

## Les enjeux du rôle de prêteur en dernier ressort

### Résumé :

- L'existence d'un prêteur en dernier ressort permettrait de réduire le coût de la crise de la dette pour les pays de la zone euro.
- Paul de Grauwe démontre qu'une crise de liquidité se transforme en crise de solvabilité si un Etat ne dispose pas librement de sa politique monétaire.
- Ainsi, il recommande que la Banque Centrale Européenne joue le rôle de prêteur en dernier ressort lorsqu'un pays européen est frappé par une crise d'illiquidité.



Le prêteur en dernier ressort prête les fonds nécessaires à une institution qui n'a plus d'autres options de financement ([voir précédent article sur notre site](#)). Le prêteur en dernier ressort est l'organe qui soutient et éponge les dettes lorsqu'une institution ne peut plus trouver de fonds sur les marchés financiers. En effet, face à d'importantes difficultés financières, un Etat, une entreprise ou un ménage se retrouve en cessation de paiement car il ne peut plus faire face à ses engagements. Si les ménages ou les entreprises peuvent faire faillite, cette solution est beaucoup plus délicate pour un Etat, car elle implique le non remboursement de créances privées et publiques, ainsi qu'une perte de crédibilité vis-à-vis des investisseurs. Ainsi, un Etat surendetté se retrouve face à une augmentation croissante de ses coûts de financement qui nuit à sa croissance et génère un effet boule de neige. Pour s'en sortir, une seule solution : avoir du temps pour restructurer son économie ! Le prêteur en dernier ressort permet d'éviter de faire face aux créanciers.

Dans le cadre des banques, cette responsabilité revient de fait aux Etats. Mais dans le cas des Etats, qui soutient en Europe un Etat en difficulté de financement ?

Aujourd'hui, le principal prêteur en dernier ressort sur la planète est le fonds monétaire international. Avec l'objectif de garantir la stabilité du système international, le fonds soutient les Etats en difficultés souhaitant bénéficier d'un plan d'aide. Cependant, les prêts du fonds monétaire international sont assortis de conditions appelées conditions structurelles d'ajustements qui ont été pointées du doigt comme un facteur aggravant de la crise asiatique (Stiglitz, la grande désillusion) [1]. L'obtention d'un prêt du FMI est un mauvais signal pour un pays en difficulté. Dans le cas de pays européens faisant face à des difficultés de financement, ce type de prêt est combiné aux prêts du mécanisme européen de stabilité financière (MES). Ce mécanisme permet de conserver un leadership européen dans le cadre du soutien aux pays de la zone tout en garantissant la possibilité d'avoir à ses côtés une institution internationale garante de la mise en œuvre des réformes structurelles nécessaires.

Cette solution, négociée et renégociée au cas par cas, au gré de la fluctuation du coût de financement de la dette pour les Etats considérés ne permet cependant pas de solution durable. En effet, l'évolution défavorable de la croissance économique, l'augmentation des coûts de financement ou l'arrivée à l'échéance d'obligations souveraines précipitent régulièrement les Etats en difficulté dans une nouvelle crise. L'absence de mécanisme automatique de stabilisation associée à l'impossibilité d'obtenir un délai suffisant pour se réformer induit finalement une pression supplémentaire sur les Etats européens en difficulté. Cependant, des conditions de prêt trop généreuses aux Etats en difficulté pourraient conduire à un ralentissement du rythme des réformes nécessaires au retour vers des perspectives de croissance équilibrée [2].

**De Grauwe : le PDR en réaction à une crise de liquidité pour prévenir une crise de solvabilité des Etats européens.**

L'économiste Paul de Grauwe, est reconnu pour ses contributions sur les effets mimétiques des traders en finance, la règle de Taylor ou sa critique des modèles d'équilibre général. Son article « *Self-fulfilling crises in the Eurozone : An empirical test* » (2013) écrit avec Yuemei Ji démontre l'émergence de crise budgétaire auto-réalisatrice dans le cadre de la zone euro. Face à cette fragilité accrue des pays européens face à ce type de crise, il recommande de confier à la Banque Centrale Européenne un rôle de prêteur en dernier ressort pour les Etats en difficultés. Les auteurs étudient la réaction de deux types de pays face à un choc de liquidité, c'est-à-dire une incapacité à faire face à ses engagements à court terme du fait d'une difficulté de trésorerie [3].

Le premier cas se rapporte à un Etat qui émettrait sa dette souveraine en monnaie nationale et contrôlerait sa banque centrale. Face à un choc de liquidité, ce type d'Etat peut émettre de la monnaie nationale via sa banque centrale et rembourser ses créanciers. Du fait de la solvabilité de l'Etat en question sur le long terme, l'Etat peut rembourser à la banque centrale les fonds engagés par celle-ci. Ainsi, un investisseur financier sait de manière certaine qu'un Etat qui maîtrise sa politique monétaire a la capacité de faire face à ses obligations arrivant à échéance y compris face à un choc de liquidité ou de trésorerie.

A l'inverse, un Etat qui ne contrôle pas sa politique monétaire peut voir la crise de liquidité se transformer en crise de solvabilité. Ainsi, un Etat membre de la zone euro confronté à une crise de liquidité se retrouvera dans l'incapacité de faire face à ses échéances obligataires en raison d'un taux d'intérêt prohibitif. Les investisseurs financiers rationnels conscients de l'incapacité d'un pays à faire face à une crise de liquidité décident en cas de risque potentiel de crise de liquidité de quitter le pays. Il s'en suit, une augmentation des flux sortants de l'économie [4] qui accroissent à nouveau les difficultés budgétaires de l'Etat pouvant le conduire à une situation d'insolvabilité.

En effet, comme pour une entreprise, ou une banque, l'augmentation de la pression financière oblige l'Etat à se séparer d'actifs viables ou à prendre des mesures d'austérité sévères qui menacent la croissance de long terme et le retour de l'équilibre budgétaire à moyen terme. La crise de liquidité par ce mécanisme se transforme en crise de solvabilité. L'émergence de cet effet boule de neige est auto-réalisateur pour les Etats qui ne disposent pas de leur politique monétaire car la simple perte de confiance des investisseurs induit une fuite des capitaux qui provoquent la crise de liquidité menant à une crise de solvabilité.

Ainsi, de manière intrinsèque, la zone euro, dans une situation d'endettement meilleure que celle des Etats-Unis ou du Royaume-Uni se retrouve selon Paul de Grauwe dans une situation économique plus délicate que ces deux zones. En l'absence de prêteur en dernier ressort, les Etats de la zone euro face à cette fragilité n'ont qu'une solution dans le schéma actuel pour sortir de cette spirale : restaurer la confiance des investisseurs en améliorant les fondamentaux économiques de l'économie. Cela se traduit généralement par des politiques d'austérité afin de faire face aux engagements financiers et d'améliorer la situation budgétaire de l'Etat.

Paul De grauwe et Yuemei Ji proposent une solution alternative: permettre à la banque centrale européenne de fournir des liquidités aux gouvernements qui font face à une crise de liquidité. La simple présence de cette garantie permettrait d'éviter la fuite des capitaux d'investisseurs et donc réduiraient à la fois la probabilité d'occurrence de choc de liquidité et dans le même temps sa transformation en choc de solvabilité.

### **Les limites de cette solution:**

Cette solution séduisante présente cependant plusieurs risques et limites qui nuisent à son adoption par les Etats membres de la zone Euro.

La première limite est associée à la théorie de l'aléa moral. L'existence d'un prêteur en dernier ressort induit des incitations comportementales qui nuisent au système économique. En effet, la présence d'un prêteur en dernier ressort ayant la capacité de soutenir un Etat en difficulté peut induire un ralentissement de la mise en œuvre de réformes nécessaires au retour à l'équilibre budgétaire.

La deuxième limite est à la fois politique et économique. Afin de ne pas menacer la stabilité de l'ensemble de la zone économique, il est nécessaire que l'Etat qui fait appel au prêteur en dernier ressort se trouve face à une crise de liquidité et demeure solvable pour pouvoir rembourser l'aide fournie à moyen-long terme. Cependant, il est difficile de juger de la situation d'un Etat face à la crise et donc de savoir si celui-ci est face à un choc de liquidité et de solvabilité. La décision de soutien ou non d'un Etat en difficulté prise par les membres de la zone pourrait avoir également des conséquences politiques.

Enfin, la mise en œuvre d'un prêt en dernier ressort par la banque centrale implique une augmentation de la masse monétaire en circulation dans l'économie. Or cette augmentation de la masse monétaire [5] peut induire une augmentation des anticipations d'inflation au sein de la zone monétaire européenne qui vont à l'encontre du mandat de la Banque Centrale Européenne.

### ***Notes:***

[1] Pour Stiglitz, lors de la crise asiatique de 1997 par exemple, « Les mesures du FMI n'ont pas seulement exacerbé la crise, elles l'ont aussi en partie provoquée »

[2] Voir la limite associée à l'aléa moral présentée en conclusion.

[3] Les chocs de liquidités sur le budget d'un Etat peuvent survenir lorsqu'une pression importante s'exerce sur ses dépenses par exemple, lors d'une décélération rapide de l'activité économique ou lors de la recapitalisation du secteur bancaire. Cette notion est à différencier d'un problème de solvabilité qui suppose que même dans le cas de la liquidation de tous les actifs, l'entité concernée est dans l'incapacité de faire face à ses obligations financières.

[4] Sortie des capitaux investis dans le pays vers un pays plus sur financièrement, ce qui dégrade le compte du pays vis-à-vis du reste du monde.

[5] Il convient de noter que la simple présence d'un prêteur en dernier ressort induit un accroissement de la probabilité d'augmentation de la masse monétaire à l'avenir qui peut se traduire par une augmentation des anticipations d'inflation.

***Références:***

De Grauwe, Paul and Yuemei Ji, 2013. "Self-fulfilling crises in the Eurozone : An empirical test", *Journal of International Money and Finance* 34, 15-36.

De Grauwe, Paul, 2011a. "The governance of a fragile Eurozone, economic policy", *CEPS Working documents*.

De Grauwe, Paul, 2011b. "The ECB as a Lender of Last Resort" *VoxEU*.

Stiglitz, Joseph E. 2002; "La grande Désillusion" *Fayard*.