

A S S E M B L É E N A T I O N A L E

X I I I ^e L É G I S L A T U R E

Compte rendu

Commission d'enquête sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies

- Audition *ouverte à la presse*, de Mme Christine Lagarde, ministre de l'économie, des finances et de l'industrie

Jeudi

25 novembre 2010

Séance de 9 heures 30

Compte rendu n° 28

SESSION ORDINAIRE DE 2010-2011

Présidence

M. Henri

Emmanuelli, Président



L'audition débute à neuf heures trente.

M. le président Henri Emmanuelli. Madame la ministre de l'économie, des finances et de l'industrie, je vous remercie d'avoir répondu à l'invitation de la commission d'enquête parlementaire sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies. Votre audition est l'avant-dernière à laquelle nous procéderons.

Nous aimerions connaître votre point de vue sur la déconnexion entre la sphère financière et l'économie réelle. Selon le dernier rapport de la Banque des règlements internationaux, le volume négocié chaque jour sur le marché mondial des changes atteint 4 000 milliards de dollars, ce qui signifie qu'y circule en quatre jours l'équivalent de la valeur des exportations mondiales annuelles de marchandises et de services commerciaux. Le volume global des opérations de gré à gré (OTC : *over the counter*) en circulation dans le monde varierait entre 600 000 et 700 000 milliards de dollars, pour un PIB de 12 000 milliards.

Certains de ceux que nous avons entendus ont attiré notre attention sur la déconnexion constatée depuis 2003 entre l'augmentation des liquidités dans le monde, évaluée à 15 % par an, et la croissance, qui s'établit aux environs de 4 %. Dès lors que les liquidités n'ont plus d'application dans l'économie réelle, elles forment des bulles. Quelle est votre analyse à cet égard ?

Avez-vous le sentiment que les phénomènes spéculatifs aient aggravé les crises grecque et irlandaise ? M. Christian Noyer, que nous avons déjà interrogé, doit nous renseigner sur l'exposition des banques à la dette souveraine irlandaise, mais le chiffre de 30 milliards pour les banques françaises, contre 60 pour les banques allemandes et 55 pour les banques britanniques, est avancé. Dans ces conditions, le problème devient global : il s'agit moins de sauver l'Irlande que de nous sauver nous-mêmes.

S'agissant de l'instabilité du marché des changes et des opportunités de manœuvres spéculatives, quelles orientations doivent présider à la remise en ordre de ce qu'on nomme encore le système monétaire international, bien qu'il s'agisse davantage d'un état de fait que d'un système organisé ? Peut-on raisonnablement espérer que la situation évolue à court terme, compte tenu de la difficulté d'intervenir dans les négociations entre le Japon, la Chine et les États-Unis ?

Que pensez-vous de la MIF, directive concernant les marchés des instruments financiers, et du projet de révision ? Ceux que nous avons auditionnés s'accordent sur le fait que cette directive européenne, prise dans les meilleures intentions, s'est révélée catastrophique, puisqu'elle a favorisé l'éclatement du marché et l'apparition de zones non régulées, devenues très opératives, qui menacent les plateformes organisées et transparentes.

En cherchant à organiser la concurrence, nous n'avons pas réussi à diminuer les coûts, et nous avons augmenté le nombre de places !

Par ailleurs, où en est votre souhait d'organiser une plateforme obligataire ?

Enfin, pensez-vous qu'il faille en finir avec le HFT (*High frequency trading*), ce que, en dehors des dirigeants d'Euronext – qui réalise ainsi la moitié de son chiffre d'affaires –,

tous semblent prêts à admettre ? Quelle est votre position sur les CDS (*Credit default swaps*) « nus » et, plus généralement, sur les produits dérivés, pour le moins dangereux, qui apparentent l'activité des marchés, même celui des matières premières, à celle d'un casino ?

(*Mme Christine Lagarde prête serment.*)

Mme Christine Lagarde, ministre de l'économie, des finances et de l'industrie. Fin 2008, j'avais analysé la crise financière comme celle de tous les excès : excès de crédit, de volatilité, de sophistication et de cupidité. Au vu de ce qui s'est passé au cours des derniers mois, on peut y ajouter l'excès de naïveté, qui n'est pas le moindre des facteurs ayant conduit à la crise. Il a entraîné les régulateurs, les banquiers centraux, les autorités publiques et certains acteurs de bonne volonté, commissaires aux comptes ou agents travaillant aux bordures de certaines transactions, à se laisser bercer par la fable qui voudrait que les marchés soient parfaits, liquides, profonds, efficaces et régis par une force centrifuge corrigeant spontanément les déséquilibres. La recherche académique et universitaire a contribué à la diffusion de ce mythe si largement enseigné. Or la crise a révélé que cette croyance était une illusion d'optique, la réalité étant beaucoup plus crue.

Là où certains pensaient que les marchés dérivés contribuaient à disperser les risques, on a découvert l'extraordinaire concentration du marché des CDS autour d'un acteur, AIG, représentant à lui seul la contrepartie d'un montant notionnel de 440 milliards d'euros. Là où d'autres pensaient que les marchés allouaient spontanément le capital de manière efficace, nous avons réalisé que la pratique américaine de la titrisation amenait agences de notation, banques et autres acteurs à se rémunérer par d'importantes commissions ayant pour seul effet de financer l'infini : c'est la définition même des *subprimes*, qui consistaient en réalité à doter certains prêts, rebaptisés prêts NINJA (*no income no job and no assets* : pas de revenu, pas de travail ni d'actifs), en contrepartie de risques inconsidérés. D'autres croyaient que la spéculation n'était qu'une force positive, dont l'action permettait d'ajuster le prix des actifs à une réalité économique sous-jacente. La crise grecque nous a rappelé qu'un frémissement provoqué sur le marché très étroit des CDS souverains suffisait à décaler le prix des obligations souveraines, permettant à ceux qui s'étaient positionnés à découvert d'empocher des profits importants, même si la preuve précise que ces mouvements ont été opérés fera toujours défaut.

Assurément, ces mythes ont vécu. Le laisser-faire a charrié son flot d'imperfections, à l'origine de spéculations qui, au mieux, n'apportent pas grand-chose à l'économie et, au pire, l'ont conduite au bord du gouffre. Soucieux de contrer cette dérive, révélée par une analyse trop tardive, les chefs d'État et de Gouvernement ont choisi de tourner le dos à une finance dérégulée, pour supprimer les occasions de spéculation dangereuses pour nos économies. Sous l'impulsion du Président de la République, la France a été le premier pays à appeler à une refondation du système financier international par l'instance qui représente le moins mal les économies du monde : le G20.

Qu'on ne juge pas mon propos excessif : je ne nie pas l'utilité du marché, que je ne cherche pas à remettre en cause de manière aveugle et catégorique, ce qui reviendrait à passer d'un excès à l'autre. Le marché remplit sa fonction quand il sert de pont entre des entreprises qui ont besoin de capitaux pour investir et des investisseurs à la recherche d'opportunités

d'investissement. Il est utile lorsqu'il permet à Air France, par exemple, de s'assurer contre la hausse du prix des carburants ou la variation de la valeur de ses recettes en devises. Les produits dérivés permettent en effet aux entreprises de se couvrir contre des risques.

Mais utilité ne doit pas rimer avec naïveté : ce n'est pas parce qu'il est utile que le marché sait s'organiser lui-même en évitant de produire des dégâts considérables. Régulation, contrôle, surveillance et capacité de sanctionner sont nécessaires si l'on veut que les marchés travaillent utilement au service des ménages, des entreprises ou des collectivités locales ; ils sont indispensables pour éradiquer des phénomènes purement spéculatifs, qui devraient n'être que l'écume de la vague, mais qui ont constitué dans certains cas la vague tout entière.

Les principes de régulation, de contrôle et de sanction, auxquels je crois et qui me semblent être libéraux, doivent s'attacher à lutter d'abord contre l'irresponsabilité des acteurs, que le système a toléré à tort, puis contre l'asymétrie d'information, qui fait le lit de la spéculation, et, enfin, contre la volatilité.

Dans les années qui ont précédé la crise, les acteurs du système financier ont dégagé des profits immédiats, en laissant à d'autres une ardoise sans précédent. Un système dans lequel les investisseurs peuvent transmettre leur passif, sans assumer les conséquences de leurs décisions, invite à la plus nocive des spéculations. Quand un candidat sollicite un emploi, alors qu'il n'est jamais resté plus de deux ans à un poste, on s'en méfie, car une telle durée suffit sans doute pour commettre des erreurs, mais non pour en mesurer les conséquences ni les réparer. Il en va de même en matière financière. Si le système permet à un investisseur de percevoir le fruit d'une spéculation sans en assumer le passif, ce n'est pas bon signe.

Trois moyens permettront de lutter contre l'irresponsabilité des acteurs.

En septembre 2009, le G20 réuni à Pittsburgh a décidé que les banques devraient conserver dans leur bilan une fraction des produits qu'elles titrisent, au lieu de se contenter de les fabriquer, de les agréger et de les transférer à d'autres. Contraintes d'assumer les conséquences de leurs produits, elles les concevront probablement avec plus d'attention et de diligence. La mesure, intégrée à la « CRD 3 », c'est-à-dire la troisième directive européenne sur les exigences en fonds propres (*Capital Requirements Directive*), s'appliquera en France dès janvier 2011. Le pourcentage des actifs que les banques devront conserver dans leur bilan est fixé à 5 % ; il est déjà difficile de faire admettre ce taux à l'un de nos partenaires.

Au cours de la même réunion du G20, nous avons ferraillé pour obtenir l'encadrement de la rémunération des opérateurs de marché, auquel plusieurs États étaient farouchement opposés. La France ayant obtenu l'adhésion d'autres acteurs européens, elle a eu gain de cause : désormais, les *bonus* garantis sont interdits, le paiement d'une partie des *bonus* sera différé et une fraction de la rémunération devra intervenir sous forme de titres et non de *cash*. La part différée se sera versée qu'à la condition que les performances soient au rendez-vous. En mettant un malus en face des bonus, nos gouvernements ont décidé que les opérateurs peu soucieux des risques devaient en payer les conséquences.

Enfin, il faut éviter qu'en cas problème les États n'aient à lutter contre l'aggravation de la crise en soutenant les établissements bancaires. Désormais, en vertu des accords de Bâle 3, les établissements bancaires doivent relever le niveau de leurs fonds propres. De ce fait, ils seront plus solides. De même, la France, l'Angleterre, l'Allemagne et la Suède – mais malheureusement pas les États-Unis – ont mis en place une taxe bancaire, dite « taxe

« systémique » qui vise à inciter les banques à réduire leurs risques. Mais notre action ne se limitera pas à un dispositif de taxation. J'ai demandé à Jean-François Lepetit de rédiger un rapport sur la résolution des situations de crise, afin d'organiser les mécanismes de redressement et de réorganisation qui s'appliquent quand la situation est désespérée.

Outre les mesures destinées à faire échec à l'irresponsabilité, nous avons tenu à assurer ce qu'il faut bien appeler la transparence, quoique le terme soit parfois utilisé de manière abusive. Car une transparence qui se traduirait par une abondance d'informations que nul ne comprendrait nous ferait retomber dans les mêmes errements que l'excès de sophistication. À quoi bon mettre toutes les informations sur la table si l'on n'est pas capable de faire le tri ? La transparence que je souhaite doit être associée à des mécanismes de lisibilité et d'identification des risques permettant surveillance, contrôle et, le cas échéant, sanction.

L'information est un des biens qui coûte le moins cher à partager. Toutefois, si on la conserve par devers soi, elle constitue un avantage compétitif, qui est un des fondements de la spéculation. Dès lors que l'on détient une information auquel le marché n'a pas accès, on se trouve en position privilégiée pour prendre une position et en tirer avantage. C'est pourquoi nous devons mettre en place une régulation visant à faire de l'information un bien public.

Jusqu'à la crise de 2008, les marchés de dérivés étaient totalement dérégulés et obscurs. Nul n'en avait de vision consolidée, en dehors de quelques acteurs suffisamment importants, qui en étaient les grands intermédiaires et organisaient les transactions. Pour éviter que quelques opérateurs ne se réservent l'information, le G20 a imposé deux principes forts : la transparence sur toutes les transactions, ce qui suppose leur passage obligatoire par les chambres de compensation, et le recensement de tous les contrats dérivés dans des bases de données accessibles aux régulateurs.

Le 15 septembre 2010, la Commission européenne a proposé un règlement qui met en œuvre les décisions du G20. La France l'a complété par la loi de régulation bancaire et financière, qui a étendu les pouvoirs de l'Autorité des marchés financiers (AMF) en qualité de gendarme de la Bourse. L'AMF pourra sanctionner les abus de marché, comme les manipulations de cours sur les marchés dérivés. L'effet de la régulation est automatique : la disparition de l'asymétrie d'information réduit les occasions de spéculation et permet l'intervention des pouvoirs publics.

Parce que la transparence ne doit pas se limiter au marché des produits dérivés, la France a pris l'initiative de demander une ambitieuse révision de la directive concernant les marchés des instruments financiers. Car, contrairement à ce que nous souhaitons, la libéralisation de la négociation des actions en Europe est loin d'avoir été une bonne mesure : elle a produit une fragmentation des marchés et fait naître des places peu transparentes, peu régulées, à structure légère, qui doivent manifestement être encadrées. Actuellement, une action de France Télécom ou d'EADS est cotée simultanément sur cinq bourses, qui lui attribuent autant de prix. Pour résoudre le défaut de transparence imputable à la fragmentation des marchés, la France demande la création d'une infrastructure européenne permettant de consolider en un lieu unique et accessible aux autorités de contrôle ainsi qu'aux investisseurs les informations relatives à toutes les transactions intervenant sur les marchés, ce qui permettra d'en connaître le prix.

Un autre enjeu porte sur les *dark pools* et les *crossing networks*, plateformes opaques qui bénéficient de dérogations aux obligations de transparence prévues par la directive

concernant les marchés des instruments financiers. J'ai demandé à M. Barnier de recenser toutes ces dérogations afin de les réduire au strict minimum, voire de les supprimer.

En matière d'information, le dernier chantier vise à réorienter vers des bourses transparentes les transactions réalisées aujourd'hui dans l'opacité des marchés de gré à gré. Le G20 a franchi une première étape en imposant aux banques de recourir à des chambres de compensation rendues nécessaires par la standardisation. La standardisation nécessaire ouvre la voie à la création de bourses.

La question comporte, outre un volet de régulation, un volet industriel sur lequel je me suis beaucoup engagée. À ce titre, je me réjouis de l'ouverture, en mars 2010, d'une chambre de compensation sur les dérivés de crédits à Paris et, l'an prochain, de deux bourses obligataires en France. Disposer de telles plateformes est indispensable si l'on veut avoir son mot à dire dans les enjeux de régulation au niveau international. Pour les ouvrir, il a fallu mener un rude combat.

M. le président Henri Emmanuelli. Contre qui ?

Mme la ministre. On nous a opposé le bénéfice de la simplicité : dès lors que de telles instances existaient à Londres, on s'est étonné que nous proposons d'en créer en France.

Dernière mesure en faveur de la transparence et de la lisibilité : la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 a créé pour l'AMF la possibilité d'intervenir, d'encadrer et, dans des circonstances déclarées exceptionnelles, d'interdire les ventes à découvert, afin d'éviter pratiques abusives et manipulations.

J'en viens aux mesures de lutte contre la volatilité dont pâtiennent actuellement les marchés comme les entreprises. Ce sujet est lié au précédent, car l'asymétrie de l'information, source d'incertitude, entraîne la volatilité, elle-même propice aux mouvements de spéculation. La priorité était de renforcer la résistance du secteur financier. Le G20, qui a endossé les propositions du comité de Bâle pour renforcer la quantité et la qualité des fonds propres des banques, a également jugé que celles-ci doivent recourir à des chambres de compensation, ce qui renforcera la sécurité du système financier en réduisant les risques de contrepartie. Le 15 septembre 2010, la Commission européenne a proposé un règlement européen pour mettre en œuvre cette décision. Je veillerai tout particulièrement à ce que celui-ci garantisse la solidité des chambres de compensation, qui doivent être régulées comme des banques et disposer d'un accès à la liquidité des banques centrales.

La réduction de la volatilité figure parmi les priorités définies par le Président de la République pour l'année pendant laquelle la France présidera le G20. À l'heure où l'on constate une volatilité manifeste des devises, il est nécessaire de réformer en profondeur le système monétaire international. Certes, il ne suffira pas d'un claquement de doigts pour y parvenir : les intérêts en présence sont manifestes, significatifs, variés...

M. le président Henri Emmanuelli. Et volumineux !

Mme la ministre. Mais les mouvements très rapides de capitaux, qui entrent et sortent au gré des incertitudes, sont dévastateurs, notamment pour les pays émergents. Le *Financial Time* indiquait hier que la Russie constate une sortie massive de capitaux due aux appréhensions qu'inspirent les modifications politiques. Dans le même temps, le Brésil reçoit

des flots de liquidités considérables qui, en s'investissant sur des valeurs brésiliennes et des titres d'État, font monter de manière extrêmement importante le cours de sa monnaie et mettent en péril son développement en partie fondé sur l'exportation.

Pour atteindre les trois grands objectifs que nous nous sommes fixés, nous devons absolument ouvrir des chantiers de réflexion afin d'agir sur les mouvements de devises, l'ordre monétaire international, les réserves constituées, le panier de monnaies sous-jacent, les droits de tirage spéciaux et leurs conditions d'utilisation. Je me réjouis que le G20 réuni à Séoul ait clairement identifié ces sujets comme prioritaires, ce qui implique que le Fonds monétaire international participe activement à nos travaux.

M. le président Henri Emmanuelli. Madame la ministre, il ressort de certaines auditions que l'encadrement de la rémunération des traders prévu par le G20 a été contourné. Sur certaines places, comme celle de Londres, leur situation se serait encore améliorée, puisqu'aux conditions existant auparavant s'ajouterait désormais une année de salaire de bienvenue. Mais comment encadrer ce secteur, dès lors qu'il existe des places financières opaques ?

Selon le directeur d'Euronext, pratiquement toutes les banques ont développé des plateformes alternatives. Est-ce le travail d'une banque que de générer des *dark pools* ou des MTF (*Multilateral trading facilities*) ?

Pensez-vous que les produits dérivés et le HFT (*High frequency trading*), qui semblent incontrôlables, doivent disparaître ? Mais peut-être ne se justifient-ils que par l'éclatement du marché, auquel vous tentez de mettre fin.

Enfin, les responsables de l'Autorité des marchés financiers, que nous avons interrogés, nous ont semblé dépassés par l'ampleur du problème, la masse des transactions et l'imagination toujours en alerte de ses acteurs. Pensez-vous qu'ils soient en mesure de maîtriser la situation ?

M. Jean-François Mancel, rapporteur. Madame la ministre, comment peut-on diminuer l'opacité de certains marchés ? Le directeur d'Euronext considère que le pourcentage des transactions qui s'effectuent sur les marchés institutionnalisés, et peuvent à ce titre être connues, est de 40 % pour les actions, contre seulement 5 %, pour les obligations. Avec quels instruments et quels partenaires, au niveau mondial, pourriez-vous rapatrier les transactions opaques vers des marchés lisibles, susceptibles d'être régulés, convenablement informés et accessibles aux régulateurs ? Comment corriger les effets pervers de la directive MIF ?

D'autre part, l'effet de levier joue un rôle majeur dans le développement d'une spéculation inutile et dangereuse. Pensez-vous qu'on puisse le réduire et faire accepter cette mesure par nos partenaires ?

La France a réagi à la crise en adoptant la loi de régulation bancaire et financière, qui donne de nouveaux outils à l'AMF. Mais les moyens financiers et techniques ainsi que le personnel dont celle-ci dispose lui permettent-ils de s'acquitter de sa mission ?

Enfin, la coordination entre les instances de régulation fonctionne-t-elle de manière satisfaisante au niveau européen et mondial ? Est-elle perfectible ? Est-ce un des axes d'action que vous souhaitez voir développer dans le cadre de la présidence française du G20 ?

M. Jean Launay. Madame la ministre, vous avez évoqué l'obligation pour les banques de conserver une part de leurs actifs titrisés. Parallèlement, peut-on relever les exigences en matière de fonds propres, en prélevant sur leurs bénéfices de quoi constituer des réserves correspondant, par exemple, à 10 % de leur passif ?

Pourquoi les pays membres du G20 refusent-ils de mettre en place un mécanisme de garantie financé par les banques elles-mêmes ? Cet instrument de prévoyance et de responsabilité, qui alimenterait un fonds mobilisable en cas de secousse du système financier, dépasserait les formes de précaution de chaque établissement. Cette solution, qui reviendrait à instaurer sur les banques une taxe modulable en fonction de leur profil, éviterait que l'on ne sollicite toujours les contribuables quand survient une crise financière dont ils ne sont en rien responsables.

Pourquoi la France, dont vous dites souvent qu'elle doit se rapprocher de l'Allemagne, voire s'aligner sur elle sur le plan financier, économique ou fiscal, n'interdit-elle pas elle aussi pas les ventes à terme ?

Enfin, en échange du soutien européen, pourquoi ne pas demander à l'Irlande de relever son taux d'imposition des sociétés, puisque celui qu'elle applique actuellement est pratiquement celui d'un paradis fiscal ?

M. Jean-Pierre Brard. Madame la ministre, je ne partage pas votre analyse, si intéressante qu'elle soit. Les cercles dirigeants n'ont pas seulement péché par excès de cupidité et de naïveté : s'ils méconnaissent les mécanismes fondamentaux de l'économie politique, c'est qu'ils sont atteints d'une sorte d'autisme ou de cécité intellectuelle.

Les mesures décidées par le G20 sont un cautère sur une jambe de bois. Elles sont à la crise ce que le préservatif est au sida : un moyen de se protéger, mais non de guérir.

Je ne partage pas non plus le point de vue de notre président, selon lequel sauver l'Irlande revient à nous sauver nous-mêmes. Vous ne disposerez jamais d'assez d'argent pour endiguer toutes les catastrophes. Or vous ne proposez pas d'autre solution que d'aligner les milliards.

Vous regrettez que, sur les marchés, l'information soit asymétrique. Mais n'est-ce pas toujours le cas ? En matière de production, c'est le fait de disposer de connaissances propres qui permet la plus-value – je vous renvoie au livre II du *Capital*.

Je vous accorde que les professeurs et les intellectuels – j'ajoute : les journalistes – ont fait preuve d'un esprit de mimétisme et de conformisme qui a fait disparaître la contradiction du champ de la réflexion. À quelques exceptions près, tous ceux qui appartenaient à une école de pensée différente ont été éliminés du paysage intellectuel. Cette paresse idéologique n'est-elle pas à l'origine de la situation actuelle ?

Enfin, puisque vous avez évoqué les États-Unis, pourquoi ne pas avoir mentionné le *Far East*, à mon sens plus important pour notre avenir ? Quelle est la position de la Chine, si tant elle qu'elle soit connue, sur les propositions du G20 ?

M. le président Henri Emmanuelli. À l'adresse de M. Launay, je rappellerai que Mme Lagarde a expliqué hier que la France demanderait à l'Irlande de remonter le taux d'imposition des sociétés.

Mme Arlette Grosskost. La position de la France a été présentée dans les mêmes termes par le Président de la République.

Est-il possible de comparer les banques entre elles, tant que nous n'aurons pas réglé le problème de leur différentiel comptable ? D'autre part, l'obligation de consolider les hauts de bilans ne risque-t-elle pas de surenchériser le coût du crédit, ce qui posera un problème à moyen et, surtout, à court terme ? Enfin, le Fonds de stabilisation financière de la zone euro arrivera à terme en 2013 mais, en l'absence de gouvernance européenne établie, comment pourrions-nous articuler un mécanisme permanent de gestion de crise ?

Mme la ministre. En matière de rémunération des opérateurs de marché, les établissements français ont comparé leurs pratiques avec celles d'autres pays (Grande-Bretagne, États-Unis, Japon) ou d'autres places financières (Hongkong, Singapour), où ils possèdent parfois des salles de marché. Ils ont constaté que certains acteurs ne respectaient pas les règles du G20, remplaçant par exemple les *bonus* garantis par des *welcome bonus*, qui leur sont comparables. Lors de la réunion du G20 à Pittsburgh, nous avons opté pour l'encadrement des rémunérations, et chargé le Conseil de stabilité financière de vérifier le suivi de cette décision. Il ressort de son premier rapport que les établissements d'Europe continentale ont appliqué à la lettre les principes de l'encadrement, alors que les autres se sont contentés d'en respecter l'esprit. Cette différence s'explique peut-être par l'attachement des premiers au code civil et des seconds à la *common law*, laquelle se développe selon la réalité quotidienne.

Nous avons obtenu que le Conseil de stabilité financière instaure en son sein un comité chargé du suivi permanent de l'encadrement de la rémunération des opérateurs de marché. Nous attendrons son prochain rapport pour prendre des décisions. Par ailleurs, quand nous savions que certains dérogeaient aux principes, l'État a demandé à leurs responsables de nous apporter la preuve qu'ils s'étaient mis en règle avant de continuer à travailler avec eux. Cette démarche n'a pas été inefficace.

Cependant, une fois qu'on a instauré un encadrement, assuré la lisibilité des produits, exigé l'information et prévu des sanctions, la tendance naturelle du secteur bancaire – sans doute le plus immédiat à appréhender, du fait que son activité est subordonnée à des licences et à des exigences en capital prévues par Bâle 2 – est de pratiquer le *shadow banking*, ce qui revient à sortir du lit du fleuve pour naviguer au large. C'est pourquoi régulateurs, parlements et gouvernements, attachés au bon fonctionnement de l'économie, devront constamment étudier le comportement des opérateurs de marché, des banquiers et des fonds alternatifs ou non. C'est ce qui permettra à la réglementation d'évoluer pour appréhender ces activités qui, compte tenu des volumes qu'elles déplacent et de l'effet de levier, exposent nos économies à des risques dont il faut les protéger.

Je ne suis pas convaincue que les banques aient vocation à développer les plateformes alternatives, mais il existe, dans ce domaine comme dans d'autres, un comportement moutonnier. Dès lors qu'un opérateur met en place de tels outils, il est imité. D'où la nécessité de les réglementer et de les superviser.

Les mécanismes du HFT sont peu connus. Compte tenu de la rapidité avec laquelle ils génèrent des mouvements de cotation artificiels, ma tendance première serait de les réglementer, de les encadrer strictement, voire, une fois comparés leurs avantages et leurs coûts, de donner à l'Autorité des marchés la possibilité de les interdire dans certaines circonstances. L'important est de disposer d'un mécanisme de régulation. Enfin, en matière de

formation de prix et de rencontre entre l'offre et la demande, il faut exiger que les génies de l'algorithme qui travaillent sur le HFT mettent en place des coupe-circuits technologiques. À défaut, on verra se reproduire des krachs comme celui du 6 mai 2010, parce qu'un mécanisme n'aura pas fonctionné ou se sera emballé, soumettant les marchés à des mouvements erratiques. J'ai demandé au président de l'AMF que soient analysés les avantages et des inconvénients de ce dispositif particulièrement risqué. Il a engagé des travaux en ce sens.

Quant à savoir si l'AMF est dépassée par les missions qui lui sont confiées, elle seule peut le dire. À la demande de son président, nous avons débloqué des moyens supplémentaires. Elle disposera de 450 agents en 2011, soit 60 personnes de plus qu'en 2010. Il faut maintenir le dialogue très étroit, que permet le système français de supervision, entre le ministère des finances, l'AMF, l'Autorité de contrôle prudentiel et la Banque centrale, de manière à nous assurer au quotidien que nous sommes en mesure de répondre à la diversité des risques et à la diversification des sources de ces risques. J'ai longtemps pensé que l'Autorité de la concurrence devait être privilégiée pour réguler de manière appropriée le comportement des acteurs économiques, mais je considère aujourd'hui que l'AMF est prioritaire, et qu'elle doit posséder les moyens de prévenir les risques financiers.

Monsieur le rapporteur, vous m'avez demandé s'il était possible d'étendre au-delà du cadre national les efforts de régulation en vue d'une plus grande lisibilité. C'est ce qui se passe sur le plan européen. À cet égard, malgré la bonne volonté qu'affichait son prédécesseur, la nomination du nouveau commissaire au marché intérieur et aux services est une excellente nouvelle. Celui-ci aura à cœur de faire avancer les travaux concernant les agences de notation, le marché des instruments financiers et la réglementation applicable aux produits dérivés. Pourtant, si la France est pour lui un allié de poids, il devra compter avec vingt-sept États, dans lequel le secteur financier représente un poids différent. C'est un combat quotidien – nous l'avons mesuré pour la directive sur les fonds alternatifs. Parfois, il faut renoncer à sa position initiale pour obtenir une réglementation applicable à tous, même s'il n'est pas question de transiger sur certains principes fondamentaux.

Quand nous avons commencé de réfléchir plus profondément à la situation des établissements bancaires impliqués dans la crise, j'étais tentée par la position peut-être simpliste qui consistait à plafonner l'effet de levier, comme l'ont fait le Canada et, d'une certaine manière, l'Espagne. Il semble que les accords de Bâle 3 permettront d'atteindre cet objectif par un procédé moins rigide. Il faudra rester attentif pour vérifier qu'ils sanctionnent effectivement, par des exigences de capitaux propres, l'utilisation d'effets de levier démesurés.

Lors de la crise, le mécanisme de coordination nationale qui existait en France, et dont j'espère qu'il sera renforcé par la mise en place de l'Autorité de contrôle prudentiel, a plutôt bien fonctionné. Il est précieux, quand la situation se détériore, que les acteurs d'un secteur partagent le même sens de l'État. Pendant les mois les plus difficiles, entre septembre et novembre 2008, quand j'ai organisé tous les jours à sept heures du matin une conférence téléphonique, il était utile qu'ils se parlent et se comprennent de manière presque intuitive.

Au niveau européen, nous sommes en situation de test. Les instances de coordination que nous avons mises en place – les autorités bancaire, assurancielle, des marchés, le contrôle pour l'identification des risques et la fonction d'arbitrage tolérée par la Grande-Bretagne – devront fonctionner.

Monsieur Launay, la réglementation Bâle 3 et la CRD 3 répondront à l'objectif de conservation des produits titrisés et à l'exigence de fonds propres.

M. le président Henri Emmanuelli. L'exigence est diversifiée en fonction des titres.

Mme la ministre. En effet, l'exigence de capital ne sera pas identique pour tous.

M. le président Henri Emmanuelli. À cet égard, les actions ne sont pas bien traitées, ce qui hypothèque l'avenir des entreprises.

Mme la ministre. Le reproche vaut aussi pour la réglementation Solvabilité II, qui oblige à décoter les actions pour prendre en compte le risque lié à leur détention. Nous travaillons à améliorer les textes d'application européens sur ce point, qui présentent une vraie difficulté.

M. Launay a également plaidé pour la mise en place d'un mécanisme de prévoyance mobilisable au niveau international. On sait que la France dispose déjà d'un fonds de garantie des dépôts. Par ailleurs, nous avons instauré une taxation que nous avons préféré ne pas affecter à un fonds national. Une réflexion est menée au niveau européen. Toutefois, à court terme, je ne crois pas à la faisabilité ni à l'effectivité d'un mécanisme mondial, compte tenu de la difficulté de rassembler les volontés quand il faut trouver des financements ou assouplir des lignes de crédit, notamment au niveau du Fonds monétaire international. La mise en œuvre d'un tel projet, séduisant sur le papier, me semble irréaliste.

Quand l'Autorité fédérale allemande de surveillance des services financiers (BAFIN) a décidé d'interdire les ventes à découvert, elle a frappé les marchés de stupeur, d'autant que cette décision prise sans concertation ni avis préalable concernait même les titres relatifs à des dettes souveraines européennes de toute catégorie.

M. le président Henri Emmanuelli. À des dettes souveraines « de toute catégorie » ou uniquement à la dette autrichienne et allemande ?

Mme la ministre. D'abord de toute catégorie, avant que, mesurant les conséquences de sa décision, l'Allemagne ne réduise considérablement le champ d'application de la mesure. Dès lors, l'interdiction ne s'est plus appliquée qu'à des titres allemands et autrichiens détenus par des opérateurs allemands. Elle s'est donc réduite comme une peau de chagrin.

M. le président Henri Emmanuelli. La *Deutsche Bank* ne l'appliquait même pas sur sa plateforme de Londres, où elle réalise la plupart de ses opérations de marché. C'est dire si le dispositif était limité !

Mme la ministre. J'ai rappelé à la Commission des finances que nous avons interdit les ventes à découvert sur les valeurs financières dès le début de la crise. Mais de telles mesures ne peuvent être prises que de manière concertée et avec un avis préalable. D'ailleurs, en réduisant progressivement le champ d'application de sa décision, l'Allemagne en a reconnu implicitement le caractère excessif.

Lors du sommet de Lisbonne, le Président de la République a expliqué la position française à l'égard de l'Irlande. Il nous semble impératif que ce pays utilise l'outil fiscal pour limiter son déficit budgétaire. Pour l'heure, nous saluons la vigueur du plan annoncé par son gouvernement et la détermination courageuse dont il fait preuve. Nous suivrons attentivement le processus parlementaire qui s'engage à présent.

Monsieur Brard, je vous concède que les opérateurs comme la doctrine peuvent avoir un caractère moutonnier. La vertu de votre position consiste précisément à proposer des pistes d'amélioration et à exercer utilement certaines pressions. Mais, si important que soit le *Far East*, ouvrons grand la boussole : le PIB américain est encore trois fois plus important que le PIB chinois, et son montant par habitant dix fois supérieur. Si la Chine a pris rapidement son essor, on ne peut oublier la puissance financière de l'Ouest. D'ailleurs, dans toutes les discussions menées au G20, nos partenaires chinois se sont toujours montrés favorables aux propositions d'encadrement et de régulation. Nous avons rencontré quelques difficultés en ce qui concerne les juridictions non coopératives,...

M. le président Henri Emmanuelli. Notamment Hongkong !

Mme la ministre. ...mais nous avons pu aboutir, et je m'en réjouis. Pour le reste, la Chine a toujours été au rendez-vous.

Madame Grosskost, vous avez raison de mentionner le différentiel comptable entre les banques. Tant que subsisteront des US GAAP (*United States generally accepted accounting principles*) et des IFRS (*International financial reporting standards*) avec, d'un côté, la préférence pour le *mark to market* et, de l'autre, la tentation de regarder la valeur historique des actifs, on comparera des carottes et des choux. De ce fait, quand nous édictons des principes ou définissons des règles, nous devons établir des tableaux de convergence ou faire œuvre de réconciliation en évaluant les quantités en US GAAP et en IFRS. Nous devons nous livrer à cet exercice sur les ratios de capitaux propres. Ceux de la *Deutsche Bank* varient du simple au double selon la norme utilisée. En l'état, la détermination que nous avons réaffirmée dans le communiqué de Séoul tend à privilégier la convergence. J'espère que nous y parviendrons.

L'accord de Bâle 3 multipliant par 3,5 les exigences en capitaux propres pour les banques, je conviens que l'utilisation du bilan pèsera sur le financement des entreprises. C'est pourquoi nous nous sommes battus pour maintenir, entre 2013 et 2019, une longue période de transition, préférant un ajustement graduel à une montée en puissance brutale du dispositif.

M. le président Henri Emmanuelli. Les États-Unis y sont-ils favorables ?

Mme la ministre. Nous le leur avons demandé systématiquement à chaque réunion du G20 et, pour la première fois, le président des États-Unis a écrit à tous les membres pour fixer ses objectifs, en précisant que les Américains appliqueraient les règles de Bâle 3 en 2013.

M. le rapporteur. Est-ce à dire qu'ils appliqueront les règles de Bâle 2 en 2011 ?

Mme la ministre. À mon sens, ils passeront directement à Bâle 3 en 2013.

M. le président Henri Emmanuelli. Le Sénat américain a-t-il la possibilité de bloquer cette décision ?

Mme la ministre. Je ne le pense pas. De notre côté, nous appliquerons la CRD 3 au 1^{er} janvier 2011. C'est un sujet sur lequel il ne faut rien lâcher pour que, même si l'on conserve des différences comptables, les grands principes de Bâle 3 soient les mêmes des deux côtés de l'Atlantique. À défaut, nos banques souffriraient de manière flagrante d'un désavantage compétitif.

Enfin, vous m'avez interrogée sur le Fonds de stabilisation européen, qui peut consentir des programmes d'assistance jusqu'en 2013. Ceux-ci étant conçus pour environ cinq ans, il a encore huit ans devant lui. Cependant, nous réfléchissons actuellement à son remplacement. L'autorité allemande a soumis un premier projet, mais nous défendons certains principes. Le mécanisme, dans l'hypothèse où il engagerait le secteur privé, doit s'appliquer au cas par cas. Par ailleurs, ses règles doivent être conformes à celles du Fonds monétaire international, ce qui évitera qu'on réserve un traitement différent aux créanciers. Il va de soi que, dans un paquet conjoint, les termes et les conditions doivent être identiques pour tous.

M. Jean Launay. J'en reviens à ma question sur la conditionnalité du soutien de l'Union européenne à l'Irlande, dont le taux d'imposition sur les sociétés est de 12,5 %.

M. le président Henri Emmanuelli. À mon sens, l'audition étant publique, Mme Lagarde n'ajoutera rien à ce qu'elle vous a déjà dit.

M. Jean Launay. Y a-t-il eu discussion sur ce point ?

Mme la ministre. Le Gouvernement irlandais a soumis son projet au Parlement, et les négociations avec la Commission et le Fonds monétaire international se poursuivent.

M. le président Henri Emmanuelli. Le Gouvernement le sait, nos compatriotes auraient du mal à comprendre que nous nous portions au secours d'un pays qui nous a volé beaucoup de matière fiscale.

Madame la ministre, nous vous remercions.

L'audition s'achève à dix heures cinquante.