



Covid-19 crisis, macroeconomic stability and the function of lender of last resort of central banks in the franc zone

(in French)

*Souleymane NDAO*¹

UCAD, LEFMI (UPJV), MRC (Sofia), BEM (Dakar)

souleymane12.ndao@ucad.edu.sn

ndaosouleymane@hotmail.fr

INTRODUCTION

Un consensus semble s'être dégagé aujourd'hui chez les économistes en ce qui concerne le fonctionnement d'une union monétaire et les mécanismes qui doivent sous-tendre sa stabilité. Parmi les éléments permettant de parachever et de parfaire l'architecture institutionnelle d'une union monétaire, citons notamment le fédéralisme budgétaire, la garantie des dépôts bancaires, le rôle de prêteur en dernier ressort etc. Les crises financières récurrentes observées dans les pays en développement au cours des décennies 80 et 90 ont mis en relief le rôle de prêteur en dernier ressort. Une attention particulière est de plus en plus accordée à la recherche de la stabilité macroéconomique² via la politique monétaire. Que la politique monétaire influe, d'une manière ou d'une autre, sur la stabilité macroéconomique ne fait aucun doute.

Afin d'atténuer les effets de la crise sanitaire et économique actuelle, un certain nombre de pays ont fait appel à leurs banques centrales pour un soutien massif en liquidités à leurs économies. C'est dans ce type de contexte que l'on apprécie mieux l'importance d'un prêteur en dernier ressort (PDR), notamment pour les pays membres d'une union monétaire.

L'exemple de la zone CFA montre que la politique monétaire peut être conduite d'une manière qui ne permet pas toujours d'atteindre la stabilité macroéconomique. L'inexistence formelle de la fonction de PDR au sein de l'UEMOA et de la CEMAC est un défaut préoccupant qui

¹ UCAD, LEFMI (UPJV), MRC (Sofia), BEM (Dakar)

² Cette stabilité peut être définie comme le maintien de l'économie sur son sentier de croissance potentielle. Elle vise à prévenir les crises économiques et financières, les fortes fluctuations de l'activité économique etc.

handicape d'autant plus la capacité des pays membres à faire face aux chocs qu'ils ont renoncé au levier du taux de change.

Sans l'instauration de la fonction de PDR, les unions monétaires demeurent fragiles. Une politique monétaire souveraine ou nationale fournirait plus d'assurance. En effet, un État qui émet une devise nationale non convertible, évolue en régime de changes flottants, exige le paiement des impôts et taxes dans sa propre devise et n'émet d'obligations que dans sa propre devise – n'est pas contraint financièrement, c'est-à-dire qu'il est en principe toujours solvable (Mitchell et al 2019).

Après avoir présenté le concept de prêteur en dernier ressort, il s'agira de montrer la nécessité de son institutionnalisation dans les régimes de fixité durable³ et de décrire brièvement le mode opératoire de la structure (banque centrale) à qui ce rôle est dévolu.

De quoi la fonction de PDR est-elle le nom ?

La fonction de PDR consiste pour une banque centrale à disposer du pouvoir d'octroyer des liquidités sans restriction aux institutions en difficultés afin de limiter les faillites éventuelles pouvant affecter négativement l'activité économique. L'expression « Prêteur en Dernier Ressort » a été employée pour la première fois par Barings en 1797. Le PDR apparaît ainsi comme une sorte d'assurance tous risques contre l'instabilité économique et financière. Historiquement, la théorie du PDR est développée par Baring (1797) suivi par d'autres auteurs comme Thornton (1802), Bagehot (1873) et Hawtrey (1928). Tous s'accordent sur le principe que le PDR ne peut intervenir qu'en faveur des entités *illiquides* mais *solvables* (en pratique, la différence entre *illiquidité* et *insolvabilité* peut être difficile à opérer.)

Le concept de PDR a été remis au goût du jour par Ralph Georges Hawtrey⁴. Selon lui, « La banque centrale, en vertu de sa fonction de prêteur en dernier ressort, est la source de la

³ Les régimes de fixité durable appelés aussi régimes d'ancrage durable se caractérisent par leur rigidité, dans la mesure où les actions discrétionnaires des autorités monétaires sont réduites. Ils imposent des contraintes d'équilibre extérieur au détriment de la politique économique interne.

⁴ “The central bank, in virtue of its function as the lender of last resort, is the source of currency. It regulates the supply of currency by regulating its lending. By restricting its lending it causes the other banks to restrict their lending, and so it compresses the consumers' income and outlay. By relaxing its lending it causes the other banks to lend

monnaie. Elle régule l'offre de devises en régulant ses prêts. En restreignant ses prêts, elle amène les autres banques à restreindre leurs prêts, et donc elle comprime les revenus et les dépenses des consommateurs. En assouplissant ses prêts, elle incite les autres banques à prêter plus généreusement, ce qui augmente les revenus et les dépenses des consommateurs. » (Hawtrey, 1932, p. 279). Le chapitre 4 de *The Art of Central Banking*, livre publié en 1932, s'intitule « The lender of last resort ». Cependant, l'ouvrage de référence est *Lombard Street* de Bagehot, qui met en évidence le cadre monétaire de la Grande-Bretagne d'alors, qui reposait sur l'étalon-or. Les principes énoncés dans *Lombard Street* ont exercé une profonde influence sur la conduite de la Banque d'Angleterre et sur le développement d'autres banques centrales à travers le monde – par exemple la configuration de la Reichsbank dans l'empire allemand et celle de la Réserve Fédérale aux États-Unis.

Des circonstances historiques particulières avaient conduit à l'imposition de restrictions légales qui avaient fait que la Banque d'Angleterre était, selon Bagehot, en même temps la détentrice de réserves d'or et l'émettrice des billets et pièces. Son livre offre des conseils en matière de gestion des réserves aux administrateurs de l'institution monétaire. Il les incitait à agir de manière à préserver la stabilité macroéconomique. Sa conception était fondée non seulement sur un cadre institutionnel spécifique mais également sur une certaine vision de l'économie monétaire. De ce point de vue, une monnaie convertible dans un des métaux précieux, de préférence l'or, était la condition fondamentale du système monétaire, sachant que la préservation de cette convertibilité a été la préoccupation première de la Banque d'Angleterre. Cette dernière était soucieuse de préserver la convertibilité de la monnaie et de veiller à ce que les paniques bancaires ne se produisent pas.

La Banque d'Angleterre avait cependant besoin de détenir un stock important de réserves de change afin de surmonter les chocs temporaires sur la balance des paiements de manière non déflationniste. Elle devrait prêter librement à toutes les institutions solvables en particulier, les plus en difficulté, mais à un taux d'intérêt pénalisant, (Goodhart, 1999). Elle était la seule source à partir de laquelle le système financier britannique dans son ensemble pouvait obtenir de nouveaux approvisionnements en liquidités lorsque celui-ci en faisait la demande. En ce sens,

more liberally, and so it enlarges the consumers' income and outlay." (Hawtrey, 1932, p. 279).

elle était « *le prêteur en dernier ressort du système* » et elle devait accepter d'assumer les responsabilités qui allaient avec. Ces conditions, selon Bagehot (1873), devaient permettre à la convertibilité en or d'être préservée et de prévenir les paniques financières. Cependant, cette fonction de PDR a connu une évolution notable depuis que le système monétaire international s'est éloigné de l'étalon-or, puis de l'étalon de change-or au profit des changes flottants.

Le PDR : une fonction non prise en compte de fait dans les choix de régime de fixité durable

Dans la littérature économique spécialisée, le choix des régimes de fixité doit être motivé par certains facteurs essentiels que sont :

- La recherche de « stabilité importée », surtout après des périodes d'inflation chronique, via une devise de référence forte ;
- La similitude des chocs du pays en question avec l'économie dont la monnaie sert d'ancre ;
- L'intensité des flux commerciaux entre l'économie domestique et le pays de la devise d'ancrage ;
- Et l'acceptation de la perte de souveraineté monétaire, c'est-à-dire la délégation de la gestion d'une politique monétaire indépendante à travers un ancrage nominal. Cela suppose également un renoncement à intervenir sur le marché des changes. C'est l'exemple typique des régimes de « caisses d'émission » et de dollarisation.

L'intégration monétaire dans les pays de la zone franc engendre de fortes rigidités (NDAO, 2016 ; 2020), conséquences des politiques monétaires menées par les deux principales Banques centrales : la Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) et la Banque Centrale des États de l'Afrique Centrale (BEAC). Ce modèle, fonctionnant avec des taux élevés de couverture de l'émission monétaire⁵ et des exigences politiques accrues (Pigeaud et Sylla 2018), constitue une limite évidente à l'efficacité de la zone ; et réduit en conséquence les capacités d'ajustement et de financement de l'économie par les instituts d'émission. Eu égard au contexte

⁵ Ratios de couverture supérieurs à 100% depuis la dévaluation de 1994 pour s'établir dans la période récente à moins de 80%.

actuel, instaurer la fonction de PDR apparaît nécessaire dans la zone franc. Cette observation s'appliquerait également dans le cadre d'une future zone ECO-CEDEAO⁶.

L'institutionnalisation d'un PDR, une nécessité absolue dans un arrangement monétaire de fixité durable

Dans la zone franc, à l'image des régimes de fixité durable (currency boards, dollarisation, etc.), le PDR disparaît du fait de la nature du régime de change. Ce faisant, les gouvernements sont privés de l'instrument de politique monétaire et de change pour faire face aux chocs exogènes spécifiques. Étant donné également que les deux banques centrales se donnent pour mission principale la maîtrise de l'inflation, elles font peu cas des préoccupations en matière de croissance et de stabilité macroéconomiques.

La fonction de PDR n'est pas définie officiellement dans les accords de coopération, et les deux principales banques centrales ne sont pas autorisées à assurer une telle mission. Ainsi, l'existence d'un dispositif permettant d'endiguer voire de gérer les risques de crises inhérentes à la nouvelle configuration de l'économie mondiale – crise sanitaire, crise économique globale, ne sont pas instituées formellement. Ce qui est regrettable dans un contexte où les pays africains ont appelé à une relance de 100 milliards de dollars pour répondre à la pandémie.⁷

Quelle(s) institution(s) pour assurer une telle mission dans une union monétaire ?

La fourniture de liquidités d'urgence aux institutions financières et bancaires ou aux économies, semble être ignorée en zone CFA. Et au regard de la situation actuelle, les autorités monétaires et les gouvernements semblent trouver de nouvelles solutions de refinancement telles que les bons covid⁸ pour atténuer l'impact de la crise. Cependant, une telle alternative ne semble pas suffire pour faire face à l'importance des besoins de financements des États.

⁶ Les dirigeants des 15 pays membres de la CEDEAO visaient à réaliser une union monétaire et monétaire d'ici la fin 2020 mais ont abandonné ce calendrier car les pays membres n'étaient pas prêts. Ils étaient loin de la convergence macroéconomique préalable nécessaire au bon fonctionnement d'une telle union – en particulier des niveaux d'inflation similaires et des ratios dette et déficits public/PIB en dessous des plafonds communautaires.

⁷ <https://www.dw.com/fr/covid-19-afrique-banque-mondial-%C3%A9conomie/a-58294318>

⁸ Pour endiguer les effets induits par la crise sanitaire, la BCEAO entend appuyer les États dans la mobilisation de ressources financières pour résoudre des difficultés occasionnées par la crise sanitaire liée au Covid-19.

Pour rappel, la fonction de PDR est définie globalement, comme l'octroi en urgence des prêts à des institutions financières et bancaires, à des économies qui, au demeurant sont solvables, mais se trouvent conjoncturellement confrontées à un manque de liquidités pour faire face aux besoins présents. Cette fonction doit être gérée par une institution de type banque centrale, dotée d'une capacité illimitée de création monétaire et n'ayant donc l'inflation comme seule contrainte réelle.

Cette mission de mise à disposition de liquidités d'urgence au système bancaire en crise ou aux gouvernements, semble être remplie *de facto* par le Fonds Monétaire international (FMI), souvent en contrepartie de conditionnalités inadaptées aux crises de liquidité (la crise mexicaine de 1982, la crise asiatique de 1997 etc.). Pourtant, l'histoire récente a montré que certaines banques centrales peuvent apporter des réponses face aux crises en usant principalement de cette fonction de PDR par l'intermédiaire de politiques monétaires non conventionnelles ou discrétionnaires. C'est ainsi par exemple que la Réserve Fédérale Américaine avait pu sauver certaines institutions financières lors de la crise de 2007 et asseoir une certaine stabilité *ex post*.

L'intégration aujourd'hui, de plus en plus croissante des marchés, fait que les crises monétaires, bancaires et financières sont devenues récurrentes à l'échelle internationale. Une des réponses à cela serait l'institutionnalisation d'une fonction de PDR dotée d'outils d'action et de réaction face aux chocs. La seule institution capable de remplir cette fonction de PDR est la banque centrale. Elle peut secourir de manière diligente les établissements dont les difficultés pourraient dégénérer en une crise systémique.

Cependant, en assurant cette fonction, la banque centrale serait confrontée à un dilemme pendant les périodes d'instabilité ou de crise : la nécessité de préserver la stabilité du système financier ; la nécessité de sanctionner des acteurs fautifs qui ont pris des risques excessifs. Ce dilemme auquel fait face le PDR en période de crise est illustré par le principe de l'*ambiguïté constructive* de (Goodhart 1999) selon lequel la banque Centrale laisse planer *ex ante* le doute quant à son intervention éventuelle pour ne la dévoiler qu'*ex post*, quand elle l'estime utile pour restaurer la confiance. Ainsi, selon Aglietta (2003), il n'est plus question de la capacité d'un PDR à répondre aux échecs de marché mais de maintenir cette ambiguïté. La plupart des crises de liquidité à impact international potentiellement élevé, les *prêteurs en derniers ressorts* efficaces ont été les banques centrales nationales en mesure d'intervenir massivement (Figuet, 2000).

Quels écueils dans le modus operandi ?

L'efficacité du PDR est souvent limitée par le comportement des acteurs qui se lancent dans un processus de marchandage. C'est le cas de la Grèce et de la Commission européenne au plus fort de la crise de la zone euro (De Grauwe, 2011). Le PDR peut se retrouver également otage de grandes structures à caractère systémique, avec des prises de risque inconsidérées (Karyotis, 2009). Surtout si on sait en amont que l'existence d'un PDR capable d'agir en toutes circonstances pour rétablir l'ordre au sein du système peut les pousser à avoir des comportements laxistes.

Ces situations peuvent engendrer le risque d'*aléa moral* : certains comportements pouvant entraîner des dommages ne sont pas observés par le PDR ou l'assureur. Dans le cadre de l'assurance (incendie ou vol) par exemple, l'assureur n'est jamais sûr que l'assuré a pris toutes les précautions nécessaires susceptibles d'amoindrir les risques de sinistre en raison de l'aléa de moralité. *Mutatis mutandis*, la difficulté pour une banque centrale ou PDR réside dans le fait qu'une institution financière d'une certaine taille opérant sur un même marché disposera d'une information en sa faveur. Le PDR essaiera d'obtenir en toute transparence des informations sur l'établissement susceptible de recourir à un prêt en dernier ressort. Le dernier établissement tentera de voir jusqu'à quel niveau le PDR va l'appuyer. Ce jeu d'acteurs est donc rendu complexe par *l'asymétrie informationnelle et l'aléa moral*.

En considérant le PDR comme un pilier permettant d'asseoir une certaine stabilité macro-économique dans le cadre des unions monétaires de la zone CFA, et au-delà dans le cadre de la future zone ECO, l'aléa moral demeure un risque permanent en termes d'externalités préjudiciables. La difficulté d'avoir les informations nécessaires rend difficile son opérationnalisation en période de crise.

CONCLUSION

Face à cette crise sanitaire et économique sans précédent, plusieurs grandes banques centrales, à l'image de la FED, servent en quelque sorte de PDR, au lieu d'utiliser uniquement des réponses conventionnelles comme des baisses de taux d'intérêt, qui n'ont pas beaucoup d'effet sur la consommation et l'investissement à des taux déjà bas. Elles ont donc eu recours à des mesures alternatives pour répondre aux besoins de crédit des petites entreprises, qui ont été touchées de manière disproportionnée par la pandémie et ont le plus besoin de prêts pour soutenir leurs activités. Il convient dès lors de concevoir des politiques pour aider à fournir du crédit aux petites et moyennes entreprises pour éviter une récession prolongée. En zone euro, même si la BCE ne s'est pas vue explicitement confier le rôle de PDR, cette solution apparaît conforme au principe de subsidiarité.

L'absence de mécanisme de prévention et de gestion des crises par le PDR est une faille majeure des unions monétaires CFA. Le projet ECO pour les pays de la CEDEAO devra éviter de reproduire ce même défaut de conception. Ce qui passe notamment par la mise en place d'une banque centrale garante de la stabilité macroéconomique, et dotée d'outils de supervision et de gestion des crises. Faute de quoi l'alternative serait la mise en place des politiques monétaires nationales souveraines plus susceptibles *a priori* de concilier la stabilité macroéconomique et les exigences de politiques de développement déployées à l'échelle nationale.

Références:

Bagehot W. (1873) *Lombard street: a description of the money market*, new edition, London, H.S. King; Homewood.

Baring, S F. [1797] (1967) *Observations on the Establishment of the Bank of England and the Paper Circulation of the Country*, New York, Augustus Kelley.

Cabrillac, B. et E. Rocher (2013) « Les perspectives des unions monétaires africaines », *Revue d'économie financière* n°110), pp. 99-125.

Debrun, X., P. Masson et C. Patillo (2010) « Should African monetary unions be expanded? An empirical investigation of the scope for monetary integration in sub-Saharan Africa », IMF Working paper N°10//157.

De Grauwe, P. (2011) « La Banque Centrale Européenne, un Prêteur en Dernier Ressort », *Revue de politique économique*, n° 11, pp.17-20 ».

Figuet, J M. (2000) « Le prêteur en dernier ressort international », *Revue d'économie financière*, n° 56, pp. 57-75.

Gérardin, H. (1982) « L'intégration monétaire et économique régionale : une alternative pour le développement des PMA ? L'exemple de l'Afrique de l'Ouest », *Mondes en développement*, n°39, pp. 387- 400.

Guillaumont-Jeanneney, S. (2006) « L'indépendance de la Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest », *Revue d'Économie du Développement*, n°1 vol 14, pp. 45-77.

Goodhart, C. A. E., (1987) 'Why do banks need a central bank?', *Oxford Economic Review*, 39, pp. 75-89.

Goodhart, C. A. E., (1999) 'Myths about the lender of last resort', *International Finance*, 2, pp. 339-60.

Hawtrey, R G. (1928) *Trade and credit*, Longmans, Green & Co, London.

Hawtrey, R G. (1932) « *The Art of Central Banking* », Aberdeen University press, London, New-york, Toronto.



Humphrey, T. M. (1985) « Lender of last resort, the concept in history FRB of Richmond », *Economic Review*, 75 (Mar./Apr.) 8-16

Karyotis, C. (2009) “Les banques centrales face au risque systémique”, in *Expansion Management Review*, n° 132, pp. 101-109, <https://doi.org/10.3917/emr.132.0101>.

Mitchell, W., L.R. Wray et M. Watts. 2019. *Macroeconomics*, Red Globe Press.

Ndao, S. (2020) « External Dependence of the African Franc CFA zone. Empirical Investigations on Money Supply Process », in *Economic Alternatives*, (3):357-367.

Pigeaud, F. et Sylla N. (2018) « *L’arme invisible de la Françafrique. Une histoire du FCFA* », Paris, La Découverte.

Thornton, H. [1802] (1939) *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain* (repr. ed. F. A. von Hayek) London, George Allen and Unwin.

Viner, J. (1950) *The Customs Union Issue*, Carnegie Endowment for International Peace. New York (É.-U.).