

Bernard Vallageas

## **Analyse de la crise financière actuelle**

Où vont-ils chercher ces milliards qu'ils n'ont pas?  
Comment l'État assureur en dernier ressort permet  
d'accéder à la Banque centrale européenne, prêteur  
en dernier ressort

---

### **Avertissement**

Le contenu de ce site relève de la législation française sur la propriété intellectuelle et est la propriété exclusive de l'éditeur.

Les œuvres figurant sur ce site peuvent être consultées et reproduites sur un support papier ou numérique sous réserve qu'elles soient strictement réservées à un usage soit personnel, soit scientifique ou pédagogique excluant toute exploitation commerciale. La reproduction devra obligatoirement mentionner l'éditeur, le nom de la revue, l'auteur et la référence du document.

Toute autre reproduction est interdite sauf accord préalable de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France.



Revues.org est un portail de revues en sciences humaines et sociales développé par le CLEO, Centre pour l'édition électronique ouverte (CNRS, EHESS, UP, UAPV).

---

### Référence électronique

Bernard Vallageas, « Analyse de la crise financière actuelle », *Revue de la régulation* [En ligne], n°5 | 1er semestre 2009, mis en ligne le 19 juin 2009. URL : <http://regulation.revues.org/index7544.html>  
DOI : en cours d'attribution

Éditeur : Association Recherche & Régulation  
<http://regulation.revues.org>  
<http://www.revues.org>

Document accessible en ligne à l'adresse suivante : <http://regulation.revues.org/index7544.html>

Ce document PDF a été généré par la revue.

© Tous droits réservés

# Analyse de la crise financière actuelle

Où vont-ils chercher ces milliards qu'ils n'ont pas? Comment l'État assureur en dernier ressort permet d'accéder à la Banque centrale européenne, prêteur en dernier ressort<sup>1</sup>

Bernard Vallageas<sup>2</sup>

## Résumé :

Le premier volet du plan de sauvetage du système financier français d'octobre 2008 prévoit qu'une société *ad hoc*, filiale de l'État et des banques, empruntera avec la garantie de l'État sur les « marchés ». Les capitaux ainsi amassés seront reprêtés aux banques pour qu'elles puissent financer l'économie. Ce plan est curieux car il fait fi de la création monétaire comme si c'étaient les « marchés » qui créaient la monnaie. En réalité il est montré que les banques peuvent utiliser la société *ad hoc* pour se créer de la monnaie à leur profit puis la reprêter à l'économie et utiliser les titres obligataires garantis par l'État comme outil de refinancement auprès de la Banque centrale européenne. L'État se comporte ainsi comme un assureur permettant l'accès aux crédits de la Banque centrale européenne.

## Mots clés :

création monétaire, banque centrale, crise financière

## Abstract :

The first stage of the plan for rescuing French banks in October 2008 rules that a special company owned by the State and the banks will borrow on the “markets” with the State warranty. The money collected will be lent to the banks so that they can finance economy. This is curious because there is no explanation of money creation, as if “markets” created money. Actually we demonstrate that the banks can use the special company to create money for themselves, then to lend the money to economy and use the State-warranted bonds as a collateral for refinancing from the European Central Bank. So the State behaves as an insurer allowing to borrow from the European Central Bank.

## Keywords :

money creation, central bank, financial crisis

## Code JEL :

E42, E44, E51, E58

---

<sup>1</sup> L'auteur remercie Thomas Lamarche et deux référés anonymes pour leur lecture attentive, il reste responsable de toutes les erreurs.

<sup>2</sup> Collège d'études interdisciplinaires, Faculté Jean Monnet, Université Paris-Sud, Vice-président de l'ADEK - Association pour le développement des études keynésiennes, [bernard.vallageas@u-psud.fr](mailto:bernard.vallageas@u-psud.fr)

## Introduction

Dans le cadre du Plan d'action concertée adopté le 12 octobre 2008 par les gouvernements européens, un « plan de sauvetage du système financier français » est mis en place par la loi française n° 2008-1061 du 16 octobre 2008 de finances rectificative pour le financement de l'économie (J. O. du 17 octobre). Ce plan prétend remédier aux « difficultés financières » des banques de second rang en instituant dans un premier volet qu'une société *ad hoc*, filiale à 66% des banques françaises, lèverait, avec la garantie de l'État, des emprunts sur les « marchés » pour le compte des banques et dans un second volet que l'État lui-même apporterait des fonds propres aux banques.

Ceci est surprenant. Il est en effet aujourd'hui admis que la banque centrale est le prêteur en dernier ressort, donc l'ultime institution à laquelle puissent s'adresser les banques de second rang en difficulté financière, c'est-à-dire en risque de cessation de paiement. Or la banque centrale n'est absolument pas mentionnée dans ce plan, tout comme si les « marchés » et l'État étaient les prêteurs en dernier ressort.

Dans ces conditions deux questions se posent : 1) quel est le rôle effectif de la banque centrale ? ; 2) qui se cache derrière le terme « les marchés » ?

Pour répondre à ces questions, nous allons brièvement rappeler la genèse de la crise actuelle et rappeler qu'une banque de second rang ne peut se retrouver en cessation de paiement que par manque de monnaie centrale, que seule la banque centrale, prêteur en dernier ressort, peut lui accorder quand les ressources du marché monétaire sont insuffisantes.

Nous décrirons ensuite le premier volet du plan de sauvetage français, nous expliquerons sa mise en place avec la Société de financement de l'économie française (SFEF) et prendrons comme exemple le premier emprunt lancé par cette société le 12 novembre 2008. Nous montrerons qu'il est difficile de connaître les souscripteurs de cet emprunt, même si l'on peut penser que les banques françaises, actionnaires de la SFEF, en ont souscrit une partie, ce qui signifie que pour cette partie les banques se sont prêtées à elles-mêmes.

L'intérêt de cette opération est que grâce à la garantie de l'État les banques ont pu obtenir des titres de première qualité mobilisables auprès de la Banque centrale européenne (BCE). Le fait que les banques se soient prêtées à elles-mêmes et que les titres créés à cette occasion et garantis par l'État aient été mobilisés auprès de la BCE a été affirmé discrètement pour l'ensemble de la zone euro par la BCE elle-même. Ainsi il est confirmé que la banque centrale est prêteur en dernier ressort, mais pour cela il a fallu que l'État soit assureur en dernier ressort. Nous nous poserons la question de l'utilité d'un tel montage. Nous concluons sur le fait que la contrepartie d'un accès quasi-automatique des banques aux crédits de la BCE doit être un renforcement de leur contrôle et la mise en place d'un système de sanctions pour leurs dirigeants.

### 1. Rappels rapides sur la crise financière actuelle. Comment des banques de second rang se sont retrouvées en difficulté financière par manque de monnaie centrale.

Les banques de second rang peuvent créer les quantités de monnaie qu'elles veulent, par le principe que les prêts font les dépôts, mais une fois la monnaie créée, elles peuvent être contraintes de la transférer dans une autre banque, transfert qui doit se faire en monnaie créée par la banque centrale ou monnaie centrale. Si une banque n'a pas suffisamment de monnaie centrale en réserve, elle peut s'en procurer de deux manières alternatives : soit elle emprunte cette monnaie sur le marché monétaire, ce qui suppose qu'un autre participant à ce marché dispose lui-même de réserves suffisantes et accepte d'en prêter une partie ; soit elle emprunte cette monnaie à la banque centrale en respectant les règles imposées par cette banque. Lorsque les banques de second rang se prêtent entre elles de la monnaie centrale, le marché est dit « hors banque », c'est-à-dire hors banque centrale. Mais comme les réserves de monnaie centrale des banques sont forcément limitées, il est nécessaire qu'à un moment ou un autre les banques de second rang s'adressent à la banque centrale,

prêteur en dernier ressort. Le marché est alors dit « en banque ». Elles peuvent donc se retrouver en cessation de paiement si la banque centrale refuse de leur prêter.

La banque centrale étant une institution publique dotée du monopole de l'émission de la monnaie centrale, les conditions de cette émission sont assez réglementées. La Banque centrale européenne prête à toute banque présentant une situation financière saine et pouvant lui apporter des titres en garantie<sup>3</sup>. Elle publie sur son site Internet<sup>4</sup> la liste des titres qu'elle admet en garantie.

Une banque de second rang peut donc se retrouver en cessation de paiement par impossibilité d'accéder aux prêts de la banque centrale, soit qu'elle ne disposerait pas de titres à apporter en garantie, soit qu'elle réaliserait des pertes comptables la conduisant à un ratio de fonds propres inférieur au ratio réglementaire (ratio actuellement de 8% depuis l'application en Europe des « accords de Bâle II » à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2008<sup>5</sup>)<sup>6</sup>.

Normalement une banque a peu de chances de se retrouver dans cette situation. Si en effet les prêts irrécouvrables demeurent dans des proportions limitées, ils n'entraîneront pas de pertes comptables et la banque réussira à transformer en titres mobilisables à la banque centrale un nombre suffisant de prêts. En effet, étant donné qu'une grande partie des transferts entre banques de second rang se compensent, et que les banques se prêtent entre elles sur le marché monétaire, souvent sans garantie ou avec des garanties relativement faibles, la banque n'a pas besoin de mobiliser beaucoup de titres à la banque centrale.

C'est selon ce modèle que les banques françaises se sont développées depuis la création de la Banque de France, d'abord par le réescompte des effets de commerce, puis par la mobilisation de titres sur le marché interbancaire.

Par contre si les banques font des prêts inconsidérés, elles risquent, d'une part, de se retrouver avec une perte comptable qui diminuera leurs fonds propres et, d'autre part, de manquer de titres mobilisables à la banque centrale. En effet tout prêt devenu irrécouvrable doit être provisionné, ce qui entraîne une perte d'un égal montant et conduit à une baisse des fonds propres. En outre si le nombre de prêts irrécouvrables est important, la banque risque de ne plus disposer de suffisamment de titres mobilisables, d'autant plus que la valeur des titres aura tendance à baisser.

C'est la situation à laquelle on a abouti avec la crise dite des « *subprimes* » : des banques ont accordé des prêts qui se sont révélés irrécouvrables et ont entraîné des pertes comptables. À cause de la titrisation, ces pertes se sont propagées à de nombreuses banques. L'immobilier s'étant effondré aux États-Unis, la valeur des titres a baissé. Dès lors les banques centrales étaient en droit de refuser de refinancer ces banques, soit parce que ces dernières ne disposaient plus des fonds propres réglementaires, soit parce qu'elles ne disposaient plus des titres nécessaires. Cette situation s'est encore aggravée du fait que le développement des nouveaux produits financiers a rendu beaucoup plus difficile l'évaluation de la situation financière de chaque banque, ce qui a accru la méfiance entre les banques et entraîné une baisse des prêts interbancaires de monnaie centrale. Ceci a mis le marché « en banque » et augmenté la nécessité du recours aux banques centrales, alors même que les prêts des banques centrales devenaient plus difficiles.

Les banques centrales se sont peu exprimées sur cette crise financière, ce sont les gouvernements qui ont annoncé qu'ils ne pouvaient laisser le système financier s'effondrer et ont construit des plans de sauvetage, comme s'ils étaient des sauveurs en dernier ressort. Pour sa part le gouvernement français a annoncé un plan comprenant deux volets<sup>7</sup> : 1) une société *ad hoc* serait

---

3 Cf. *The implementation of monetary policy in the euro area : general documentation on the Eurosystem monetary policy instruments and procedures*, novembre 2008, sur le site de la BCE, <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2008en.pdf?5a077f74894b7f5f1de1bd75bbeffb7c>

4 [https://mfi-assets.ecb.int/dla\\_EA.htm](https://mfi-assets.ecb.int/dla_EA.htm)

5 Selon l'arrêté du 20 février 2007, J. O. du 1<sup>er</sup> mars 2007.

6 En principe les volumes des prêts aux banques sont plafonnés, puisque, sauf en situation de crise, la BCE accorde un volume prédéterminé de crédit par ses opérations les plus courantes, les opérations principales de refinancement, mais il est toujours possible à une banque d'avoir recours aux facilités de prêt marginal qui ne sont pas plafonnées (cf. *The implementation of monetary policy in the euro area, op.cit.*, p. 20-21).

7 Communiqué du conseil des ministres du 13 octobre 2008. <http://www.premier->

constituée et lèverait des fonds sur les « marchés » ; 2) l'État lui-même apporterait des fonds propres. Les « marchés » et l'État apparaissent donc comme les prêteurs en dernier ressort. Ceci ne peut être qu'une apparence, puisque, ainsi qu'on vient de le voir, les difficultés des banques, leur risque de tomber en cessation de paiement, ne peut venir que d'un manque de monnaie centrale qui, en dernier recours, ne peut être comblé que par la banque centrale. Le plan de sauvetage ne peut être qu'un moyen technique redonnant aux banques de second rang la capacité d'emprunter à nouveau à la BCE. C'est donc un mode de financement indirect auprès de la BCE. Le fait que l'État apporterait lui-même des fonds propres et qu'il apporterait sa garantie aux fonds levés par la société *ad hoc* sur les « marchés » nécessitait une loi de finances. Dans le présent article nous n'étudions que le premier volet de ce plan.

## 2. Le premier volet du plan de sauvetage français

### 2.1. Les dispositions de la loi

La loi du 16 octobre 2008 autorise la constitution d'une société *ad hoc* dont les statuts et les dirigeants sont agréés par l'État. L'objet de cette société est de lancer des emprunts garantis par l'État et de prêter aux banques, qui doivent passer une convention avec l'État prévoyant l'usage des fonds ainsi empruntés. En cas de défaillance d'une banque les créances mobilisées par cette banque auprès de la société *ad hoc* donnent droit à un recours direct de la société *ad hoc* contre l'emprunteur final. La garantie de l'État est accordée pour 360 milliards d'euros pour les emprunts d'une durée maximale de cinq ans émis par la société *ad hoc* avant le 31 décembre 2009<sup>8</sup>. Cette garantie donne lieu à une commission au profit de l'État. La société *ad hoc* sera contrôlée par la Commission bancaire, un commissaire du Gouvernement pourra s'opposer à toute décision de la société mettant en cause les intérêts de l'État et le Gouvernement rendra compte trimestriellement au Parlement.

### 2.2. La mise en place de la société *ad hoc* : la Société de financement de l'économie française

Le jour même de la publication de la loi, le 17 octobre 2008, la société *ad hoc* est mise en place. En fait il ne s'agit pas d'une société nouvelle mais d'une société qui existe déjà depuis décembre 2003, la Sté Doumer Hyperion<sup>9</sup>. Une assemblée générale et un conseil d'administration se tiennent le jour même et une nouvelle assemblée générale se réunit le 6 novembre. La première assemblée transfère le siège social dans les locaux de la Banque de France au 1 rue de la Vrillière, à Paris, change la dénomination sociale en « Société de refinancement des activités des établissements de crédit », dénomination qui sera à nouveau changée lors de la seconde assemblée pour celle de « Société de financement de l'économie française » (SFEF). Ces deux assemblées et le conseil d'administration procèdent à des augmentations de capital, à des modifications statutaires, à des nominations d'administrateurs, du président du conseil d'administration et de commissaires aux comptes<sup>10</sup>. *A priori* nous ne voyons aucun intérêt à l'utilisation d'une ancienne société plutôt qu'à la création d'une nouvelle, sinon le fait que la procédure a pu être plus rapide puisqu'une assemblée générale et un conseil d'administration ont pu se tenir le jour même de la publication de la loi. Les statuts de la société sont agréés par le ministre de l'Économie le 20 novembre 2008.

---

[ministre.gouv.fr/acteurs/gouvernement/conseils\\_ministres\\_35/conseil\\_ministres\\_13\\_octobre\\_1381/loi\\_finances\\_rectificative\\_pour\\_61352.html](http://ministre.gouv.fr/acteurs/gouvernement/conseils_ministres_35/conseil_ministres_13_octobre_1381/loi_finances_rectificative_pour_61352.html)

<sup>8</sup> Ce chiffre de 360 milliards comprend aussi la garantie accordée par l'État aux emprunts du groupe Dexia, la loi ne précisant pas quelle part sera affectée à la société *ad hoc*. Seul le communiqué de la Commission européenne du 31 octobre 2008. (<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/1609&format=HTML&aged=0&language=FR&guiLanguage=en>) approuvant le 1<sup>er</sup> volet de la loi fait état de 265 milliards d'euros environ.

<sup>9</sup> Société immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre puis de Paris sous le numéro 451 428 130 (cf. <http://www.infogreffe.fr/infogreffe/entrepRech.do>).

<sup>10</sup> Informations tirées du registre du commerce et des sociétés de Paris. Cf. le site Internet visé note 8.

L'État détient 34% du capital de la SFEF, le reste étant réparti également entre les sept grands groupes bancaires français (Banques populaires, BNP Paribas, Caisses d'épargne, Crédit agricole, Crédit mutuel, HSBC France et Société générale)<sup>11</sup>.

Deux administrateurs représentent l'État : Jean Bassères, secrétaire général du ministère de l'Économie, et Michel Camdessus, gouverneur honoraire de la Banque de France et ancien directeur général du FMI, qui est en outre nommé président-directeur général. Huit autres administrateurs représentent les banques. Thierry Coste<sup>12</sup>, ingénieur du corps des mines, ancien dirigeant du Crédit agricole et ancien membre du Collège de l'AMF, est nommé directeur général. Le directeur général du trésor et de la politique économique est commissaire du Gouvernement<sup>13</sup>.

Un arrêté du 20 octobre du ministre de l'Économie (J.O. du 21 octobre) précise les quotités de prêts que les banques peuvent mobiliser auprès de la SFEF.

### 2.3. Le prêt-relais de la Caisse des Dépôts et Consignations

Le 24 octobre 2008 le ministère de l'Économie annonce que la SFEF a accordé un prêt de 5 milliards d'euros aux banques<sup>14</sup>. Ce prêt a été financé par un prêt relais de la Caisse des Dépôts et Consignations dans l'attente des emprunts que la SFEF doit lever elle-même.

Ces 5 milliards ont été répartis entre les banques selon une clé prenant en compte pour 30% la taille de leur bilan et pour 70% leur part du marché du crédit. Le Crédit agricole s'est vu attribuer 25% du total ; la BNP Paribas, la Société générale, le Crédit mutuel et les Caisses d'épargne chacune 15%, les Banques populaires 10% et la Diac (filiale financière de Renault) 5%<sup>15</sup>.

Pour obtenir ces crédits, conformément à la loi et à l'arrêté du 20 octobre, les banques ont dû mobiliser des titres représentatifs de prêts déjà accordés.

Il s'agit de crédits à court terme devant être remboursés le 31 décembre.

### 2.4. La première émission obligataire de la SFEF de novembre 2008

Le ministre de l'économie accorde le 30 octobre (J.O. du 31 octobre) la garantie de l'État pour un montant global en principal de 25 milliards d'euros aux emprunts de la SFEF émis avant le 31 mars 2009.

Le 12 novembre 2008 la SFEF lance son premier emprunt obligataire au taux de 3,5% d'une durée de 3 ans. BNP Paribas, Calyon (filiale du Crédit agricole), HSBC France, Natixis (filiale des Caisses d'épargne et des Banques populaires) et la Société générale, co-chefs de file, ont constitué un syndicat de prise ferme. Le cabinet d'avocats Gide Loyrette Nouel a été chargé du montage juridique de l'opération. L'émission bénéficiant de la garantie de l'État a obtenu la notation la plus haute des agences de notation<sup>16</sup>.

Le Crédit foncier de France a été chargé par la SFEF de gérer les titres apportés par les banques emprunteuses à la SFEF et de vérifier qu'ils remplissent les conditions de l'article 6 de la loi et de l'arrêté du 20 octobre<sup>17</sup>.

Le 13 novembre la SFEF publie un communiqué de presse dans laquelle elle annonce : « Dès l'ouverture des livres, l'intérêt des investisseurs a été très fort, et le carnet d'ordres s'est accru rapidement, atteignant plus de 5 milliards d'euros dès la première heure. Grâce à cette réponse de la part des investisseurs, le processus d'émission a pu être accéléré. Le carnet d'ordres a été clos à 12h30 le mercredi 12 novembre, avec un total d'ordres de 12 milliards d'euros ». Le président Michel Camdessus conclut : « L'émission inaugurale de la SFEF a été un très grand succès, en dépit de conditions de marchés qui continuent à être difficiles. Nous sommes ravis du niveau d'intérêt

---

11 Document d'Information en date du 20 novembre 2008 de la SFEF, p. 18.

12 *Who's Who France*.

13 Document d'Information, *op. cit.* p. 19 et 20.

14

[http://www.minefe.gouv.fr/discours-presse/discours-communiques\\_finances.php?type=communiqu&id=2109&rub=1](http://www.minefe.gouv.fr/discours-presse/discours-communiques_finances.php?type=communiqu&id=2109&rub=1)

15 *Les Echos* du 27 octobre 2008.

16 Document d'Information, *op. cit.*

17 *AGEFI*, quotidien du 29 octobre 2008.

démonstré par les investisseurs internationaux et du prix obtenu. Cette réussite souligne le caractère décisif de la garantie inconditionnelle de l'État français sur les marchés de capitaux internationaux et l'efficacité de la SFEF en tant que véhicule de financement des établissements de crédit agréés en France<sup>18</sup>. »

Une annexe à ce communiqué précise la répartition des souscripteurs

1) par origine géographique :

France	45%
Royaume-Uni et Irlande	16%
Allemagne, Autriche et Suisse	10%
Europe du Sud	7%
Asie	10%
Moyen-Orient et Afrique	8%
Autres	4%

2) par catégories :

Banques centrales et institutions officielles	26%
Banques	29%
Compagnies d'assurance et fonds de pension	9%
Entreprises non financières	4%
Sociétés de gestion de portefeuille	32%

Enfin il faut noter que les obligations de ce premier emprunt de la SFEF ont été très rapidement cotées sur le marché Euronext et acceptées en garantie par la BCE<sup>19</sup>.

Après cette description du premier emprunt de la SFEF, il nous faut essayer d'analyser le premier volet du plan de sauvetage du système financier français en particulier en essayant de voir qui se cache derrière les « marchés » auxquels la SFEF emprunte.

### 3. Analyse du premier volet du plan de sauvetage français

Le communiqué de la SFEF du 13 novembre donne peu d'informations sur les souscripteurs du premier emprunt du 12 novembre, donc ne permet pas vraiment de savoir ce que recouvrent les « marchés ». Il est probable que le cartel des banques françaises actionnaires de la SFEF (que nous appellerons simplement « le cartel ») fasse partie des souscripteurs. C'est même plus que probable, parce que les souscripteurs non-bancaires, qui ne peuvent prêter que de la monnaie d'occasion, ont une capacité de prêt limitée. Mais nous allons montrer qu'en tout état de cause, quelle que soit la répartition des souscriptions entre le cartel et les autres acteurs, bancaires ou non bancaires, français ou étrangers, le montage financier constitué par le premier volet du plan de sauvetage donne la possibilité au cartel d'accéder indirectement au refinancement de la BCE grâce aux obligations de la SFEF. Nous justifierons aussi le terme de cartel que nous employons pour désigner les groupes bancaires actionnaires de la SFEF.

#### 3.1. Qui sont les souscripteurs du premier emprunt de la SFEF ?

Il est impossible à partir de l'annexe du communiqué de la SFEF de connaître précisément les souscripteurs du premier emprunt. On ne peut en effet croiser les classifications géographique et par catégories.

On apprend que 55% de l'emprunt ont été souscrits à l'étranger. Pour la répartition entre les pays il n'est pas absolument pas tenu compte de l'appartenance ou de la non-appartenance à l'Union européenne ou à la zone euro. Ainsi le Royaume-Uni est regroupé avec l'Irlande alors que seul le dernier pays utilise l'euro. De même l'Allemagne, l'Autriche et la Suisse sont regroupées et on ne sait pas ce que recouvre l'Europe du Sud. Il est clair que dans l'esprit des dirigeants de la SFEF, la monnaie des souscripteurs et l'Union européenne n'ont aucune importance. Par contre les dirigeants ont bien pris soin de se vanter du fait que l'emprunt avait été très bien accueilli sur les marchés

<sup>18</sup> Communiqué de presse du 13 novembre 2008.

<sup>19</sup> Sous le Code ISIN FR0010687707 cf. le site de la BCE [https://mfi-assets.ecb.int/cgi-bin/db/ea\\_area.analyser](https://mfi-assets.ecb.int/cgi-bin/db/ea_area.analyser)

internationaux sans cacher le fait que cet accueil était dû à la garantie de l'État français, le gouvernement français s'étant lui-même vanté du fait qu'il avait réussi à monter un plan qui ne grèverait pas les finances publiques. Il est pour le moins paradoxal qu'au moment même où l'État français se vante de ne pas s'endetter, et donc de ne pas grever les contribuables, les banques françaises se vantent de s'endetter facilement, en particulier à l'étranger, et ainsi de grever leurs clients et la France<sup>20</sup>. Ce paradoxe n'a pu être obtenu que parce que l'État a vendu aux banques (par le biais de l'assurance) sa capacité d'emprunt.

55% des souscripteurs sont des banques centrales, institutions officielles ou banques. À l'exception des institutions officielles, ces institutions sont créatrices de monnaie, euro ou devise, monnaie centrale ou monnaie des banques de second rang. On peut donc dire que presque 55% de l'emprunt relève de la création monétaire<sup>21</sup>, les banques de la zone euro pouvant se refinancer facilement auprès de la BCE, puisque l'obligation de la SFEF est éligible comme garantie. Comme il s'agit d'une obligation garantie par l'État français elle l'est également auprès d'autres banques centrales.

Derrière les « marchés » se cachent donc pour une part non négligeable les banques elles-mêmes. Les données communiquées ne permettent pas de savoir quelle est la part des banques françaises ni même européennes. Observons que la souscription à tout emprunt de la SFEF par une banque hors zone euro conduira à une création monétaire par création de « monnaie externe », contrepartie d'une augmentation des réserves de change de la BCE.

La création de monnaie est donc internationale, mais elle est aussi nécessaire car si derrière les « marchés » il n'y avait que des agents non bancaires, prêteurs de monnaie d'occasion déjà créée, il arriverait un moment où il n'y aurait plus de monnaie sur le marché. La situation est comparable au marché des biens physiques : le marché de l'automobile ne peut pas être qu'un marché de l'occasion.

En l'espèce la création monétaire représente presque 55% des souscriptions. Nous allons montrer que le montage constitué par le premier volet pouvait fonctionner quelle que soit la répartition de l'emprunt entre les souscripteurs. Nous rappellerons également qu'à côté du premier volet du plan de sauvetage *stricto sensu*, la BCE a joué un rôle plus discret pour faciliter la création monétaire.

### 3.2. Le premier volet du plan de sauvetage peut très bien fonctionner quelle que soit la part de souscription du cartel aux emprunts de la SFEF

Le cartel a constitué une filiale dans laquelle il est majoritaire. Il peut souscrire seul aux emprunts de cette filiale, ceci lui permet de disposer de titres garantis par l'État et mobilisables à la BCE. Disposer de ces titres est la première condition pour pouvoir emprunter à la BCE. La deuxième condition est de détenir les fonds propres réglementaires. Le second volet du plan de sauvetage consiste précisément à augmenter les fonds propres. Autrement dit, l'ensemble du plan de sauvetage permet aux banques de se refinancer indirectement auprès de la BCE, quel que soit leur taux de participation à l'emprunt de la SFEF. Le plan peut fonctionner pour tout taux de participation compris entre 0 et 100%. Au final la BCE remplit bien son rôle de prêteur en dernier ressort, l'État n'ayant joué qu'un rôle d'assureur.

Le premier emprunt de 5 milliards s'est en effet déroulé de la façon suivante. Avant de le lancer, l'État et le cartel ont convenu qu'il serait accordé 5 milliards de crédits supplémentaires à

---

20 Ce paradoxe est même renforcé par le fait que le PDG de la SFEF, Michel Camdessus, est un pourfendeur de la dette publique. En outre, ainsi que cela a été notamment soulevé lors des débats de la commission des finances de l'Assemblée nationale (cf. <http://www.assemblee-nationale.fr/13/cr-cfiab/08-09/c0809013.asp>), le fait que la dette de la SFEF ne soit pas comptée comme dette publique mais comme dette privée résulte d'un artifice juridique. Si en effet la participation de l'État au capital de la SFEF avait été majoritaire, sa dette eût été comptée dans la dette publique au sens du traité de Maastricht. On voit donc que ce qui importe aux autorités françaises n'est pas de mener une réflexion sur la nature des dettes et leur effet économique, mais de sauver les apparences vis-à-vis de la Commission européenne.

21 À cet effet il convient de rappeler que lorsqu'une banque prête, que ce soit dans une opération de crédit, c'est-à-dire de gré à gré, ou par souscription ou achat d'obligations ou d'autres titres, elle crée de la monnaie. En effet le support de la créance importe peu, l'essentiel étant que l'emprunteur ou le vendeur du titre garde la monnaie créée en compte courant.

l'économie en échange d'un accès aux crédits de la SFEF. La SFEF a alors émis (opération n° 1) un emprunt obligataire de 5 milliards d'euros. Pour sa part le cartel a souscrit X milliards, partie des 45%, soit 2,25 milliards, souscrits en France. Pour ce faire il a créé, comme pour tout prêt bancaire, de la monnaie *ex nihilo*. Ainsi que nous l'avons déjà exposé ceci est possible à toute banque quelle que soit sa situation financière : il a suffi que le cartel crédite le (ou les) compte(s) bancaire(s) que la SFEF détient auprès d'une (ou de plusieurs des) banque(s) du cartel. En échange le cartel a obtenu des obligations et débité un compte de titres. Comme il dirige la SFEF le cartel ne courait pas le risque que la SFEF lui demande de transférer son argent dans une banque extérieure, ce qui l'aurait contraint à faire un virement de monnaie centrale. Le cartel pouvait donc souscrire la totalité de ce premier emprunt de 5 milliards. Dans les faits il n'en a souscrit que la partie  $X < 2,25$  ; le reste des 5 milliards a été souscrit par des agents extérieurs au cartel. Nous diviserons ce reste en deux parts : Y souscrits à l'étranger. L'étranger ayant souscrit 55% de l'emprunt,  $Y = 2,75$ . L'autre part Z a été souscrite par des institutions non bancaires et des particuliers français, qui dans la pratique sont des clients du cartel, lequel regroupe la quasi-exclusivité des banques françaises. Nous avons donc :

$$X + Z = 2,25.$$

Le cartel a ensuite prêté à l'économie (opération 2) par simple création monétaire. les 5 milliards d'euros qu'il s'était engagé à prêter dans sa convention avec l'État. Il a obtenu en échange des titres (que nous appellerons « papier commercial ») qu'il a mobilisés (opération 3) auprès de la SFEF dans les conditions prévues par la loi et l'arrêté du 20 octobre 2008 sus-cité. Le cartel peut alors mobiliser ses titres obligataires auprès de la BCE (opération 4).

Ces quatre opérations sont comptabilisées de la façon suivante dans les livres respectifs du cartel, de la SFEF et de la Banque de France (agissant à la fois comme banquier des banques françaises et agent de la BCE en France) (nous portons entre parenthèses les numéros de chaque opération) :

**Comptabilité du cartel :**

titres obligataires		SFEF		« papier commercial »	
X (1)	X (4)	X + Y+Z (3)	X + Y + Z (1)	X + Y+ Z (2)	X + Y + Z (3)
		«clients autres que la SFEF»		Banque de France	
		Z (1)	X + Y + Z (2)	Y (1)	
				X (4)	

Commentaire : dans les faits, le cartel n'ayant pas d'existence juridique, ces écritures seront effectuées par plusieurs banques. L'écriture (1) retrace que la SFEF a reçu 5 milliards portés à son compte : X ont été souscrits par le cartel ; Y par des étrangers, qui ne sont donc pas clients du cartel, et ont dû apporter de la monnaie centrale ; et Z apportés par des souscripteurs français, donc clients du cartel, par le débit de leur compte « clients autres que la SFEF ». Les crédits à l'économie (opération 2) sont de fait apportés aux « clients autres que la SFEF » ; la cession des titres obligataires (4) a été comptabilisée comme si elle était définitive, alors qu'elle sera plus probablement une mise en pension.

Au final tout se passe comme si la BCE avait prêté à l'économie, c'est-à-dire aux « clients autres que la SFEF », X + Y par l'intermédiaire du cartel. Les titres obligataires n'apparaissent que comme un moyen indirect d'obtenir une mobilisation des crédits auprès de la BCE, car cette mobilisation, pour une raison ou une autre, ne pouvait pas être obtenue directement avec le papier commercial. Pour la part Z des crédits, il n'y a pas eu de création monétaire : ce sont certains clients du cartel qui ont prêté à d'autres clients par l'intermédiaire du cartel et de la SFEF. Comme il était loisible au cartel de souscrire à la totalité de l'emprunt, on aurait pu avoir  $Y = Z = 0$  et  $X = 5$ .

**Comptabilité de la SFEF :**

emprunt obligataire	cartel		« papier commercial »
X + Y + Z (1)	X + Y + Z (1)	X + Y + Z (3)	X + Y + Z (3)

Commentaire : il est confirmé que la SFEF n'a fait que délivrer des obligations mobilisables à la BCE en échange de papier commercial non mobilisable.

Ultérieurement la SFEF pourra réaliser son papier commercial, ce qui lui permettra de rembourser son emprunt obligataire.

### **Comptabilité de la Banque de France :**

titres obligataires	cartel	banques étrangères
X (4)	Y (1) X (4)	Y (1)

Commentaire : quand les souscripteurs étrangers souscrivent des obligations pour Y, de la monnaie centrale doit transiter du compte de leur banque vers celui du cartel ès qualité de banque de la SFEF.

Il est confirmé qu'en définitive le cartel peut mobiliser des titres à la BCE que ce soit par cession définitive ou temporaire.

Nous avons montré que le cartel peut souscrire la totalité des emprunts de la SFEF. C'est probablement pour cette raison que les chefs de file du premier emprunt lancé par la SFEF n'avaient pas hésité à se constituer en syndicat de prise ferme. Pour autant ce n'est pas nécessaire, il suffit en effet que les obligations soient souscrites, quels que soient les souscripteurs, éventuellement par des banques non membres du cartel, c'est-à-dire pratiquement des banques étrangères, ou par des agents non bancaires. Mais il convient de rappeler que les agents non bancaires ne peuvent prêter que de la monnaie d'occasion et qu'en définitive il faudra bien continuer la création monétaire.

### 3.3. Les groupes bancaires actionnaires de la SFEF constituent bien un cartel. Ce cartel est organisé par l'État et autorisé par la Commission européenne.

Nous avons utilisé le terme de « cartel » pour désigner les sept groupes bancaires actionnaires de la SFEF. Il s'agit bien d'un cartel puisque ces sept groupes se sont entendus pour aller chercher ensemble de l'argent sur les « marchés », ce qui est contraire aux règles de la concurrence. Ce cartel a toutefois été expressément autorisé d'une part par la loi française et d'autre part par la Commission européenne le 31 octobre<sup>22</sup>. Parmi les motifs d'accord de la Commission figure le fait que la SFEF devrait recueillir des fonds sur les « marchés » pour toutes les banques exerçant en France, y compris les succursales de banques étrangères, et que la tarification de la garantie étatique serait établie à un prix de marché.

On peut remarquer que les statuts de la SFEF importent peu. Il s'agit d'une institution de droit privé, ce qui fait que son endettement n'est pas inclus dans la dette publique. Institution de droit privé, en l'espèce société anonyme, elle doit avoir des actionnaires, mais ces actionnaires importent peu pour les trois raisons suivantes : 1) ils ne sont pas libres mais contrôlés par l'État par l'intermédiaire du Commissaire du Gouvernement, en l'espèce le Directeur général du trésor et de la politique économique ; 2) ils ne travaillent pas pour eux-mêmes mais pour l'ensemble des banques présentes sur le territoire français, l'argent recueilli devant profiter à toutes ces banques dans des conditions très encadrées par l'article 6 de la loi et par l'arrêté du 20 octobre 2008 ; les apports en capital des actionnaires, d'une valeur globale 49 980 000 euros<sup>23</sup>, importent peu. En effet ces apports pourraient avoir deux fonctions : d'une part financer des investissements, or la SFEF

<sup>22</sup>

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/1609&format=HTML&aged=0&language=FR&guiLanguage=en>

<sup>23</sup> Document d'Information, *op. cit.*, p. 17

qui est logée dans les locaux de la Banque de France et qui ne produit rien n'a pas besoin d'investir ; d'autre part à garantir ses emprunts, or les emprunts de la SFEF sont garantis par l'État, ils n'ont pas besoin d'une autre garantie, au demeurant un capital qui se chiffre en millions ne pourrait garantir des emprunts qui se chiffrent en milliards.

Le cartel constitué par les banques est donc un cartel autorisé. Cette autorisation permet aux banques d'éviter d'être en infraction avec les règles de la concurrence et d'obtenir la garantie de l'État pour les obligations émises par la SFEF et par voie de conséquence leur éligibilité au refinancement de la BCE. Si les banques françaises avaient constitué d'elles-mêmes, sans l'agrément de l'État, un cartel destiné à aller chercher en commun de l'argent sur les « marchés », d'une part elles auraient couru le risque d'être poursuivies pour infraction aux règles de la concurrence et d'autre part elles n'auraient pas pu facilement obtenir des titres permettant le refinancement à la BCE.

Le premier volet du plan de sauvetage est donc objectivement le produit d'une alliance entre le capital financier et l'État.

En outre la BCE a, de façon plus discrète et plus classique, élargi ses concours aux banques.

## 4. Les concours de la BCE à l'ensemble de la zone euro se sont accrus et la BCE confirme que des plans similaires ont été mis en place dans toute la zone euro

Nous allons voir que la BCE a augmenté ses concours aux banques, mais par ailleurs elle confirme que des plans similaires au plan français ont été mis en œuvre dans toute la zone euro, les banques commerciales achetant des titres garantis par l'État qu'elles ont elles-mêmes émis et apportant ces titres en garantie à la BCE.

### 4.1. L'accroissement des concours de la BCE

La BCE a modifié ses modalités de concours aux banques. D'une part elle a modifié les modalités de ses interventions sur le marché interbancaire, d'autre part elle a élargi la gamme des actifs éligibles comme garantie. Dans un communiqué du 8 octobre<sup>24</sup>, elle a fait savoir que jusqu'à nouvel ordre les opérations principales de refinancement (OPR) se feraient à taux fixe et que tous les volumes de crédit demandés par les banques seraient accordés. En temps normal ces opérations se font par adjudication de montants globaux annoncés à l'avance « à l'américaine », c'est-à-dire que les banques qui offrent le taux d'intérêt le plus élevé sont servies les premières, le taux directeur constituant un taux plancher.

Nous avons calculé<sup>25</sup> qu'entre le 1<sup>er</sup> janvier et le 8 octobre 2008, jour des dernières adjudications à taux variables, les OPR hebdomadaires pour une semaine se font faites en moyenne au taux moyen pondéré de 4,33% pour un volume moyen de 185,5 milliards pour l'ensemble de la zone euro.

À partir du 15 octobre 2008 toutes les adjudications se sont faites à taux fixe d'abord de 3,75%, puis de 3,25% à compter du 12 novembre, de 2,5% à partir du 10 décembre et de 2% à compter du 21 janvier 2009. Le volume moyen des OPR hebdomadaires d'une durée d'une semaine a été de 277,40 milliards d'euros entre le 15 octobre 2008 et le 21 janvier 2009, en hausse de 50% par rapport à la période 1<sup>er</sup> janvier – 8 octobre 2008.

En ce qui concerne les opérations de refinancement à long terme, elles sont d'une fréquence et d'une durée irrégulières. Leur taux moyen pondéré a été de 4,59% du 31 janvier au 9 octobre 2008 pour un produit (montant x nombre de semaines du prêt) accordé par semaine de 364,86 milliards d'euros pour l'ensemble de la zone euro. À compter du 15 octobre 2008 les taux sont fixes et identiques à ceux des adjudications hebdomadaires d'une semaine et le produit (montant x nombre

---

24 <http://www.ecb.int/mopo/implement/omo/html/index.en.html#com>

25 Source <http://www.ecb.int/mopo/implement/omo/html/index.en.html#key>

de semaines du prêt) accordé par semaine passe à 682,43 milliards d'euros, en hausse de 87% par rapport à la période précédente.

Pour l'ensemble des opérations de refinancement les concours hebdomadaires de la BCE se sont donc accrus de 73%.

Bien que ce chiffre ne mesure pas l'accroissement d'une masse monétaire, il en constitue une première approximation, on peut donc dire que *grosso modo* la masse monétaire centrale s'est accrue de 73%. Cet accroissement de la masse monétaire centrale a pour fonction de compenser la diminution des prêts interbancaires ; en effet si ces prêts disparaissent, le marché devient « en banque ». Sur un tel marché les banques en déficit de « liquidité », c'est-à-dire en déficit de monnaie centrale, doivent emprunter à la BCE, tandis que les banques ayant des excédents de « liquidité » ne les prêtent pas à leurs consœurs mais les déposent sur un compte faiblement rémunéré à la BCE, dit compte de facilité de dépôt. Alors qu'en temps normal les facilités de dépôt ne sont presque pas utilisées, elles ont commencé à croître le 7 octobre 2008 selon le tableau (en milliards d'euros)<sup>26</sup> :

	7 octobre	11 novembre	9 décembre	20 janvier	10 février
zone euro	19,9	213,7	200,9	235,85	175,4
France	2,4	21,2	23,3	33,9	34,7

Cela confirme également que la solution aux difficultés financières des banques ne peut pas venir des seuls « marchés » contrairement à ce que suggère le plan de sauvegarde du système financier.

Aux opérations de refinancement se sont ajoutés, grâce à des accords de *swap* entre banques centrales, des concours en dollars américains et francs suisses.

Ces opérations ont été facilitées par un élargissement des actifs éligibles en garantie. Alors qu'en temps normal ces actifs doivent être au moins classés A par une agence de notation, la BCE a fait savoir dans un communiqué du 15 octobre 2008<sup>27</sup> qu'elle accepterait jusqu'à la fin de 2009 des actifs classés BBB. Par ailleurs la BCE a admis des titres de créance négociables libellés en dollars, livres sterling ou yens ainsi que des certificats de créance émis par les banques négociés sur des marchés agréés.

Il est donc patent que la BCE a augmenté ses concours à l'ensemble de la zone euro et que pour ce faire elle a abaissé ses taux d'intérêt et la qualité des titres qu'elle accepte en garantie. Nous allons voir que cela n'a pas empêché que dans l'ensemble de la zone euro des montages semblables au montage français aient été construits.

#### 4.2. Le premier volet du plan de sauvetage des banques constitue un montage qui, complété par le second volet, leur permet de se refinancer presque sans limite à la BCE.

La BCE elle-même confirme que des montages similaires ont été utilisés dans l'ensemble de la zone euro.

Au 28 février 2009 la SFEF avait lancé cinq emprunts en euros, dont l'emprunt du 12 novembre 2008, pour un total de 24 milliards ainsi que deux emprunts en dollars pour un total de 11,5 milliards. Tous ces emprunts sont garantis par l'État, cotés sur Euronext et éligibles au refinancement de la BCE<sup>28</sup>. Nous n'avons pas plus d'informations sur les souscripteurs de ces emprunts que nous n'en avons sur les souscripteurs du premier. Rappelons que quelle que soit la

<sup>26</sup> [http://www.banque-france.fr/fr/poli\\_mone/telechar/regle\\_poli/LiqPosition\\_FR.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/poli_mone/telechar/regle_poli/LiqPosition_FR.pdf)

<sup>27</sup> <http://www.banque-france.fr/fr/eurosys/telechar/bce/2008/081016a.pdf>

<sup>28</sup> Les obligations correspondantes ont comme codes ISIN FR0010687707, FR0010696195, FR0010698928, FR0010709253, XS0410334014, FR0010721159 et XS0414662196 (cf. le site de la BCE [https://mfi-assets.ecb.int/cgi-bin/db/ea\\_area.analyser](https://mfi-assets.ecb.int/cgi-bin/db/ea_area.analyser)).

part Y + Z souscrite par les étrangers au cartel, la totalité des emprunts peut être souscrite sans problème puisque le cartel n'est pas limité dans sa création monétaire.

Par ailleurs les obligations de la SFEF étant cotées peuvent aisément changer de mains dans le cadre de la gestion actif-passif. Ainsi il est possible à des banques membres du cartel de céder des obligations à des étrangers au cartel. De la même façon des membres du cartel peuvent acheter des obligations à des étrangers au cartel.

La répartition de titres obligataires entre X, Y et Z n'est donc pas figée.

Ce montage original permet aux banques d'obtenir des obligations garanties par l'État et donc de se refinancer aisément auprès de la BCE.

L'utilisation de ce montage, ou de montages similaires, par les banques européennes est explicitement confirmée par la BCE dans son bulletin d'avril 2009 (encadré 2, p. 21 à 23)<sup>29</sup>. En effet la BCE rappelle que trois catégories de mesures ont été prises en Europe à la suite du Plan d'action concertée du 12 octobre 2008. La première catégorie, « *la mise en place de garanties publiques pour les émissions de titres de créance des établissements de crédit* », comprend le premier volet du plan de sauvegarde français, puisque les émissions de la SFEF sont garanties par l'État et qu'*in fine* elles sont destinées aux banques. La BCE reconnaît donc explicitement que le montage que nous avons décrit a été effectivement utilisé. Elle commence par rappeler que pour l'ensemble de la zone euro les emprunts des banques avec garantie publique se montent à 140 milliards d'euros environ à la fin de février 2009, chiffre à rapprocher des 24 milliards en euros et 11,5 milliards en dollars souscrits par la SFEF pour le compte des banques françaises à cette date. Ces chiffres sont cohérents avec le fait que le PIB français se monte à environ 22% du PIB de la zone euro. La BCE note que les titres émis par les banques avec garantie publique « *ont été acquis, dans une large mesure, par d'autres établissements de crédit, et enregistrés à l'actif du bilan des banques, avant d'être utilisés en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème* ». Ainsi la BCE confirme que des titres émis par les banques (ou par leurs filiales comme la SFEF) ont été acquis par les banques elles-mêmes. Cette affirmation n'est pas surprenante, puisque concernant son premier emprunt, la SFEF elle-même avait affirmé que 55% avaient été souscrits par des banques. Ces titres acquis par les banques se sont retrouvés à leurs bilans et, ainsi que la BCE l'affirme, ont permis la création monétaire par l'Eurosystème.

Le graphique de la page 23 indique notamment les émissions de titres avec garantie publique par les institutions financières monétaires de la zone euro et les estimations d'achat de ces mêmes titres par les établissements de crédit de la zone euro<sup>30</sup>. À partir de ce graphique il est possible de dresser le tableau suivant pour la période octobre 2008 – février 2009 :

	octobre 08	novembre 08	décembre 08	janvier 09	février 09	total
émissions	3	17	13,5	64	42,5	140
achats		13,5	7,5	38	20	79

On voit donc que pour l'ensemble de la zone euro les banques ont acheté 79 milliards d'euros (soit 56%) des 140 milliards de titres avec garantie publique qu'elles ont émises elles-mêmes. Cette proportion est tout à fait similaire à la proportion du premier emprunt émis par la SFEF et acquise par les banques (55%). De plus la BCE elle-même affirme que ces obligations garanties par les États et acquises pas les banques ont été « *utilisées en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème* ».

<sup>29</sup> <http://www.banque-france.fr/fr/eurosys/telechar/bce/bulletins/bm042009.pdf>

<sup>30</sup> Selon le Bulletin de la Banque de France n° 81 (septembre 2000), p. 54 ([http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf/bm/bdf/bm\\_2000/bdf/bm\\_81\\_etu\\_1.pdf](http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf/bm/bdf/bm_2000/bdf/bm_81_etu_1.pdf)), les institutions financières monétaires (IFM) ont un champ plus large que les établissements de crédit. En effet les établissements de crédit sont les institutions que la loi qualifie comme tels, les IFM comprenant en plus les institutions recevant des dépôts du public, ce qui ajoute, pour la France, la Banque de France, la Caisse des dépôts et consignations, les OPCVM monétaires et la Caisse nationale d'épargne.

Il est donc confirmé que le montage que nous avons analysé ci-dessus pour le premier emprunt de la SFEF au profit des banques françaises a été effectivement utilisé, comme ont été utilisés des montages similaires pour les banques des autres pays de la zone euro.

En ce qui concerne la France, les seules limites à ce montage sont que le montant des obligations garanties par l'État est plafonné à 265 milliards d'euros selon le communiqué de la Commission européenne du 31 octobre 2008 et que les obligations doivent être émises avant 31 décembre 2009 pour bénéficier de la garantie.

Ensuite pour pouvoir emprunter auprès de la BCE il faut respecter le ratio de 8% prévu par les accords de Bâle II, donc il faut que les fonds propres soient éventuellement accrus ce qui est l'objet du second volet du plan de sauvetage.

Or, en abaissant la qualité des actifs exigibles à BBB, la BCE avait augmenté directement ses financements. Dès lors on peut se demander pourquoi il a fallu qu'en outre, tant en France que dans la zone euro, les banques procèdent indirectement en s'empruntant à elles-mêmes des titres garantis par l'État pour finalement emprunter encore à la BCE.

## 5. Pourquoi les banques de la zone euro ont-elles dû constituer des montages indirects au lieu de s'adresser directement à la BCE ?

La première raison pour que les banques européennes se refinancement auprès de la BCE de manière indirecte par le montage que nous avons décrit, ou par des montages similaires, est que le financement direct par l'abaissement au niveau BBB des titres exigibles était insuffisant, ou tout au moins que les inventeurs de ces montages pensaient qu'il serait insuffisant.

La seconde raison est que l'apport des garanties de l'État transfère le risque de la BCE aux différents États.

Enfin nous montrerons qu'il était difficile dans le cadre institutionnel européen actuel que les banques apportent directement à la BCE toutes les créances qu'elles ont apportées à la SFEF.

### 5.1. Le financement direct par l'abaissement de la qualité des titres apportés en garantie au niveau BBB pouvait se révéler insuffisant et a justifié le financement indirect par les emprunts garantis par l'État.

Nous allons montrer qu'en ce qui concerne la France les crédits mobilisables à la SFEF sont plus larges que ceux mobilisables à la BCE

En effet l'article 6 de la loi française du 16 octobre dispose que pourront être mobilisés à la SFEF :

- les crédits immobiliers garantis par une hypothèque de premier rang ou par une banque ou une assurance ;
- les crédits à la consommation ;
- les crédits aux entreprises bénéficiant au moins du quatrième meilleur échelon de qualité ;
- les crédits publics à l'étranger, c'est-à-dire soit à des États ou administrations étrangères, soit à des organismes internationaux, bénéficiant au moins du deuxième meilleur échelon de qualité.

Les crédits aux particuliers, qu'ils soient immobiliers ou pour la consommation, ne peuvent faire l'objet d'une notation par une agence et sont donc inéligibles à la BCE et ne peuvent être mobilisés qu'à la SFEF.

Les autres crédits mobilisables à la SFEF doivent être évalués par une agence de notation. Pour être également mobilisables directement à la BCE, ils doivent être au moins classés BBB.

Les arrêtés de la Commission bancaire des 19 juin 2007<sup>31</sup> donnent les équivalences entre les échelons de qualité officiels et les notes attribuées par les agences : le 2<sup>e</sup> échelon de qualité de crédit

---

31 [http://www.banque-france.fr/fr/supervi/telechar/supervi\\_banc/communiq/mapping-Standard-and-Poors.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/supervi/telechar/supervi_banc/communiq/mapping-Standard-and-Poors.pdf)  
[http://www.banque-france.fr/fr/supervi/telechar/supervi\\_banc/communiq/mapping-fitch.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/supervi/telechar/supervi_banc/communiq/mapping-fitch.pdf)  
[http://www.banque-france.fr/fr/supervi/telechar/supervi\\_banc/communiq/mapping-jcr.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/supervi/telechar/supervi_banc/communiq/mapping-jcr.pdf)

correspond aux notations A + à A – de Standard and Poor's, Fitch et Japan Credit Rating, et le 4<sup>e</sup> échelon correspond aux notations BB + à BB – des mêmes agences. Il s'ensuit que les crédits aux entreprises bénéficiant du 4<sup>e</sup> échelon ne sont pas éligibles à la BCE alors qu'ils le sont à la SFEF. Quant aux crédits publics à l'étranger éligibles à la SFEF, donc au moins du 2<sup>e</sup> échelon, ils sont également éligibles à la BCE.

L'intérêt de la SFEF est donc qu'elle peut refinancer les crédits aux particuliers et à certaines entreprises qui n'auraient pas été éligibles à la BCE. Par ailleurs la SFEF transforme les titres représentatifs de ces crédits en obligations garanties par l'État et donc mobilisables à la BCE si bien qu'au final tous les crédits sont mobilisables à la BCE.

Ainsi que le rappelle la BCE, des mécanismes similaires ont été mis en place dans les différents Etats de la zone euro.

En outre pour les crédits mobilisés à la BCE par l'intermédiaire de garanties publiques (donc pour la France par l'intermédiaire de la SFEF), ces garanties ont pour effet de transférer le risque de la BCE à chaque État européen.

## 5.2. L'assurance apportée par les États n'empêche pas en dernier recours le financement par la BCE et elle n'est qu'une assurance contre l'inflation et la dépréciation de l'euro.

Lorsqu'une banque centrale accepte un titre en garantie, elle court le risque que les signataires du titre, parmi lesquels figure la banque apporteuse du titre, soient défaillants, et par conséquent d'être obligée de comptabiliser une perte. Le refinancement indirect par la mobilisation de titres garantis, par l'État, entraîne donc le transfert du risque de la BCE à l'État, la BCE étant quasiment certaine qu'elle n'aura jamais à comptabiliser une perte.

Mais que représente en fait la comptabilisation d'une perte pour une banque centrale ? Le fait de comptabiliser des pertes ne la prive pas de son pouvoir d'émission monétaire qu'elle ne tient que de la loi ou du traité de Maastricht. Une banque centrale déficitaire peut continuer à émettre de la monnaie pour son usage personnel ou pour prêter aux banques. Aussi si des titres détenus par la BCE se révélaient irrécouvrables, cela aurait pour seule conséquence que de la monnaie continuerait à circuler dans l'économie sans aucune contrainte de remboursement. Donc le risque est uniquement un risque d'inflation pour l'économie. La garantie des obligations de la SFEF par l'État français, ou d'autres types d'obligations pour les autres États européens, revient à une garantie du risque d'inflation. Autrement dit les États ne sont en définitive que des assureurs du risque de dépréciation de l'euro.

## 5.3. La solution apparemment très simple que les banques apportent directement des créances à la BCE sans passer par la SFEF aurait été très difficile, voire impossible, à mettre en place dans le cadre européen.

Plutôt que d'obtenir indirectement le concours de la BCE, par le truchement des obligations de la SFEF, il aurait été plus simple d'élargir la liste des titres admis en garantie par cette dernière, non seulement aux titres classés BBB, mais encore aux autres titres admis au refinancement par la SFEF, c'est-à-dire aux crédits accordés aux particuliers et à ceux accordés aux entreprises jusqu'au niveau BB- (4<sup>e</sup> échelon). Mais nous avons vu que le projet de loi de finances rectificatives pour le financement de l'économie avait été adopté en Conseil des ministres le 13 octobre, la loi publiée dès le 17 octobre, la SFEF également installée le 17 octobre et que sa mise en route et le premier emprunt ont été faits très rapidement. Cette action extrêmement rapide n'a pu se faire que par l'action coordonnée des dirigeants des banques, du ministère de l'Économie et de la Banque de France, qui, pour la plupart, sortent des mêmes écoles, pour beaucoup appartiennent à l'Inspection générale des Finances et ont les mêmes habitudes administratives. Ils ont conçu un système qui peut paraître compliqué mais dont le volet européen est simple, tout ce qu'il fallait en l'espèce obtenir de la BCE était d'inscrire des obligations de la SFEF sur la liste des titres pouvant être apportés en

garantie. Or, étant donnée la garantie de l'État, cette inscription était de droit. Il eût été autrement plus difficile, voire impossible, de proposer à la BCE de mobiliser les crédits aux particuliers. En effet ces crédits n'étant pas évalués par les agences de notation ne subissent pas les mêmes contrôles que les crédits aux entreprises et ne sont pas dans les habitudes des banques centrales. C'est certainement la raison qui a poussé à faire faire les contrôles des crédits mobilisés à la SFEF par le Crédit foncier spécialiste des crédits immobiliers aux particuliers.

Aussi, avec le premier volet du plan de sauvegarde, ce que la France avait à demander à la Communauté européenne était très simple : il suffisait de faire constater qu'il n'y avait pas d'entrave aux règles de la concurrence, ce qui a été reconnu rapidement par le communiqué du 31 octobre 2008.

Il n'était donc pas nécessaire que la BCE soit mentionnée dans la loi, ni même qu'il soit fait une quelconque référence à de la création monétaire, il suffisait de dire que la SFEF n'était qu'une société chargée de collecter de l'argent sur les « marchés ». Ainsi les banques se comporteraient comme des entreprises ordinaires chargées d'une simple fonction d'intermédiaire financier. Mais à notre avis les banques sont très loin d'être des entreprises ordinaires.

## 6. Conclusion

Nous avons montré qu'en dernière instance les banques se refinancent auprès de la BCE, mais que pour les créances des particuliers et les créances les plus fragiles des entreprises, ce refinancement se faisait par l'intermédiaire d'obligations garanties par l'État, donc que le risque était transféré de la BCE aux États. Nous n'avons pas à porter un jugement sur un tel système, mais nous pouvons remarquer que ni les banques ni l'État n'ont joué la transparence, puisqu'ils se sont contentés d'affirmer que les banques allaient emprunter sur les « marchés » sans chercher à analyser le système ni à essayer de préciser qui se cachait derrière les « marchés ».

Savoir pourquoi ces institutions ne jouent pas la transparence dépasse le cadre du présent papier. On peut toutefois émettre quelques idées simples : les banques se présentent toujours comme des entreprises ordinaires qui ne font qu'emprunter aux uns pour prêter aux autres, ceci leur permet de revendiquer la même liberté que les autres entreprises, alors que leur pouvoir de création monétaire est exorbitant et justifie un contrôle renforcé. Ce contrôle est d'autant plus nécessaire qu'aujourd'hui dans les faits, sinon en droit, il est impossible de mettre une banque en liquidation étant donné les conséquences très graves que cela entraînerait pour les agents non bancaires. Or les dirigeants des banques ont parfaitement intégré cette impossibilité et cela les amène à prendre des risques inconsidérés. La seule manière d'empêcher ce comportement est d'instituer des règles strictes et, comme de fait on ne peut sanctionner les banques, du moins devrait-on sanctionner efficacement leurs dirigeants lorsqu'ils enfreignent ces règles.