

AU CŒUR DE LA CRISE FINANCIÈRE, LA TITRISATION PEUT-ELLE ÊTRE CONTRÔLÉE ?

LE CLUB OIKONOMIA

Dans cette période récemment marquée par l'ébranlement des principes fondamentaux du capitalisme à la suite de la crise issue de dérives financières, la création d'un club ayant vocation à décrypter l'économie nous paraît nécessaire.

Ces derniers mois, le législateur a été appelé à apporter rapidement des solutions. Dans ce contexte, nos réunions doivent nous permettre d'envisager les pistes de réforme d'un capitalisme qui a rencontré ses limites. A cet égard, les deux économistes qui nous accompagnent ont rédigé ensemble " 20 propositions pour réformer le capitalisme " ; l'un des deux a été nommé dans le cadre du prix du Meilleur Jeune Économiste décerné par le journal *Le Monde*.

L'objectif de ce club ? Débattre ensemble afin de tenter de clarifier les problématiques financières qui sont parfois complexes ; dégager ensemble des propositions de réforme.

Louis GISCARD D'ESTAING
Député du Puy-de-Dôme

Joël BOURDIN
Sénateur de l'Eure

Gaël GIRAUD, chercheur au CNRS, membre de l'école d'économie de Paris

Notre sujet d'aujourd'hui est la titrisation. A destination des non-spécialistes, je vais utiliser trois images pour vous expliquer cette notion.

La patate chaude : Supposons que j'accorde un prêt à un ménage très pauvre ; j'ai toutes les raisons de penser qu'il n'arrivera pas à rembourser son prêt. Je détiens donc une créance sur ce ménage. Je vais le revendre à une personne " X " mais je ne lui dirai pas nécessairement les mauvais éléments du dossier. Au contraire, je conforterai " X " sur ce produit afin qu'il me l'achète. Le fait de savoir que " X " est capable de m'acheter ce type de produit va me pousser à itérer l'opération avec des ménages encore plus endettés car je sais que je pourrai transmettre la " patate chaude " à un autre créancier.

Le millefeuille : J'ai un lot de créances avec plusieurs tranches comme un millefeuille qui a plusieurs couches. Je vais mettre les mauvais produits, les créances douteuses, dans le millefeuille au niveau des couches inférieures et vendre ce produit à " X ". Ainsi, " X " mangera le haut du millefeuille et ce n'est qu'en arrivant à la fin du produit qu'il découvrira ces produits douteux. C'est un procédé compliqué, qui rend la procédure de titrisation très opaque.

Les œufs dans plusieurs paniers : La sagesse traditionnelle concernant la diversification des risques peut s'exprimer ainsi : lorsque je vends plusieurs produits à plusieurs acteurs distincts, je ne fais pas courir de risque systémique à la profession car je réparties les risques liés à mes produits sur plusieurs paniers. Si un panier tombe, quelques œufs seront perdus mais pas tous. En 2007/2008 c'est le contraire qui s'est produit : tout s'est passé comme si tous les paniers étaient reliés par un élastique invisible de sorte que lorsqu'un panier est tombé, tous les autres ont suivi. Toutes les créances douteuses infectaient un très grand nombre de paniers et ont semé un doute généralisé sur la fiabilité des créances malgré la diversification faite au préalable.

I / Définition, constat et prérogatives

Jean-Pierre JOUYET, président de l'Autorité des Marchés Financiers

Les objectifs de l'AMF sur le marché de la titrisation ne sont pas très différents des autres marchés : nous devons nous assurer que le marché est mis au service du financement de l'économie, que les mécanismes soient transparents et que l'information concernant les actifs titrisés soit la plus correcte possible. Aujourd'hui, nous avons un mécanisme potentiellement utile au financement de l'économie (la titrisation), mais qui a perdu sa crédibilité et pour lequel nous devons retrouver la confiance par une surveillance adaptée. Nous le faisons déjà depuis la crise de LEHMAN BROTHERS (crise financière de 2008). Ce marché utile pour la bonne marche du financement de l'économie reste atone. Les États-Unis ont utilisé les mécanismes de titrisation dans le sens indiqué par Monsieur GIRAUD et donc de façon préoccupante, mais cela a été moins le cas en Europe.

Il existe trois formes de financement de l'économie :

- le crédit, un financement intermédié
- le financement par le marché (émission d'obligations), inaccessible pour les petites entreprises
- la titrisation, une forme de financement complémentaire et mixte.

La titrisation permet de transformer du crédit bancaire en obligations pour les placer auprès d'investisseurs. Elle transforme donc un financement bancaire en financement par le marché. Cela peut concerner des actifs très divers, comme des prêts consentis à des particuliers (aussi bien des prêts liés à des cartes bancaires que des prêts à la consommation), ou des prêts aux entreprises. La titrisation se révèle être un mode de financement utile pour le bon fonctionnement du marché car il transforme du crédit en un financement par le marché, et intéressant, du point de vue de l'investisseur, pour diversifier un portefeuille. Il est intéressant aussi pour les banques qui ont tout intérêt à titriser pour libérer des fonds propres et les réutiliser pour d'autres opérations, car les produits titrisés sortent du bilan et donc ne sont pas intégrés dans le calcul des ratios prudentiels bancaires. *In fine*, pour les petits emprunteurs et les PME, par l'intermédiaire des banques qui les financent et proposent ensuite le rachat de leur crédit sous une forme titrisée aux investisseurs, les possibilités de financement s'élargissent indirectement.

Bien évidemment, il faut lutter contre l'opacité, la complexité et l'usage abusif qui a été fait de la titrisation. Il y a eu des excès et des failles qu'il faut corriger. Les structureurs de véhicules titrisés n'insistent pas sur les risques liés aux montages. Les investisseurs ne disposaient pas des informations sur les sous-jacents et n'étaient pas équipés d'outils d'analyses adéquats pour évaluer les risques auxquels ils s'exposaient.

L'AMF est en faveur d'une plus forte responsabilisation des investisseurs, mais aussi d'initiatives qui leur donneront les moyens d'analyse de leurs risques. Actuellement, seules les agences de notation sont destinataires des informations sur les prêts titrisés qui leur permettent de procéder à leur analyse des risques et à la notation des véhicules. Nous souhaitons demain une plus large transmission des informations sur les prêts et la mise en place de modèles d'analyse des risques sous-jacents ainsi que des outils de simulation du fonctionnement des véhicules aux investisseurs pour contribuer à plus de transparence et à ce que ces investisseurs puissent plus facilement prendre leurs responsabilités.

Que peut-on faire pour restaurer la confiance ?

Il faut modifier les exigences prudentielles pour que l'intermédiaire ne fasse plus le choix de la titrisation pour des simples raisons d'arbitrage réglementaire et ensuite pouvoir afficher de beaux résultats (qui masquent cependant les risques importants qu'il conserve). Trois solutions sont aujourd'hui envisagées par les régulateurs prudentiels (de façon cumulative) :

- 1^{ère} solution: Faire en sorte de renforcer les fonds propres exigibles pour les titrisations de titrisations (trop peu transparentes, sans réel intérêt pour l'économie), ce qui revient à renchérir le coût des opérations de titrisations les plus complexes. Il y a de la sur-titrisation.
- 2^{ème} solution : Obliger les banques à comptabiliser les lignes de crédit nécessaires pour leur permettre d'assurer un refinancement correct des véhicules de titrisation qu'elles ont

structurés lorsqu'il y a un risque de retrait des investisseurs.

- 3^{ème} solution : Dans les bilans bancaires, neutraliser la différence entre la détention d'une tranche de véhicules de titrisation et la détention de créances acquises, qui peut être source d'un arbitrage massif et de logiques économiques biaisées.

Quelles sont les propositions d'évolutions les plus récentes des régulateurs de marché ?

- Comme je l'ai déjà dit, il faut mettre à disposition des investisseurs des informations sur les prêts, standardisées et exploitables informatiquement, pour chaque prêt inclus dans le véhicule de titrisations. Il faut qu'il y ait un engagement personnel de l'arrangeur, l'intermédiaire qui titrise, sur la fiabilité de ces informations.
- Il faut laisser plus de temps aux investisseurs pour apprécier le produit et étudier ses risques, en leur donnant accès à des programmes informatiques qui leur permettraient d'apprécier les évolutions possibles de ce produit, de façon à prendre une décision réfléchie et faire un vrai travail d'analyse financière.

La SEC a pris de telles mesures. En Europe, la Banque Centrale Européenne travaille sur ce type de dispositions notamment en termes d'informations sur les prêts titrisés : les véhicules de titrisations offrant un bon niveau d'informations sur leurs actifs

seraient éligibles aux opérations de refinancement de la BCE. C'est une bonne chose car les exigences qu'imposerait la BCE sur les produits qu'elle rendrait éligibles donneraient un certain label à ces produits.

- Il faut que les banques mettant sur le marché des véhicules de titrisations gardent une partie du risque des prêts sous-jacents. Avant, les prêts étaient totalement sortis des bilans des banques, qui n'avaient plus aucun intérêt à vérifier la solvabilité de l'emprunteur. Il y a un débat au sein du conseil de stabilité financière entre les régulateurs pour savoir si les banques doivent garder 5 % ou 10 % du risque d'un véhicule de titrisation donné.
- Il faut revoir la notation des produits titrisés. Ils ne peuvent pas être traités avec les mêmes méthodes que la dette simple. Ce sont des produits plus complexes, avec différents sous-jacents qui peuvent être plus ou moins corrélés entre eux. Aux États-Unis, il est prévu de diffuser à toutes les agences de notations les caractéristiques des prêts titrisés et des véhicules de notations. Ceci permettrait aux agences d'effectuer des notations non sollicitées (non rémunérées) et limiterait les risques de conflits d'intérêts dans le processus de notation.
- En dehors des agences, il faut de façon plus générale, lutter contre tous les conflits d'intérêts entre les différents intervenants dans le processus de titrisation. C'est déjà le cas au Japon et aux États-Unis et ce le sera en Europe : nous devons connaître les noms des différents intervenants dans la structure, leurs rôles et responsabilités respectives. En Europe, la directive sur les marchés d'instruments financiers demande déjà une gestion adéquate des conflits d'intérêts aux institutions financières.
- Il faut réfléchir, à la titrisation de la titrisation. Jusqu'ou va-t-on dans la chaîne de titrisation ? De notre côté, il nous paraîtrait possible d'aller jusqu'à interdire ce procédé trop complexe.

« Nous souhaitons demain une plus large transmission des informations sur les prêts et la mise en place de modèles d'analyse des risques sous-jacents. »

II / Le cas Goldman Sachs - la titrisation en accusation

Pierre Henri F., gestionnaire d'un portefeuille de titrisations pour le compte d'une banque française

Je partage le point de vue de Monsieur JOUYET sur la situation du marché du crédit. Le crédit bancaire est contraint, les régulateurs ont demandé aux établissements bancaires d'avoir plus de capital pour être plus solides dans les phases de crise ; ce qui, à court terme, introduit forcément une limitation dans le

volume de nouveaux prêts qu'ils peuvent octroyer. La titrisation est sans doute un moyen efficace de continuer à faire du crédit pour le bénéfice de l'économie, pour le bénéfice du particulier qui veut s'endetter pour acquérir son logement, des petites entreprises qui peuvent difficilement avoir accès directement aux marchés financiers ou aux crédits bancaires, pour le bénéfice d'entreprises plus importantes si nécessaire. Aujourd'hui, 2 ans et demi après le déclenchement de la crise, il y a convergence sur

la nécessité de relancer la titrisation, même si cette technique, dévoyée dans un certain nombre de cas, a été au cœur du déclenchement de la crise. Toutes les mesures, réglementaires ou autres, qui peuvent rétablir la confiance des investisseurs seront bénéfiques.

Néanmoins, il faut se rendre à l'évidence : la titrisation a mauvaise réputation. Il y a deux semaines, Goldman Sachs, la plus grande banque d'investissement américaine, a été mise en cause par la Securities and Exchange Commission, à propos d'une opération de titrisation nommée ABACUS. Ce genre d'opérations, à base de dérivés et donc sans lien direct avec l'économie réelle, s'est accumulé dans les dernières années du cycle économique qui s'est achevé en 2007. Dans le cas ABACUS, la question soulevée est : *n'y avait-il pas un problème de conflit d'intérêts entre la position de Goldman Sachs, en tant qu'institution, et ses clients auxquels elle vendait ces opérations ?* En effet, Goldman Sachs a senti le vent du *subprime* tourner vers la fin de l'année 2006 ; à ce moment cette banque était très engagée sur les *subprimes* comme beaucoup d'autres établissements bancaires américains et étrangers. Les responsables de la banque américaine ont alors pris la décision d'utiliser un type d'instrument financier, les dérivés de crédits sur indice, pour leur permettre de sauver les meubles en prenant un pari sur la baisse du marché *subprimes*. Ils l'ont fait probablement avant tous les autres et plus massivement. Cela leur a permis de passer la crise sans trop de dommages. Dans le même temps, d'autres établissements bancaires ont fait faillite en grande partie à cause de leur exposition à l'immobilier américain au travers des opérations de titrisation. La question que les autorités américaines posent aux dirigeants de Goldman Sachs est simple : *" si vous aviez décidé de protéger la banque contre une chute des subprimes dès la fin 2006, pourquoi étiez-vous toujours en train de vendre des titrisations subprimes à des clients en janvier/février 2007 ? "*. C'est cela qui est sous le feu de l'actualité. Le paradoxe est que Goldman Sachs a sans doute un dossier très solide sur le plan technique et juridique. Par contre, sur le plan de l'esprit du fonctionnement des marchés financiers au bénéfice de l'économie, la partie est beaucoup plus serrée. En Europe, nous aimons penser que les banques fonctionnent

« La titrisation, pour avoir une chance de redémarrer, doit reposer sur des principes simples. »

davantage au bénéfice du financement de l'économie, que c'est leur objectif premier. Pourtant, en pratique, les banques européennes connaissent la concurrence des banques américaines sur le marché des grandes entreprises, et il leur est parfois difficile de se différencier nettement.

Dans cette tourmente bancaire, il va être bien difficile de remettre en marche des mécanismes comme la titrisation qui sont fondamentalement bons pour l'économie mais qui sont au cœur de cette seconde phase de la crise, qui est aussi celle de la recherche des responsabilités. La titrisation est sous le feu de la critique et cela ne pourra changer que lorsque l'opinion publique sera satisfaite et que les responsabilités quant au déclenchement de la crise auront été identifiées et sanctionnées.

Il n'y a pas de réponses faciles à apporter à la crise, et comme dans d'autres domaines, je ne vois pas beaucoup d'alternatives à une intervention des Etats, pour une période transitoire, au soutien d'une titrisation saine et simple, non coupée de ses buts ultimes, afin de garantir le placement de

nouvelles opérations de titrisation.

La titrisation, pour avoir une chance de redémarrer, doit reposer sur des principes simples. A l'inverse, les titrisations de titrisations sont des opérations très difficiles à analyser ; plus on ajoute d'étages au millefeuille, plus on a de chance de créer des conflits d'intérêts, plus les produits sont complexes, plus il est difficile de les apprécier. Je pense que le régulateur est vraiment dans son rôle quand il fixe des limites à ce genre de constructions très complexes. Je vous pose une question : peut-on tout titriser ?

En conclusion, il est évident que deux modèles se font concurrence. D'un point de vue américain, il est justifié de faire des produits complexes, ils sont bons par nature, car ils sont là pour remplir des " vides ". Dans cette manière de voir les choses, moins il y a de vides, plus les marchés sont efficaces dans l'allocation des ressources vers les investissements. En Europe, le débat est plus ouvert sur l'efficacité des marchés. Et l'utilité concrète des produits financiers les plus complexes ne saute pas aux yeux de tous.

III / Synthèse des questions des parlementaires

Louis GISCARD D'ESTAING, député du Puy-de-Dôme

Étant moi-même très sensible à cette notion de millefeuille, continuons dans la métaphore gastronomique. Monsieur JOUYET nous a parlé d'une idée d'un " AOC " de la titrisation, donc l'AMF va-t-elle être l'INAO des produits dérivés ? Les agences de notations ont failli, mais les émetteurs ne sont-ils pas responsables de l'étiquetage ? Lorsque l'on achète un produit, normalement c'est le producteur qui donne la composition du produit ; s'il y a des colorants, il faut mettre le pourcentage. Donc quelle est la responsabilité relative de celui qui a créé ce produit ? Nous avons connu les SICAV, les premiers produits et ensuite nous sommes arrivés à ce phénomène de la titrisation. Sur le *packaging*, qui est responsable de quoi ? Qui donne l'autorisation de mise sur le marché ? Ensuite, il y a la notion de traçabilité. Lorsqu'il y a un petit dérivé, un produit toxique : la part de toxicité lors de l'explosion de la crise était très faible. Pourquoi perdre la confiance du marché global ? Ne peut-on pas sortir les produits toxiques, et avons-nous les moyens de les identifier ? Peut-on instaurer le guide Michelin des produits réputés consommables et pertinents ?

Jean Pierre JOUYET

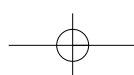
L'émetteur est responsable et doit nous dire ce que recouvre son produit, avec qui il le monte, quel est l'ensemble de la chaîne, à qui est destiné son produit, qui gère ce produit, quel est le niveau de risque, quels sont les sous-jacents pris ?...

Nous n'avons pas toujours eu ces informations. Nous devons mener un combat, afin d'avoir un accès le plus large possible aux informations liées aux produits. Je tiens à vous dire que c'est sans doute le premier enjeu de régulation, au niveau international et européen, et dans le cadre du G20 aujourd'hui. Il faut effectivement qu'il y ait traçabilité, qu'elle soit sécurisée, que nous sachions ce que devient le produit, ce qu'il se passe sur le marché primaire (et sur le marché secondaire), à qui il est vendu ? Quels sont les intermédiaires ? Les règles prudentielles et la part de risques que doit garder l'émetteur doivent être établies par l'autorité de contrôle prudentiel.

En ce qui concerne la labellisation des produits par le régulateur de marché, je n'y suis pas favorable. On nous demande beaucoup de labelliser, mais notre métier est de déterminer ce que est conforme à la réglementation et ce qui assure la sécurité de l'épargnant. Nous n'avons pas à dire quel est le meilleur véhicule de titrisation, la meilleure SICAV ou la meilleure entreprise en matière d'organisation. Nous ne devons pas entrer dans des jugements subjectifs.

Par rapport à la toxicité des produits, malheureusement, il n'est généralement possible de la déceler qu'*a posteriori*. Nous pouvons demander une information sur les risques de toxicité, mais nous ne pouvons pas aller plus loin. Ensuite, l'investisseur doit savoir quel risque il est prêt à prendre.

Sur l'affaire Goldman, je partage l'avis de Monsieur F.



Jacques DESALLANGRE, député de l'Aisne

Monsieur JOUYET, vous avez dit tout à l'heure que les émetteurs n'insistaient pas assez sur les risques, alors je vous pose la question de la notation des différentes couches du millefeuille. D'autre part, concernant l'indépendance des agence de notation, comment peut-on l'obtenir puisque c'est la banque émettrice qui la rémunère ? Il y a là un lien à rompre absolument ! Après, pour la titrisation de titrisation, est-ce que l'on ne pourrait pas regarder l'intérêt général économique ? On voit les dégâts causés par les titrisations de titrisations, et on se demande pourquoi aller dans des complexités telles que les autorités de régulation ont du mal à retrouver leurs petits.

Jean-Pierre JOUYET

Il y a 2 aspects. Sur les agences de notation, je ne crois pas à la notion d'agence européenne publique. Elles resteront payées par les émetteurs. Je ne pense pas que le contribuable ait envie de payer une taxe supplémentaire pour financer le fonctionnement d'une agence. Ce paiement par le secteur privé, par l'émetteur, ne va pas à l'encontre de l'indépendance. Par exemple, l'autorité des marchés financiers est payée par le secteur privé, ça ne l'empêche pas d'être indépendante. La chose qui doit changer, c'est la notion de contrôle exercé sur les agences et d'encadrement des conflits d'intérêts. Aujourd'hui les États-Unis, le Japon et l'Europe sont d'accord pour mettre fin aux excès et pour encadrer les agences de notation. Reste un autre sujet : savoir s'il faut qu'il y ait une plus grande concurrence des agences de notation et s'il faut développer d'autres méthodes d'analyse.

Pour les législateurs présents aujourd'hui, j'attire votre attention sur un point très intéressant : vous pouvez très bien, par la voie réglementaire, éviter l'addiction aux agences de notation, en évitant que les réglementations elles-mêmes fassent des références systématiques aux échelles de notation utilisées par les agences ! Cela me paraît très important.

Robert LECOQ, député de l'Hérault

Je constate qu'auparavant les banquiers étaient surtout montrés du doigt pour leur frilosité et l'absence de risques non assumés. On ne trouvait pas cela normal car il y a des personnes avec des idées et qui ont besoin d'argent pour démarrer. Aujourd'hui, a contrario, on veut réglementer pour limiter le risque, jusqu'à l'excès. On est dans le principe de précaution et on veut protéger. Par ces réglementations, va-t-on favoriser la dynamique économique et l'innovation ?

Pierre-Henri F.

Vous avez raison, dans la phase économique jusqu'en 2007, nous avons eu un problème, celui de la quantité de crédits en circulation, quantité qui a fait boule de neige. La titrisation est un mécanisme clé qui a permis aux crédits de s'empiler presque sans limite. Globalement, le montant de crédit disponible dans l'économie a explosé et, simultanément, on peut faire le constat que cette masse de crédits n'a pas été dirigée, dans un certain nombre de cas, au bon endroit, puisque des ménages ou des entreprises non solvables ont pu avoir soudainement accès au crédit, et pour des montants très importants. Et dans le même temps, il y a d'autres secteurs de l'économie qui doivent se demander " ou sont les banquiers pour financer nos projets ayant un réel sens économique ? " Vous dites aussi que ce n'est pas la réglementation qui pourra changer les choses,

mais je pense qu'un minimum de garde-fous à des endroits bien ciblés du système financier est indispensable, sans quoi nous ne sortirons pas du cycle de crises financières de plus en plus accentuées. Au final, lorsque l'on fait du crédit, on crée de la monnaie, et je ne suis pas certain que cette création monétaire ait été correctement prise en compte, pour ce qui est de la titrisation, dans le pilotage du montant global de monnaie circulant dans le système financier.

Jean-Pierre JOUYET

Lorsque vous avez 50 % des transactions internationales où vous ne voyez rien, vous ne pouvez pas dire que nous sommes dans un monde sur-réglementé. Là où vous avez raison, c'est plus sur le calendrier de l'augmentation des exigences en fonds propres des activités bancaires. Il ne faut pas dans le même temps, imposer des exigences excessives en termes de fonds propres sur les activités de crédit, créer des taxes et renforcer la réglementation. Car si l'on met les trois en même temps, la reprise n'est pas prête d'arriver.

« Il ne faut pas dans le même temps, imposer des exigences excessives en termes de fonds propres sur les activités de crédit, créer des taxes et renforcer la réglementation. »

Roland DU LUART, sénateur de la Sarthe

Lorsque vous parliez d'interdire la titrisation de titrisation, je pense que c'est un garde-fou très constructif. Maintenant pour la réglementation, je voudrais dire à Jean-Pierre JOUYET, faisons attention ! Souvent en France, nous faisons de la réglementation à chaud suite à un évènement et très souvent elle s'avère inadaptée. Si les pays anglo-saxons n'utilisent pas les mêmes réglementations que nous, quel sera l'intérêt pour nous ? Il faut véritablement une harmonisation, après je ne sais pas si la bonne structure pour en parler est le G20 ou le

G8 + les pays du BRIC. Il s'est passé quelque chose de très important ce week-end, la banque centrale a dit : " je donne la garantie à tous les produits pourris ". Est-ce qu'on ne va pas recréer une spéculation extrêmement dangereuse ?

Jean-Pierre JOUYET

Pour répondre aux différentes questions, il est important de préciser que l'on ne peut pas titriser n'importe quoi. En sens inverse, je crains aujourd'hui une réglementation excessive pénalisant le financement de l'économie. Je crois qu'il faut trouver un équilibre, autant que possible au niveau international, comme le suggère Monsieur DU LUART. Aussi, il faut savoir que les pays émergents (la Chine, le Brésil, l'Inde, le Venezuela...) sont totalement indifférents à nos propos, ils pensent que c'est un problème américain. Ils ne veulent pas changer leurs pratiques car ils ne veulent pas brider leur croissance.

Pour les rachats de titres souverains réalisés par la BCE, je pense qu'elle a bien fait : Monsieur TRICHET a fait preuve de réactivité et a bien géré la crise actuelle comme celle de 2008. Il faut savoir que ce qu'il s'est passé ce week-end est exactement le LEHMAN BROTHERS des États. Il y avait depuis 2007 un risque systémique important dû à l'endettement des ménages américains, et il y a eu un risque systémique lors de la faillite d'une banque américaine. Vendredi, le risque était sur la dette publique. Dans les contacts entre les différents régulateurs, il apparaissait clairement que plus personne ne savait où l'on en était de la liquidité interbancaire, nous étions dans la même situation qu'en 2008, nous ne l'avons pas assez dit. Je pense que l'Europe ne s'en est pas trop mal sortie. La BCE a bien réagi car nous étions au bord de la faillite du système, comme en 2008. Nous devons compléter ces mesures d'urgence par la mise en place d'une meilleure gouvernance de la zone euro.

