménages et les entreprises à dépenser moins, en particulier pour les biens et services non essentiels. La propagation rapide de la COVID-19 et les mesures de confinement massives que les décideurs et les responsables de la santé ont prises pour la combattre représentent un choc négatif sans précédent pour la demande et l'offre mondiales (Christensen *et al.* 2020 ; Pinshi, 2020a). Les effets d'incertitude du choc de coronavirus réduisent suffisamment la demande et grippent l'économie tout entière. La pression à la hausse du niveau général des prix, intensifiée par une accélération de la dépréciation du taux de change qui en résulte, sape le mandat de la BCC. Comment ces perturbations se propagent-elles dans l'économie et affectent-elles le taux de change, l'inflation et la croissance économique (chômage), et dans quelle mesure la politique monétaire peut-elle estomper ces effets ?

Suite à ces questions, nous mesurons comment l'incertitude associée à la COVID-19 affecte la croissance économique, l'inflation et le taux de change, ainsi que les réponses stratégiques et tactiques de la politique monétaire pour atténuer ces effets incertains et assurer une reprise économique en douceur. Le papier est organisé comme suit : La section 2 quantifie le choc de l'incertitude de la COVID-19 et son impact sur l'activité économique (Output gap), l'inflation et le taux de change. La section 3 examine les stratégies et tactiques que la politique monétaire devrait déployer pour atténuer les effets incertains du choc de COVID-19. La section 4 ouvre une brèche sur la coordination avec la politique budgétaire pour consolider ces stratégies. La dernière section se termine par quelques implications stratégiques à court et à long terme.

II. CANAL D'INCERTITUDE DE LA COVID-19 : MÉTHODOLOGIE ET ÉVALUATION QUANTITATIVE

La transmission du choc de coronavirus sur la croissance économique, le taux de change et l'inflation se fait par différents canaux, principalement par la peur, l'incertitude (Leduc et Liu, 2020 ; Baker *et al.* 2020 ; Dietrich *et al.* 2020 ; Barro *et al.* 2020), la perte de la confiance, et les anticipations pessimistes du public.

Suite aux travaux antérieurs (Leitemo et Soderstrom, 2005 ; Delle Chiaie, 2009 ; Leduc et Liu, 2012 ; Bekaert *et al.* 2013 ; Grigoli *et al.* 2015) et très récents (Jordà *et al.* 2020 ; Leduc et Liu, 2020 ; Curdia, 2020 ; Baker *et al.* 2020 ; Pinshi, 2020b), nous utilisons un cadre économétrique de vecteur autorégressif Bayésien (BVAR) pour isoler les effets de la politique monétaire sur l'inflation, l'output gap et le taux de change, en tenant compte de l'incertitude du coronavirus. Nous rappelons que ces travaux cités n'ont pas tous utilisé un cadre BVAR, mais plutôt leurs façons de mesurer les effets incertains via les chocs impulsionnels qui marquent notre attention portée à ces travaux et nous incitent à orienter notre démarche en enquêtant vers un BVAR pour mesurer le choc impulsionnel et le délai de transmission. Le choix du BVAR est intensif et se justifie par sa fiabilité sur les paramètres et surtout sur sa puissance prédictive.

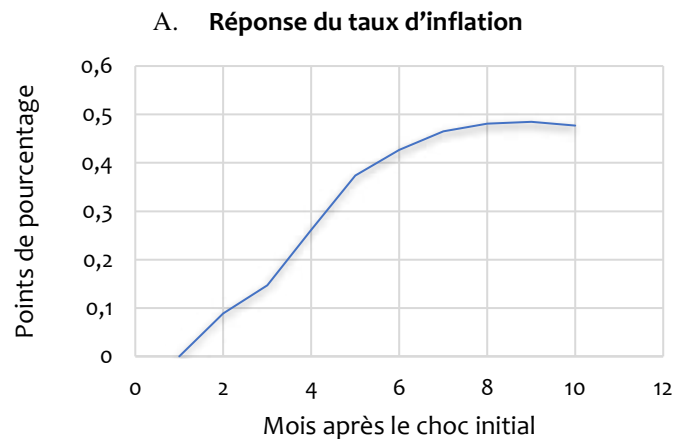
Nous mesurons l'incertitude du coronavirus à travers l'indice d'incertitude mondiale de la pandémie (WPUI) et l'indice de la volatilité (VIX) symbolisant la peur et le manque de

confiance sur le marché international. Ces deux indicateurs sont pris comme des variables exogènes dans notre cadre. Nous utilisons le cadre suivant :

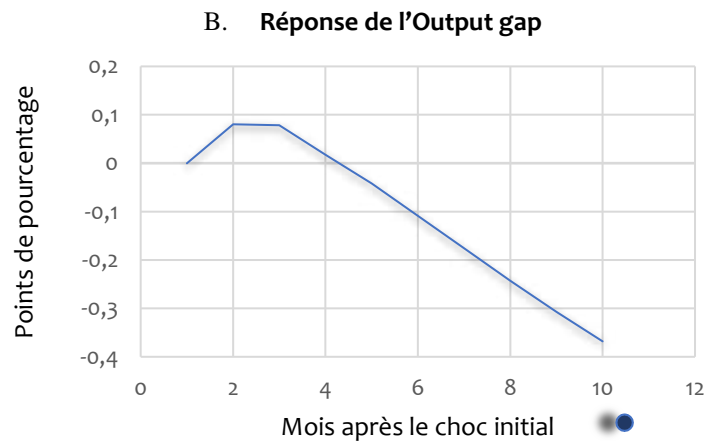
$$\Pi_t = \sum_{j=1}^p \varphi_j \Pi_{t-j} + \delta_j Z_t + \varepsilon_t \quad \varepsilon_t \sim N(0, \Sigma)$$

Où ε_t est un vecteur de résidus de forme réduite au temps t . Le vecteur Π_t contient le taux directeur, l'indice des prix à la consommation, l'output gap (mesuré par le filtre Hodrick-Prescott, dérivé du PIB réel désagrégé quadratiquement en fréquence mensuelle) et le taux de change nominal. L'indice d'incertitude pandémique WPUI et l'indice VIX d'incertitude Z_t sont des variables d'incertitude construites spécifiquement pour suivre, respectivement, l'évolution de la pandémie du Coronavirus et le comportement du marché international, étant donné que ces variables ont un effet systémique sur la majorité des économies, y compris la RDC. Le comportement de ces indices inculque l'incertitude dans le dynamisme des autres économies. Par conséquent, ils sont supposés exogènes dans ce modèle.

Graphique 1. Réponses des macro-variables au choc du taux directeur en tenant compte de l'effet exogène de l'incertitude et de la peur du Coronavirus

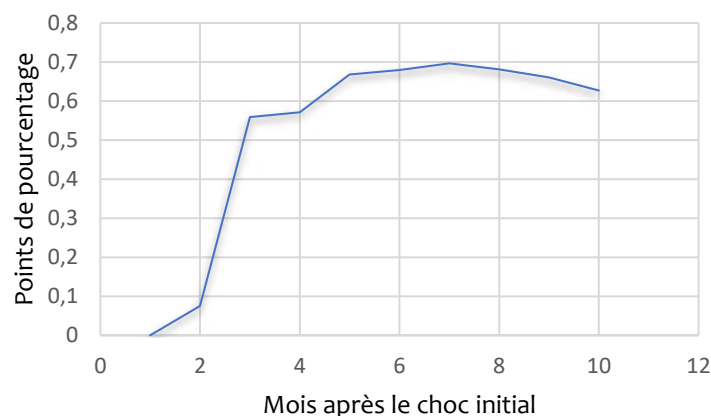


Source : Estimation vectorielle Bayésienne à prior Sims-Zha (normal-Wishart)



Source : Estimation vectorielle Bayésienne à prior Sims-Zha (normal-Wishart)

C. Réponse du taux de change



Source : Estimation vectorielle Bayésienne à prior Sims-Zha (normal-Wishart)

Nous estimons le modèle en utilisant les séries mensuelles de janvier 2012 à avril 2020. Du point de vue théorie, nous avons soutenu que l'effet incertain du coronavirus a tendance à baisser la croissance économique, à augmenter le taux d'inflation (surtout dans les marchés émergents et économies en développement³) et à déprécier la valeur de la monnaie. En plus, le pass-through du taux d'intérêt n'a pas suffisamment d'effet positif sur l'inflation, l'output gap et le taux de change suite aux effets incertains de la pandémie du coronavirus.

Ces prédictions théoriques sont étayées par des preuves empiriques. Le graphique 1 trace les effets d'un choc du taux directeur sur les trois variables macroéconomiques d'intérêts. Chaque graphique affiche la moyenne sous forme de ligne continue, avec une certitude moyenne de 95%. Suite au choc de la politique monétaire via le taux directeur en tenant compte de l'effet incertain du coronavirus, le taux d'inflation indiqué dans le graphique A augmente de plus en plus avec le temps, atteignant un pic environ 8 mois après l'impact. De même, le graphique B montre que l'output gap baisse de façon persistante pendant environ 7 mois. Ce qui traduit une baisse de la croissance et une augmentation du taux de chômage persistant. Le taux de change indiqué dans le graphique C augmente rapidement, reflétant une dépréciation monétaire accrue suite aux anticipations pessimistes animées par l'incertitude liée au choc du coronavirus. Ce choc met en difficulté l'élaboration de la politique monétaire pour estomper ces effets néfastes sur la stabilité macroéconomique.

III. DISCUSSION SUR LA STRATÉGIE ET TACTIQUE ADOPTÉES

Les conditions sans précédent créées par la propagation du coronavirus appellent des stratégies et tactiques exceptionnelles de la part de la BCC. Outre les tactiques traditionnelles tels que la réduction du taux directeur, la banque devrait essayer d'élaborer des mesures non conventionnelles pour éviter les conséquences permanentes d'un choc négatif transitoire, mais potentiellement grave de la production nationale. Le développement de nouveaux outils pourrait aider les entreprises et les ménages à traverser la tempête. Non seulement la banque centrale se trouvent dans une situation différente qu'avant les précédents chocs, mais celui-ci est également de nature différente.

³ L'effet s'inverse dans les pays développés, où ils subissent des tensions déflationnistes.

La première ligne de la lutte contre les défis de COVID-19 devrait comprendre les efforts extraordinaires des professionnels de santé de l'Institut National de Recherche Biomédicale (INRB), des soignants et des bénévoles à travers la RDC, mais comme le virus et les interventions nécessaires pour réduire sa propagation ont également des effets importants sur la stabilité macroéconomique, la politique monétaire devrait chercher à minimiser les perturbations qui en résultent pour les ménages et les entreprises. L'effet du coronavirus sévit la peur, accentue l'incertitude et brise la confiance. L'objectif serait donc de permettre à l'économie de retrouver son potentiel d'avant la crise de coronavirus une fois que les risques pour la santé publique seront atténués.

Pour atténuer l'écart récessionniste dû au choc du coronavirus, lequel secoue l'économie congolaise, la tactique de la BCC pourrait tourner vers les politiques d'assouplissement monétaire avec les achats massifs des bons de trésors. L'expansion de ces derniers pourrait relancer l'économie progressivement et aplatir la courbe de mortalité des petites et moyennes entreprises. En sus, l'appui aux banques pourraient aider à alléger les conditions financières et permettre une reprise des crédits au secteur privé. Les effets incertains de la COVID-19 sont sévères, instabilité des prix et la dépréciation monétaire (y compris les reflux de capitaux) ont des mauvaises répercussions sur le système financier (Ma *et al.* 2020). La stabilité financière est comme une pièce de puzzle à la politique monétaire. Son évolution affecte automatiquement la politique monétaire. Les banques devraient continuer à assurer l'offre de crédits pour maintenir l'économie à un niveau significatif par rapport au creux de la récession. L'introduction d'une réduction des taux d'intérêt débiteurs serait bénéfique pour l'économie et particulièrement pour les petites et moyennes entreprises pour un régime de financement à terme avec des incitations supplémentaires.

Ces décisions devraient contribuer aux objectifs plus larges de la politique économique de diverses manières. Premièrement, une réduction du coût du crédit augmenterait les flux de trésorerie pour de nombreux emprunteurs, ce qui, combiné aux autres programmes non conventionnels de la banque centrale pour offrir des prêts et maintenir les revenus, devrait soutenir les ménages et aider les entreprises à éviter de gaspiller du capital et de licencier ou faire faillite. Cette dernière caractéristique reflète le rôle rarement utilisé de la banque centrale en tant que stabilisateur du système financier. Cela devrait être coordonné par son intention et son ampleur, et conforme au mandat de stabilité financière.

Ces mesures non conventionnelles de la politique monétaire visent exclusivement à préserver la stabilité économique et financière et ne constituent pas une monétisation de la dette proprement dite. Dans cette optique, l'objectif serait d'assouplir les conditions financières, apaiser les turbulences financières et sortir progressivement l'économie de la récession.

Les anticipations pessimistes du marché et du grand public exacerbent l'instabilité monétaire qui affecte l'évolution des prix. Cet impact est dû à l'incertitude du coronavirus et au manque de confiance que cette dernière amplifie. La meilleure stratégie pour la BCC serait d'adopter une bonne communication pour guider ces anticipations et reconstruire une confiance parfaite avec le marché et le grand public. En fait, la communication est la stratégie et l'instrument de la situation pour restaurer la stabilité macroéconomique.

Compte tenu de la nature du choc, différente de tous les précédentes, la banque pourrait prendre de mesures urgentes citées ci-haut. Ce faisant, elle pourrait et voudrait empêcher toute réduction durable de la capacité d'offre globale et aider à compenser tout effet négatif persistant sur la demande globale. Ces mesures aideront à soutenir les ménages et les entreprises pendant la crise. Cependant, l'objectif principal défini dans le mandat de la BCC est de maintenir la stabilité des prix. Une inflation basse, stable et prévisible est une condition préalable essentielle à la prospérité économique à long terme. Il permet aux individus de prendre des décisions éclairées sur l'épargne et les dépenses. Et il permet aux ménages, aux entreprises et aux Gouvernements de financer leurs dépenses sans introduire de primes de risque d'inflation à leurs coûts d'emprunt.

Malgré toutes ces mesures, il y a deux lignes que la BCC ne doit pas franchir ou sur lesquelles il faut être très vigilant. D'une part le non-respect de son mandat, d'autre part la crainte de perdre son indépendance. La BCC devrait garantir la stabilité des prix et sa politique prioritaire devrait être conforme à son mandat. Par conséquent, il faut une optimisation entre le respect du mandat et la stabilisation de l'output gap en vue de la restauration de la croissance économique.

IV. VERS UNE COORDINATION

La politique monétaire n'est qu'une partie de la réponse globale de la politique économique. La perturbation économique de COVID-19 et son confinement affectent beaucoup plus certaines industries et entreprises que d'autres. La politique monétaire, qui affecte l'ensemble de l'économie, ne peut pas résoudre seule ces difficultés. C'est pourquoi la BCC doit coordonner ses actions avec celles des autres comités. Il y a eu un large éventail de programmes du Gouvernement (le programme multisectoriel d'urgence d'atténuation des impacts de la COVID-19 en RDC (PMUAIC-19)) lancés pour traiter différents aspects de la crise de coronavirus. La coordination des politiques est la clé d'une réponse efficace et l'option pour limiter les retombées négatives des effets incertains du coronavirus.

La combinaison optimale des politiques budgétaire et monétaire peut atténuer les effets économiques négatifs de la pandémie de COVID-19. Une grande partie de l'économie étant confiné, une telle coordination serait essentielle pour compenser les interruptions radicales des revenus normaux, du crédit et des habitudes de dépenses des entreprises et des ménages. L'efficacité de l'appui aux politiques dépendra de la crédibilité des mesures et de l'étendue des vulnérabilités préexistantes telles que les niveaux d'endettement élevés, les besoins importants de financement et les problèmes structurels. En outre, les multiplicateurs budgétaires sont généralement plus faibles dans les économies à endettement élevé (Lzetzki, 2010 ; Huidrom *et al.* 2019). L'efficacité de la politique budgétaire dépendra également de manière critique du système de sécurité sociale qui pourrait être compliquée par des niveaux élevés d'informalité. L'assouplissement de la politique monétaire pourrait également s'avérer moins efficace en raison du vaste secteur informel et d'une faible inclusion financière. Malgré ces faiblesses de la structure de l'économie congolaise, la coordination est une bonne stratégie pour estomper les effets du coronavirus.

V. CONCLUSION ET IMPLICATIONS

L'épidémie du coronavirus exacerbe le lourd bilan néfaste de l'économie congolaise, soldé par une récession, une instabilité des prix et une dépréciation du taux de change. Ce papier examine le rôle que la BCC pourrait avoir pour atténuer les effets économiques de l'épidémie du coronavirus. Bien qu'il soit difficile de saisir toutes les complexités de l'économie dans un modèle, ce papier suggère que la politique monétaire conventionnelle n'est pas de taille à contenir cette crise. En raison de cette limite, nous suggérons d'inclure un vaste menu de politiques pour atténuer les effets de la crise sanitaire. Une bonne stratégie de communication et l'essai des mesures non conventionnelles de la politique monétaire sont des facteurs majeurs pour estomper les effets de la crise du coronavirus.

Au-delà de la conduite de la politique monétaire à court terme pour faire face à l'incertitude du coronavirus, les implications probables à long terme de l'épidémie soulignent également la nécessité de jeter les fondements d'une croissance durable à long terme. De plus, pour que les décideurs politiques soient en mesure de financer le système de santé et de soutenir la demande intérieure à travers la reprise éventuelle, il s'agit d'entreprendre de manière crédible une coordination des politiques budgétaire et monétaire visant à promouvoir des programmes de réforme complets pour améliorer les institutions et les cadres qui peuvent assurer un retour éventuel à une croissance robuste tout en préparant le terrain pour un renforcement des perspectives à long terme. Cela nécessiterait un cadre budgétaire crédible garantissant la restauration de la viabilité budgétaire et, exigerait également un cadre de politique monétaire crédible garantissant la préservation de la stabilité des prix ainsi que le maintien de la confiance.

VI. RÉFÉRENCES

Baker, S., Bloom, N., Davis, S., J., et Terry, S., J. 2020. COVID-Induced Economic Uncertainty. Avril.

Baker, S. R., Farrokhina, R. A., Meyer, S., Pagel, M., et Yannelis, C. 2020. How does household spending respond to an epidemic? Consumption during the 2020 COVID-19 pandemic. *National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper* 26949.

Barro, R., Ursua, J., et Weng, J. 2020. The coronavirus and the great in pandemic influenza. lessons from the "Spanish Flu" for the coronavirus's potential effects on mortality and economic activity. *National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper* 26866, avril.

Bekaert, G., Hoerova, M., et Lo Duca, M. 2013. Risk, uncertainty and monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, pp. 771-788.

Christensen, J. H., Gamble, J. M., et Zhu, S. 2020. Coronavirus and risk of deflation. *FRBSF Economic Letter*, mai.

Cúrdia, V. 2020 Mitigating COVID-19 Effects with Conventional Monetary Policy. *FRBSF Economic Letter* 2020-09, avril.

Delle Chiaie, S. 2009. Monetary policy and potential output uncertainty a quantitative assessment. 2009. *Working Paper Series* no 1130, décembre.

Dietrich, A. M., Kuester, K., Müller, G. J., et Raphael, S. S. 2020. News and uncertainty about COVID-19 : Survey evidence and short-run economic impact. Federal Reserve Bank of Cleveland, *Working Paper* No. 20-12. <https://doi.org/10.26509/frbc-wp-202012>.

Grigoli, F., Herman, A., Swiston, A., et Di Bella, G. .2015. Output gap uncertainty and real-time monetary policy. *Russian Journal of Economics*, vol.1, pp.329-358.

Huidrom, R., Kose, M. A., Lim, J. J., et Ohnsorge, F. L. 2019. Why do Fiscal Multipliers Depend on Fiscal Positions? World Bank Group, *Policy Research Working Paper* 8784, mars.

Jordà, O., Singh, S. R., et Taylor, A. M. 2020. Longer-Run Economic Consequences of Pandemics. *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper* 2020-09, mars.

Leduc, S., et Liu, Z. 2012. Uncertainty, unemployment, and inflation. *FRBSF Economic Letter* 2012-28, septembre.

————— 2020. The Uncertainty Channel of the Coronavirus. *FRBSF Economic Letter* 2020-07, mars.

Leitemo, K., et Soderstrom, U. 2005. Simple monetary policy rules and exchange rate uncertainty. *Journal of International Money and Finance*, vol. 24(3), pp. 481-507, avril.

Lzetzki, E., Mendoza, E. G., et Végh, A. C. 2010. How big (small?) are fiscal multipliers ? University of Maryland and NBER, novembre.

Ma, C., Rogers, J., et Zhou, S. 2020. Global economic and financial effects of 21st Century pandemics and epidemics. *Covid Economics*, vol.5, pp.6-74.

Pinshi, C. P. 2020a. What impact does COVID-19 have on the Congolese economy and international trade? *Economic analysis summary note*, no 6, H8 think tank EASN6, hal-02864308, juin.

————— 2020b. Monetary Policy, Uncertainty and COVID-19. *Journal of Applied Economic Sciences*, Volume XV, Fall 3(69): 579-593, septembre.