

Crises épidémiques et politiques monétaires : les politiques non conventionnelles peuvent-elles nous sauver de la récession ?

Alors que le **changement climatique** pourrait accélérer la **survenance de pandémies** mondiales, à l'instar de la Covid-19, la **Chaire RENEL** s'interroge sur les **capacités de la politique économique à les conjurer**. Ainsi, **Verónica Acurio Vásconez, Oliver Damette et David W. Shanafelt** modélisent l'**impact économique considérable** de ces phénomènes, tout en évaluant le rôle des **politiques monétaires non-conventionnelles** dans ces crises.

En effet, les crises épidémiques représentent un **choc exogène sur la quantité de travail** disponible, qui se contracte : seules les **personnes saines** peuvent travailler, les autres étant par exemple confinées. En conséquence, la **consommation des ménages baisse**, du fait des pertes de salaire. De même, l'**investissement diminue**, en raison de la baisse de la production. Cette **baisse de la demande** comme de l'**offre** nuit à la croissance d'une économie et peut donc la plonger en récession.

Il revient alors aux pouvoirs publics et aux **autorités monétaires** de **lutter contre la crise**. Traditionnellement, l'instrument principal des Banques Centrales est la **variation du taux d'intérêt**, qui permet de baisser le coût de l'argent pour relancer la demande. Pourtant, cet outil a montré ses limites lors de la **crise de 2008**. Alors que la confiance dans l'économie est au plus bas, les Banques Centrales baissent continuellement leurs taux d'intérêt directs jusqu'à atteindre le **taux plancher zéro**, synonyme d'inefficacité. Devenue inopérante, la politique conventionnelle cède alors place aux **politiques monétaires dites non conventionnelles**.

Cette note se concentre sur la capacité de deux de ces politiques utilisées pendant la crise Covid, la **variation du ratio de levier** et les **prêts accordés directement par la Banque Centrale aux acteurs privés (ou « Epiloans »)**, à remédier à une crise pandémique.

L'affirmation récente des politiques monétaires non conventionnelles



1. LE FONCTIONNEMENT DES POLITIQUES MONÉTAIRES NON CONVENTIONNELLES

La modification du ratio de levier

Le ratio de levier désigne la **quantité totale de créances** qu'une banque peut émettre en comparaison de sa **valeur nette**, et il est contrôlé par la Banque Centrale. Ainsi, si le ratio de levier est de **5**, une banque avec **5.000€** de fonds propres pourra prêter jusqu'à **25.000€**. La modulation de ce ratio peut relancer l'activité économique : si la Banque Centrale augmente le ratio légal à **10**, la même banque pourra maintenant accorder jusqu'à **50.000€** de prêts. Une telle politique a été employée par la **FED américaine** comme par la **BCE** pendant la pandémie. Chacune d'entre elles a accordé d'exclure les bons du trésor nationaux et les dépôts en Banque Centrale du calcul du ratio de levier, faisant mécaniquement augmenter le ratio pour relancer l'économie.

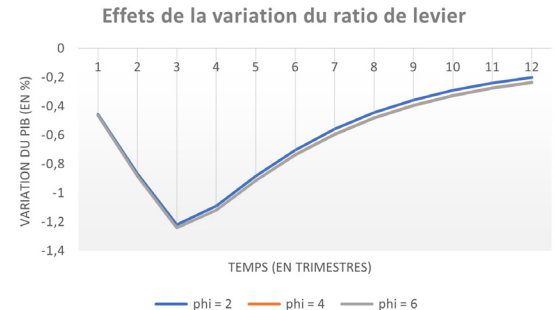
Les Epiloans

Les **Epiloans**, littéralement « prêts pandémiques », sont des **prêts accordés par la Banque Centrale directement vers les entreprises privées**. Alors que les banques privées empruntent normalement à la Banque Centrale pour prêter aux agents économiques, cette **intermédiation disparaît** ici. Ce mécanisme s'accompagne donc d'un **coût d'inefficience** : la Banque Centrale est moins performante que les banques privées pour accorder des prêts car elle connaît moins bien la santé économique de ses emprunteurs. Le plan de relance européen **NextGenerationEU** correspond à des Epiloans : sur les 750 milliards d'euros empruntés par l'**Union Européenne**, **360 milliards** prennent la forme de prêts au secteur privé.

2. LES RÉSULTATS : DES POLITIQUES INÉGALEMENT EFFICACES

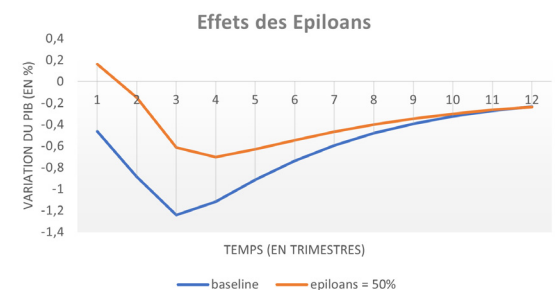
L'échec de la modification du ratio de levier

La simulation du modèle théorique montre que la baisse du taux de ratio de levier par la Banque Centrale **ne parvient pas à infléchir la crise**. Alors que cette modification permet effectivement aux banques privées d'accorder plus de prêts, la **hausse de la quantité de prêts** accordés ne se traduit par **aucun changement significatif du PIB** par rapport au scénario de crise de base.



Le relatif succès des Epiloans

D'après le modèle, les Epiloans apparaissent comme une politique **assez efficace** pour améliorer les conséquences d'une épidémie. Lorsque la pandémie est limitée, les Epiloans permettent même de compenser l'intégralité de ses effets. Lorsque la pandémie est plus conséquente, cette politique ne suffit plus à inhiber les effets de la crise à terme, mais elle permet de les **minimiser**. Par ailleurs, le modèle montre que les Epiloans, parfois taxés d'inflationnistes, **ne modifient pas le pic d'inflation de la crise**. L'effet inflationniste de ces prêts dépend toutefois de leur coût d'inefficacité.



3. LIMITES ET ENJEUX DES EPILOANS

L'efficacité des prêts de la Banque Centrale

La capacité des Epiloans à sortir durablement l'économie du choc pandémique **dépend de leur capacité à stimuler l'investissement**, mesuré par le coût d'inefficacité. La Banque Centrale est susceptible d'en accorder à des **entreprises en mauvaise santé**, qui n'en profiteront pas pour investir. Dans ce cas, la pression inflationniste augmente : **plus le coût d'inefficacité est fort, plus les Epiloans sont inflationnistes**.

Comment répartir les epiloans dans le temps ?

Lorsque les Epiloans s'arrêtent, la récession empire automatiquement, posant la question du **timing opportun** pour les administrer. L'utilisation de ces prêts sur l'ensemble de la période d'épidémie permet de retarder la récession au maximum. Bien qu'elle empire encore la récession, sur **l'ensemble de la période**, c'est l'administration constante d'Epiloans qui **atténue au mieux** les effets de la crise sur le PIB. Il convient également de s'interroger sur la **quantité d'Epiloans** à accorder, qui requiert une étude plus approfondie.

L'influence des Epiloans sur le secteur financier

Les politiques monétaires non conventionnelles **fragilisent** souvent le **secteur financier** en l'incitant à prendre plus de risques. La mise en place d'Epiloans n'y échappe pas : les banques accroissent les risques qu'elles prennent en augmentant leur ratio de levier. Si le modèle utilisé ici n'intègre pas ce genre de risque, la réalité du **shadow banking** et des activités financières non régulées accentue le risque d'émergence de **bulles spéculatives** en présence de politiques monétaires non conventionnelles.

Enseignements principaux



Les crises épidémiques causent des problèmes de récessions sévères, sans que les politiques monétaires non conventionnelles puissent y remédier.



Les Epiloans, prêts accordés par la Banque Centrale au secteur privé, permettent toutefois d'atténuer les conséquences de l'épidémie.



Mais l'usage des Epiloans pose différentes questions : quelle temporalité, quelle intensité, quelle efficacité, quel risque financier ?

1. Verónica Acurio Vásconez est directrice scientifique de la Chaire Ressources Naturelles et Economie Local et maître de conférences en économie à l'Université de Lorraine et au BETA. Elle remercie Axel Bardon pour la coordination et le suivi sur cette note. Contact : veronica.acurio-vasconez@univ-lorraine.fr

2. Acurio Vásconez, V., Damette, O., Shanafelt, D. (2023) Macroeconomics and unconventional monetary policy. Economic Modelling, 106431, ISSN 0264-9993, <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106431>. L'intégralité de la note est issue de cet article.