**Entretien du 18 septembre avec Nicolas Véron**

**Nous voulions commencer par parler d'un sujet qui vous est cher, la question de l'Ukraine. Donc, nous voulions faire un bilan de l'aide européenne à l'Ukraine. Faut-il en faire plus ? Et de manière générale, est-ce que les discussions autour de l'Ukraine permettent des avancées européennes ?**

J'ai trouvé le dernier prêt très intéressant parce qu'il n'y avait pas de consensus. Il y avait par exemple la Hongrie qui était bloquante. Mais nous avons quand même réussi à construire une structure financière grâce au régime d'exceptionnalité et finalement à avancer. Et ce, malgré un sujet très politique, avec des dissensions.

**Qu'est-ce que ça dit de l'avancée européenne sur la construction d'outils financiers, notamment des prêts et des eurobonds ? Est-ce qu'il y a des blocages évidents qu'il faut encore abattre ?**

Il est au moins clair qu'en décembre dernier le facteur dominant a été la détermination des Européens à poursuivre et même à intensifier leur assistance financière à l'Ukraine. Cet impératif catégorique a été une surprise : lorsque le plan B, qui était le prêt de réparation, s'est avéré impraticable, c'est un plan C qui a été trouvé instantanément, comme une interprétation assez audacieuse de l'article 122, permettant d'avoir un emprunt européen qui n'engage pas de la même manière financièrement l'ensemble des États membres. Cet aspect asymétrique est intéressant par rapport aussi aux perspectives d'avenir sur d'autres décisions du même type. Cela illustre d'une part la détermination des Européens à poursuivre leur assistance financière et la flexibilité, jamais mise en défaut de l'Union européenne, à trouver des solutions lorsque la nécessité, comme la défense de l'Ukraine, l'impose.

**Si nous continuons avec des structures similaires, ne risque-t-on pas de se retrouver avec une forme de renoncement et une Europe qui se construit de manière déséquilibrée avec des États qui seraient *in* et des États qui seraient *out* ?**

J'aurais plutôt tendance à dire l'inverse, c'est-à-dire que l'aspect très favorable sur le plan financier de la décision qui a été prise pour le prêt de soutien à l'Ukraine, les 90 milliards, c'est qu'il s'agit d'obligations de l'Union européenne. Donc en termes de liquidité du marché des obligations de l'Union européenne, de simplicité du financement des projets communs européens, c'est plutôt une avancée qu'un recul. Reste à voir si cette ingénierie de gouvernance un peu complexe suscitera, à l'avenir, des dynamiques de passagers clandestins. Même si c'est le cas, ça n'est pas forcément une mauvaise nouvelle, puisque la possibilité de pouvoir avancer sur des projets de ce type sans avoir besoin de l'unanimité complète en termes d'engagement permet de débloquer beaucoup de perspectives. Il s'agit indéniablement d'un progrès, et qui en termes financiers, institutionnels ou de gouvernance représente une simplification, puisque l'alternative aurait été de faire ce qu'on a fait pour la zone euro avec le MES, qui est un véhicule financier dédié. Dans notre cas, il n'était pas question de véhicule dédié. La Commission, en tant qu'agence d'émission, émet les titres avec la signature de l'Union européenne, de manière communautaire.

**Quelles seraient vos recommandations d'une position française sur le soutien à l'Ukraine pour un prochain mandat ?**

La poursuite de la guerre défensive de l'Ukraine contre l'agression russe représente la sécurité de l'Europe. Et la sécurité de l'Europe, c'est la sécurité de la France. Il serait insensé, d'un point de vue de la sécurité nationale, de l'intérêt national, pris dans un sens assez étroit, d'arrêter le soutien financier à l'Ukraine avec participation de la France. Il faut l'approfondir, et changer sa forme. La posture actuelle de l'Union européenne est assez optimisée. Il est clair que canaliser le soutien financier à travers l'Union européenne est indispensable. Il y a une coordination des donateurs qui est loin d'être simple. Mais l'Union européenne est en *leadership* dans ce paysage et a la capacité de fédérer l'ensemble des donateurs. C'est à l'évidence un meilleur dispositif que s'il n'y avait que des aides bilatérales. Par ailleurs, l'Union européenne a démontré, on l'a vu ces derniers jours, sa détermination et sa capacité à imposer des conditionnalités à l'Ukraine dans des domaines tels que la réforme de la justice, l'État

de droit, la lutte contre la corruption. Il y a eu des avancées absolument considérables dans ce domaine. Il y a eu une résilience de cette vision de l'Ukraine comme un pays qui respecte les valeurs démocratiques de l'Union européenne. Ce qui est quand même un résultat assez remarquable si on considère que c'est un pays en état de guerre sous loi martiale. Il ne s'agit pas de minimiser les défis de la corruption et de tous les problèmes qu'on connaît, qui sont l'héritage de l'Ukraine, qui est un pays post-soviétique, qui a à gérer un héritage collectif extrêmement difficile. Mais dans ce contexte, la posture de l'Union européenne me paraît extrêmement raisonnable et en cohérence avec ses objectifs majeurs, qui sont d'une part que l'Ukraine poursuive sa lutte défensive face à l'agression russe, et d'autre part de créer un chemin, un chemin étroit, difficile, mais un chemin crédible vers l'adhésion future de l'Ukraine à l'Union européenne. C'est un élément essentiel de la résistance de l'Ukraine face à la Russie, puisque c'est ça qui donne à l'Ukraine une perspective d'avenir cohérente avec les idéaux partagés aujourd'hui entre le combat ukrainien et la gouvernance européenne.

Il y aura une échéance très importante l'an prochain. Ce qui est clair, c'est que la question de la poursuite de l'aide financière à l'Ukraine au-delà des 90 milliards actuels, et la question du mécanisme financier pluriannuel, donc du budget pluriannuel de l'Union européenne, sont très liées en ce moment. Et je pense que dans le moment actuel, contrairement à ce qui s'est passé à la fin de l'année dernière, inévitablement les deux sujets, le MFF et la question de l'aide à l'Ukraine, ont partie liée. Ces deux sujets se sépareront sans doute à l'avenir, mais on n'est pas dans cette phase-là aujourd'hui.

**Arrêtons-nous un instant sur la question des infrastructures de paiement. Alors, c'est vrai qu'il y a beaucoup de sujets de souveraineté actuellement, notamment avec le retournement politique des États-Unis. D'abord, à quel point on est exposé en raison de la structure actuelle de nos infrastructures de paiement et que faudrait-il faire pour éviter cette dépendance ?**

Il ne faut pas exagérer l'intensité du risque car on parle d'un scénario assez peu probable dans lequel, pour faire court, Visa et Mastercard prendraient la même posture vis-à-vis de l'Union européenne que celle qu'elles ont prise vis-à-vis de la Russie en février ou en mars 2022. C'est un scénario extrême. Maintenant, compte tenu de ce qu'on voit des décisions successives de l'administration Trump, il est prudent de ne rien exclure, et donc le fait que ce scénario extrême soit dans les esprits est tout à fait logique. Dans ce contexte, c'est probablement la motivation principale, même s'il y a eu des fluctuations dans la communication du projet d'euro numérique de la Banque centrale européenne, et cette motivation donne un sens au projet d'euro numérique, qui, sinon, peine à trouver son récit. Il s'agit donc bien d'un danger de probabilité faible, mais suffisamment sérieux pour qu'il y ait une réponse de politique publique. Cette réponse existe avec l'euro numérique.

**C'est suffisant, l'euro numérique, pour répondre à cette fragilité ?**

Nous sommes dans un environnement de système de paiement qui est assez fluide, dans lequel il y a beaucoup d'innovation. Et personne ne sait exactement ce que seront véritablement les pratiques dans un moyen terme. Il y a eu beaucoup de changements de pratiques ces dernières années à l'instar de l'utilisation de plus en plus limitée de l'argent liquide. La France ne fait pas exception. Dans cet environnement où il y a beaucoup d'innovation, où il y a de la technologie, où il y a de nouvelles offres de services, je crois qu'on ne peut pas avoir de certitude sur le long terme. En réalité, le problème principal avec Visa et Mastercard est l'absence d'infrastructures de remplacement. Mais l'euro numérique ne concerne que des montants vraiment très limités et ne remplace pas un compte en banque classique.

**Oui, mais vous n'allez pas pouvoir tout payer avec une carte en un euro numérique, non ?**

En pratique, l'euro numérique permettra de payer toutes les dépenses courantes. Effectivement, il y aura un plafond, autour de 3 000 euros, mais même si on atteint

le plafond, il y a le remplissage automatique du porte-monnaie à partir du compte bancaire. Le dispositif est donc très comparable à une carte de paiement.

**Mais est-ce qu'il ne faut pas aussi soutenir des initiatives privées de diversification ?**

Les initiatives privées n'ont pas fonctionné. La Banque centrale européenne demande depuis 20 ans aux banques de la zone euro de créer une infrastructure privée. Maintenant, ce qui s'en rapproche le plus, c'est Wero. Mais cela ne concerne que 4 ou 5 pays. Par ailleurs, il existe des problèmes de gouvernance qui sont fondamentaux : les banques de la zone euro ont beaucoup de mal à travailler ensemble. Or le problème est trop urgent aujourd'hui pour qu'on puisse simplement attendre un projet privé.

**Que faire du côté financier pour débloquer des initiatives privées ?**

La raison pour laquelle cette infrastructure devrait être privée n'est pas évidente, c'est un monopole naturel. Les expériences internationales qui marchent bien, que ce soit en Inde ou au Brésil, sont des expériences où il y a une fourniture d'infrastructures publiques. Par ailleurs, la rente économique des entreprises de cartes bancaires américaines est quelque chose d'assez choquant. Il s'agit d'un marché qui est cartellisé et qui pose des questions d'économie industrielle. Je ne suis pas du tout un partisan de l'étatisation de l'économie de manière générale, mais sur ce sujet-là, l'idée d'une infrastructure publique me paraît intéressante, selon les modalités. Il me semble que la BCE n'a pas fait les bons choix technologiques et les bons choix de gouvernance. De plus, les banques n'aiment pas l'euro numérique et essayent de torpiller le projet depuis des années. Elles ont réussi à en retarder la réalisation de manière assez efficace sans parvenir à neutraliser tout à fait le projet législatif, dont le principal porte-parole était Fernando Navarrete.

**La question suivante est celle de la souveraineté monétaire. Récemment, la question des crypto-monnaies qui sont soutenues par l'administration Trump**

**est partout. Est-ce qu'on en fait assez aujourd'hui en Europe ? Est-ce que c'est un risque qu'on sous-estime ? Et est-ce que l'euro numérique sera suffisant pour répondre à ces initiatives privées ? Est-ce qu'il faut plus de réglementation des cryptomonnaies ?**

Il faut distinguer les cryptomonnaies et il y a les *stablecoins*. L'annonce de Libra, en 2019, a secoué la communauté des banques centrales au niveau international. Depuis, les *stablecoins* ont connu un développement assez rapide au début des années 2000, mais sont maintenant en phase de stagnation. La capitalisation agrégée des *stablecoins* s'est maintenue depuis un an. Donc la question de la quantification du potentiel, si on est optimiste, du risque, si on est pessimiste, est importante. Pour l'instant, les *stablecoins* dominent moins la discussion sur les systèmes de paiement que ça n'était le cas il y a 6 ou 12 mois. L'administration Trump a pris des positions assez surprenantes en faveur des cryptomonnaies en général et des *stablecoins* en particulier. Cette posture n'a pas été reprise par l'Union européenne. L'arbitrage risque-opportunité dans les positions actuelles des autorités américaines, y compris les autorités de réglementation et de supervision, n'est de toute façon pas raisonnable. C'est par ailleurs un fait bien établi qu'il y a une utilisation massive de ces outils par le crime organisé. Je pense donc qu'il y a dans la dédiabolisation des cryptomonnaies et des *stablecoins* et leur intégration dans le système financier un risque bien réel pour l'intégrité de ce système financier et de nos sociétés. La posture plus prudente de l'Union européenne paraît alors appropriée, contrairement à la posture trumpienne.

**Quid de MICA ? Est-ce assez ?**

Il faudra sûrement réviser MICA. Le paquet MISP représente une évolution en matière de surveillance. MICA est arrivée bien avant Genius.

**Oui, mais Genius, c'est un peu plus volontariste.**

Oui, mais ça peut être un peu moins bien aussi. Donc, ça, l'avenir le dira.

**De manière générale, si vous aviez une ou deux mesures à recommander pour renforcer la souveraineté européenne, que ce soit vis-à-vis des US ou de la Chine, est-ce qu'il vous semble qu'il y a des angles morts aujourd'hui dans le débat qu'un candidat à la présidentielle pourrait porter ?**

Il y a également l'Union budgétaire. Dans les circonstances actuelles, l'ambition d'une union budgétaire va au-delà des réalités politiques de l'Union européenne et de la zone euro.

**Est-ce que c'est une bonne posture pour un candidat ?**

D'un point de vue de politique publique, oui. Est-ce que c'est gagnant électoralement ? J'en doute. Maintenant, ce n'est pas mon métier, donc je laisse ça au jugement des candidats. Depuis les années 1950, l'intégration européenne a fait des progrès gigantesques dans de multiples directions. Est-ce que pour autant, dans les circonstances actuelles, nous sommes prêts de manière proactive, sans y être contraints par une pression externe ou par une situation de crise, à faire un pas majeur vers l'union budgétaire, qui soit validé démocratiquement par nos opinions publiques ? Sans doute pas.

**Le débat sur les eurobonds semble beaucoup plus mûr.**

Je ne sais pas si le débat mûrit, mais Next Gen EU a été une avancée significative.

**Ensuite, il y a eu quand même le prêt à l'Ukraine. Il y a eu SAFE.**

Il y a une certaine normalisation de l'émission de dettes par l'Union européenne. Nous sommes dans la phase post-Next Generation EU. C'est-à-dire qu'il existe une capacité démontrée d'emprunter non pas par des structures *ad hoc* telles que le FSF ou le MES, mais avec une émission de dette directe par la Commission au nom de l'Union européenne. Next Generation EU, à l'évidence, a ouvert une nouvelle phase. Mais cette phase ne peut certainement pas être qualifiée d'union budgétaire. Non, c'est sûr. Mais par rapport à la période pré-Covid, le débat a quand même avancé. Je

ne sais pas si je parlerais du débat, je parlerais plutôt de la réalité de nos décisions collectives. De ce point de vue-là, oui, Next Generation EU a représenté une grande avancée.

**Est-ce que vous recommanderiez une pérennisation de Next Generation EU ou Next Generation EU 2 ?**

Une pérennisation de Next Generation EU, c'est-à-dire en faire un mécanisme permanent, aura du mal à se faire sans changement de traité et d'interrogations sur le bien commun européen.

**Est-ce que vous pensez qu'il y aurait des voies de sortie juridiques sans changement de traité, par exemple, via de l'intergouvernemental ? Vous ne recommandez pas, par exemple, un plan B qui serait un NextGenUE intergouvernemental ?**

L'intergouvernemental permet de tout faire, mais il est intergouvernemental. Mais la solution réside pour moi dans l'union de l'épargne et de l'investissement, puisqu'à ce sujet, l'espace politique existe pour une avancée importante vers la construction d'un marché financier unique et d'un système financier unique, contrairement à une avancée décisive sur la voie de l'union budgétaire.

**Premièrement, comment on peut avancer sur l'UMC ? Et ensuite, j'ai une vraie question sur UMC et besoin de financement existentiel. L'UMC me semble nécessaire et pas suffisante parce que dans les investissements qu'on veut faire, notamment sur la transition écologique, vous avez des profils d'investissement qui sont quand même particuliers (de très long terme, très risqués, parfois souvent non rentables). Va-t-il y avoir une allocation du capital qui est satisfaisante ?**

Je constate que la révolution du photovoltaïque a quand même changé l'équation de manière assez substantielle au cours des dernières années. Sur l'adaptation, beaucoup d'investissements sont beaucoup plus délicats.

Il y a une question qui est une question budgétaire, qui est de savoir comment financer nos investissements publics. Il y a une autre question qui est une question fondamentalement réglementaire de comment viabiliser des investissements à long terme financés par le marché.

**Il n'y a pas des solutions financières qui permettraient de promouvoir l'usage de capitaux à long terme ?**

Il y a des solutions de marché. Il est évident que si on a un marché intégré des capitaux avec une échelle de type américain, on est dans une meilleure posture que si on a des marchés fragmentaires. Aujourd'hui, cette échelle de type américain existe pour les marchés obligataires européens, mais pas du tout pour les marchés actions. Donc, si nous sommes dans un modèle de développement dans lequel le type de financement gagnant a une composante *equity* ou *mezzanine*, nous sommes mal équipés à cause de la fragmentation des marchés. De même pour les aspects bancaires. Il existe de grandes banques en Europe, mais elles sont organisées en silo, en interne de l'Union européenne, à cause de contraintes réglementaires qui créent de la fragmentation. Elles ne peuvent pas faire bouger leur capital et leur liquidité et investir massivement sur un nouveau segment, comme peuvent le faire les banques américaines. La question ici déterminante, ce n'est pas celle de la taille du bilan, c'est celle de la fragmentation interne au bilan des méga-banques en Europe, qui n'a pas d'équivalent aux États-Unis. Pour parler jargon, c'est ce que les banques appellent le sujet *home cost*, ce que la BCE appelle le *trapped capital*, le capital piégé, par les barrières internes à la zone euro. Vous avez ces deux grands sujets, l'effet d'échelle du marché actions, l'effet d'échelle des bilans bancaires, auxquels les réponses de politique publique sont très simples : le marché unique.

**Et donc, comment on pourrait avancer au-delà des blocages politiques ?**

Pour l'union des marchés de capitaux, et c'est un sujet auquel il y a beaucoup à faire au niveau national pour approfondir les segments de marché. L'exemple évident et qui est tout à fait pertinent pour la France, c'est la création de fonds de pension, et a fortiori des réformes de retraite qui permettent de faire émerger des grands investissements institutionnels comme l'ont fait les pays d'Europe du Nord-Ouest. Il suffit de suivre leur exemple. La difficulté n'est pas conceptuelle, mais politique. C'est le débat qui a lieu en ce moment en Allemagne et que les pays d'Europe du Nord-Ouest ont su résoudre au cours de nombreuses décennies. De même, sur des sujets de fiscalité, de droit des faillites, la difficulté est politique, et relève du national. Mais que peut-on faire en droit européen pour débloquer l'union des marchés de capitaux ? La supervision intégrée est la contribution majeure que le droit européen peut apporter. Et là-dessus, MISP représente une avancée significative si le projet est adopté. Mais la Commission a été relativement prudente dans son ambition. Elle a toutefois le mérite d'autonomiser l'ESMA et d'en faire une agence plus indépendante des dynamiques politiques et notamment des dynamiques intergouvernementales. Et par ailleurs, elle élargit son champ d'action, notamment dans le domaine des infrastructures de marché et des cryptomonnaies. Pour autant, elle ne franchit pas ce qui est probablement le pas le plus important, qui est de faire de l'ESMA une vraie commission de bourse, c'est-à-dire avec autorité sur des sujets tels que les cotations, l'information financière, l'audit, les abus de marché, qui sont aux États-Unis le périmètre de la SEC. Mme Lagarde a eu raison en 2023 de résumer le projet d'union des marchés de capitaux dans un discours célèbre sur le moment kantien de l'Europe avec cette expression de « SEC européenne ». Ça ne signifie pas que la SEC soit le modèle à suivre sur tous les détails, mais la proposition capture bien l'essentiel du sujet qui est d'avoir pour les opérations de titres, une surveillance des pratiques, et notamment des pratiques de publication de données et des pratiques de marché, de négociation au niveau européen et non plus au niveau national. Si MISP est adopté avec quelque chose qui ressemble de près ou de loin à ce qu'a

proposé la Commission, cela créera un espace politique pour que, peut-être, dans le prochain mandat, au-delà de 2028, la Commission passe à l'étape d'après. Il y a à l'évidence une dynamique de création de confiance. Aujourd'hui, l'ESMA, telle qu'elle fonctionne, ne crée pas cette confiance. Il faut donc changer sa gouvernance pour que la confiance existe, que l'ESMA puisse être capable d'être le gendarme de la Bourse dont l'Union européenne a besoin. Et donc, dans cette logique, qui n'est pas sans écho d'ailleurs de ce qui s'est passé en matière bancaire avec la construction du mécanisme de surveillance unique, la démarche incrémentale de la Commission pourrait trouver son sens.

Du côté du bancaire, la Commission a publié un document de stratégie sous la forme d'une communication sur la compétitivité du secteur bancaire européen en juillet. La Commission a indiqué, et Mme von der Leyen a confirmé cette semaine, que ce thème ferait l'objet d'un paquet législatif l'an prochain. Et ce qui est important ici, c'est le singulier. Il s'agit d'un paquet législatif et pas de plusieurs paquets législatifs. C'est une bonne nouvelle, puisqu'il y a deux récits qui s'affrontent : celui des banques qui insiste sur les capitaux et celui de la Commission, qui met l'accent sur la fragmentation du marché. Le second me semble plus convaincant. Et donc, la décision d'avoir un unique paquet est aussi une manière de mettre à l'ordre du jour la défragmentation, dans le domaine bancaire. C'est un écho aux discussions sur l'achèvement de l'union bancaire qui a eu lieu de manière extrêmement poussive entre 2015 et 2022, qui a été mise en mode pause en juin 2022. Mais peut-on espérer un achèvement de l'union bancaire dans le mandat européen en cours, en termes législatifs ? Le débat me semble mûr techniquement. Les réalités sur le terrain ont changé, de ce point de vue-là, avec notamment le cas UniCredit Commerce Bank qui a démontré un fait crucial : le marché bancaire européen n'est pas une idée utopique. Est-ce que pour autant, ce sera possible de cristalliser un consensus compte tenu de la complexité du sujet et de ses très fortes dimensions politiques, y compris en termes de financement souverain ? Dans le sujet de l'achèvement de l'union bancaire, il y a

inévitablement celui de la réglementation des expositions souveraines concentrées des banques, très sensible pour les émetteurs souverains, la France au premier rang.

**Donc, quelle est votre recommandation en termes de réglementation ?**

Ma recommandation en termes de réglementation sur l'union des marchés de capitaux est d'adopter MISP, comme proposé dans l'ensemble par la Commission, avec le même niveau d'ambitions. Ma proposition pour la future présidence française est de proposer une étape suivante. Cela est d'ailleurs dans l'esprit de la position française sur ce dossier, puisque la France a été avec les Pays-Bas et sans doute l'Espagne, un des États membres les plus constructifs sur ce sujet d'intégration de la surveillance des marchés de capitaux, en partie parce que l'ESMA est à Paris. Ma proposition, ce serait à la suite du renouvellement européen de 2028, que la France propose l'étape d'après, à savoir faire de l'ESMA une véritable SEC européenne. Sur le thème bancaire, ma recommandation serait que la France soit déterminée du côté d'un achèvement de l'union bancaire, ce qu'elle n'a jamais été. Au-delà de la période initiale de décision en 2012-2013, la France a toujours été un peu ambiguë dans ses positions sur l'achèvement de l'union bancaire. Il conviendrait de sortir de cette ambiguïté et d'avoir un plan précis et cohérent. En pratique, cela signifie une garantie des dépôts unique, une résolution unique et des charges de concentration sur les expositions souveraines concentrées, ce qui est un point dur du débat. La France pourrait catalyser un accord européen sur l'achèvement de l'union bancaire, qui serait non seulement à l'évidence dans l'intérêt européen, mais serait aussi dans l'intérêt français, puisqu'il permettrait aux banques françaises de jouer leur rôle naturel de leadership. Vous savez combien il y a de banques françaises sur les sept plus grandes banques européennes par total d'actifs ? La bonne réponse, c'est cinq.

Il devrait exister une grille de lecture française d'aide apportée à nos champions nationaux. L'achèvement de l'union bancaire devrait être une position française. Le fait qu'elle ne l'ait pas est en contradiction avec la tradition française de raisonner en termes de champions nationaux.

**Un des grands thèmes de la campagne, ça va être bien évidemment la question de la dette et de la crise budgétaire. Est-ce qu'on ne peut pas se retrouver dans une situation où on a une crise de la dette en France qui se répercute sur nos champions nationaux ? Qu'est-ce que vous recommanderiez pour l'éviter ?**

C'est la France qui a fait le pas essentiel en passant d'une posture traditionnellement opposée à la surveillance bancaire européenne, ce qui est très bien documenté notamment à l'époque du traité de Maastricht, à une position favorable à la surveillance bancaire européenne comme prix à payer, en quelque sorte, pour une union bancaire. Et pourquoi est-ce que la France a souhaité l'union bancaire en juin 2012 ? C'est précisément à cause du cercle vicieux banque-souverain, qui à l'époque venait des banques vers les souverains. On le constate notamment pendant l'épisode extrêmement important d'août-septembre 2011, lorsque les banques françaises ont brièvement perdu l'accès à la liquidité en dollars, ce qui a fait monter les spreads français dans un contexte de tensions de marché. Cet épisode a fait basculer la position du Trésor français qui, pendant un instant de raison, au printemps et au début de l'été 2012, a souhaité une rupture du cercle vicieux banque-souverain. Il s'agissait d'un retournement copernicien pour le Trésor français. Je pense que ça devrait redevenir la position du Trésor car il est souhaitable d'exclure la possibilité d'une réformation du cercle vicieux banque-souverain, la France ayant de très grandes banques domestiques.

**D'autres sujets que vous voudriez évoquer ? Sur les actifs immobilisés russes, est-ce que vous avez des recommandations ?**

La position de la France, comme vous vous en souvenez très bien, a été ambiguë dans la séquence de novembre-décembre de l'an dernier, puisque la France donnait l'impression de soutenir le projet von der Leyen de prêt de réparation. La séquence finale a donné l'impression d'un alignement avec l'Italie et d'une certaine manière d'une bienveillance envers l'obstruction belge pour passer à une architecture innovante en termes de décision.

Le prêt de réparation était une très bonne idée en termes d'ingénierie financière. Une recommandation possible est de convaincre les Belges et les Italiens entre autres. Une réflexion existe au sein des institutions européennes sur une idée, différente du prêt de réparation, qui consisterait à faire sortir la garde du tas d'or russe, d'Euroclear, face au risque juridique russe. Donc, ironiquement, ce sont les initiatives russes qui, depuis décembre, ouvrent ces perspectives. Mais il est trop tôt pour juger si cette voie est vraiment praticable, notamment sur le plan des implications juridiques.