

## NICOLAS VERON

Chercheur, Bruegel, Bruxelles

Merci d'abord à l'IFRI et à tous les organisateurs de la Conférence pour me donner le privilège de participer à cette session.

Mes propos vont très bien se connecter avec ceux de Kemal Derviş en me concentrant sur les choix à venir de politique publique, à la suite de ce que nous venons de vivre, sur les questions de régulation financière dans une approche très micro, comme le veut le jargon actuel, et pour les questions qui sont pertinentes dans une logique internationale puisque c'est le thème de cette Conférence.

Un des points qui sont sans doute importants à souligner, c'est l'ampleur des défis analytiques auxquels nous restons confrontés dans le cadre de cette crise. J'allais dire à la suite de cette crise, mais c'est probablement un peu prématuré. Wolfgang Münchau le soulignait hier, il y a encore beaucoup de choses que nous ne comprenons tout simplement pas dans les interactions entre le secteur financier et l'économie dans son ensemble, dans la manière dont le risque peut ou ne peut pas être mesuré d'une manière quantitative, à la fois le risque individuel et le risque systémique, et dans beaucoup d'autres domaines encore. Ceci veut dire que le potentiel pour des erreurs de politique publique est tout à fait considérable.

Les chercheurs universitaires, la communauté académique sont en train de mener à marche forcée un certain nombre de recherches empiriques et théoriques pour essayer de nous donner les outils, pour penser les défis qui ont été identifiés dans le cadre de la crise, mais leur temps de réaction est un temps long. Leur réflexion collective ne donnera sans doute pas de résultat vraiment opérationnel avant plusieurs années et les décisions doivent être prises naturellement de manière plus rapprochée.

J'ajoute que nous restons dans une période de très, très forte volatilité quant à la suite des événements et également de très, très forte politisation. Politisation des enjeux financiers dans la mesure où selon le mot en vogue dans les salles de marché, la capitale financière du monde s'est déplacée de New-York à Washington, et aujourd'hui, les dynamiques de marché plus encore que jamais, et dans la ligne de ce que disait Jeffrey Frieden hier, sont déterminées par des décisions de politique publique bien autant que par des dynamiques purement privées.

Dans le temps qui m'est imparti, je voudrais partir un peu du cadre général pour ces questions de politique micro-financière internationale en étant inévitablement très simplificateur puisque ce sont des questions d'une complexité rebutante et un peu intimidante également pour la recherche.

Le premier point, c'est l'incertitude qui pèse sur l'avenir de l'intégration financière internationale.

D'une certaine manière, l'intégration financière internationale était une donnée de la situation dans la phase précédente, celle qui s'est achevée en 2007. La dérégulation n'était évidemment pas complète mais avait beaucoup avancé au cours des deux ou trois précédentes décennies et il semblait évident que l'avenir de notre système financier était d'être intégré globalement.

Aujourd'hui, c'est beaucoup moins évident. Pourquoi ? Parce que nous avons redécouvert l'importance de la régulation et de la supervision du système financier et que nous n'avons pas d'outil pour cette supervision de manière efficace au niveau international dans le moment actuel.

Donc si on veut avoir une supervision qui nous mette à l'aise, en termes de maîtrise des risques, inévitablement, on est amené à renationaliser un certain nombre d'enjeux. Et ceci, nous l'avons vu de manière extrêmement forte à la fois aux Etats-Unis mais peut-être de manière encore plus spectaculaire dans l'Union européenne. Pourquoi plus spectaculaire dans l'Union européenne ? Simplement parce que l'intégration transfrontalière dans l'Union européenne est beaucoup plus avancée qu'elle ne l'est aux Etats-Unis compte tenu des efforts qui ont été menés particulièrement dans les dix dernières années pour la construction d'un marché unique des services financiers.

Il y a beaucoup d'avantages économiques à l'intégration financière internationale ou en tout cas c'est ce que pensent beaucoup d'économistes. Il y a aussi des économistes qui pensent que ces avantages ne sont pas si importants. S'il y a bien un domaine dans lequel nous avons besoin d'avancer vers peut-être pas un consensus, mais en tout cas plus d'éléments empiriques pour guider les politiques publiques, c'est bien celui-ci : les avantages économiques de l'intégration financière transfrontalière.

Il est certain que si, comme c'est le cas de la majorité des décideurs, nous pensons que cette intégration financière internationale doit être maintenue, voire augmentée au cours des années à venir et à la suite de la crise, il faudra prendre des décisions et créer des cadres de politique publique permettant à des firmes internationales - qu'il s'agisse de banques ou d'autres acteurs comme par exemple les réseaux d'audit où les agences de notation, mais qu'il s'agisse aussi d'entreprises de tous secteurs dans leur dimension financière, notamment dans l'information financière qu'ils donnent aux marchés et dans la manière dont elle font appel aux marchés financiers - de se faire concurrence dans le cadre d'un *level playing field*, pour prendre l'expression de Jacques, et ceci est l'élément qui guide les choix de politique de régulation financière au niveau international.

Quels sont ces choix ? Ils portent d'abord sur les standards, les normes qui s'appliquent aux différents acteurs privés. Là-dessus, nous avons deux grands domaines dans lesquels la normalisation internationale a déjà beaucoup avancé et fait partie du paysage. L'un, c'est le domaine du calcul des capitaux réglementaires des banques, donc les accords de Bâle (Bâle 1 dans les années 1980, Bâle 2 au début des années 2000). L'autre, c'est le domaine des normes comptables internationales qui ont aujourd'hui été adoptées par la quasi-totalité des grandes économies à l'exception du Japon et des Etats-Unis. Pour certaines avec une adoption qui ne sera effective que dans un, deux, trois ans, mais avec une situation dans laquelle il reste deux grands systèmes de normes comptables : les internationales, les américaines et de manière plus subsidiaires sans doute, les japonaises.

La leçon que l'on connaissait déjà avant la crise mais qui a été beaucoup accentuée par la crise, c'est que cette normalisation internationale, si on veut vraiment avoir une concurrence libre et non faussée, est extrêmement difficile. Elle est difficile pour des raisons qui sont, avant tout, des raisons politiques et non techniques, qui sont liées à des différences de situation de départ mais aussi à des différences de systèmes de décision publique et de démocratie, ou d'ailleurs d'absence de démocratie. Le thème des normes comptables internationales qui est très polémique, qui est devenu particulièrement polémique avec la crise, en est une bonne illustration.

Il ne suffit pas d'avoir des normes communes, il faut qu'elles soient appliquées d'une manière similaire, cohérente et que la supervision soit cohérente et le contrôle des risques avec elles par les autorités publiques.

De ce point de vue, il faut être réaliste, il n'y aura pas d'autorité de régulation ou de supervision financière mondiale, en tout cas pas dans le temps de vie de l'ensemble des participants de cette salle. Néanmoins, il est crucial de déterminer des priorités pour que la cohérence dans l'application de normes communes et le caractère commun des normes soient suffisants pour avoir ce *playing field* qui ne soit pas tout à fait *level* mais qui donne un sentiment d'équité aux acteurs. Et là, la responsabilité appartient évidemment à l'ensemble des Etats qui sont les décideurs et accessoirement de cette construction spécifique qu'est



l'Union européenne, mais avec une inégalité fondamentale, c'est que le monde financier international dépend de centres financiers internationaux, mondiaux. Il y en a relativement peu qui ont une dimension vraiment internationale. Londres, New York, Singapour, peut-être quelques autres, la Suisse. Cela veut dire qu'une minorité d'Etats, auxquels il faut ajouter l'Union européenne puisque Londres est sur son territoire, a des leviers de régulation qui s'appliquent à l'ensemble du système.

Permettre à ce système d'être considéré comme équitable est un grand défi politique. L'autre défi, c'est évidemment la capacité à gérer en commun des crises de nature transfrontalière. De ce point de vue, il y a des bonnes nouvelles de la crise puisque comme l'ont souligné plusieurs participants à cette conférence, déjà, la coopération entre autorités a été sans précédent. C'est particulièrement vrai entre banques centrales, mais c'est vrai aussi pour les Etats. Il y a un peu plus d'un an, le Sommet de l'Elysée du 12 octobre 2008 en a été une illustration particulièrement spectaculaire. Mais pour autant, le vrai test que serait une difficulté brutalement révélée dans une banque avec une activité très internationale n'a pas encore eu lieu.

Quel est l'agenda aujourd'hui ? J'en terminerais très brièvement sur ce point en utilisant les 30 secondes de l'introduction de Jacques comme temps de conclusion.

Le G20 a pris des décisions, c'est un processus qui est sans précédent. Ces décisions en matière de supervision financière sont encore en devenir. Quel est l'équilibre entre les différents acteurs ? Mon sentiment - ce n'est peut-être pas un sentiment universellement partagé - c'est que l'Europe a eu un moment de leadership qui était la deuxième moitié de l'année dernière, en tout cas le moment de la crise Lehman Brothers. Pourquoi ? Parce que le Gouvernement américain à ce moment-là était extrêmement affaibli dans sa capacité à prendre le leadership.

L'Europe a utilisé ce moment de leadership d'une certaine manière - et j'ai fait mention du Sommet de l'Elysée -, elle n'a pas été jusqu'à proposer au monde un modèle de régulation financière que le monde puisse adopter. Et pourquoi ? En raison sans doute de ses propres divisions internes qui sont extrêmement profondes, entre notamment le Royaume-Uni, l'Allemagne, la France et d'autres acteurs.

Aujourd'hui, il y a beaucoup de projets en cours de discussion. Il y a relativement peu de législations qui ont déjà été adoptées à la suite de la crise. Dans le cas des Etats-Unis, il y en a très peu. Dans le cas de l'Europe, il y a eu quelques petites choses sur les agences de notation, la titrisation. En revanche, il y a d'énormes paquets législatifs qui sont en ce moment en cours de discussion ; au Congrès américain à la suite du projet proposé par l'administration américaine en juin, et en Europe notamment sur les aspects de structure institutionnelle et de construction d'outils de supervision transfrontalière à l'échelle de l'Union européenne. Les décisions qui sortiront de ces paquets législatifs seront cruciales.

Je m'arrête là pour que nous ayons un moment d'interaction, mais ma conclusion qui n'en est pas vraiment une, ce serait d'insister sur le défi extraordinaire qui se présente aux décideurs publics aujourd'hui de prendre des décisions qui vont façonner le système financier pour beaucoup d'années à venir dans un climat dans lequel tout d'abord, il y a des enjeux d'économie politique très difficiles. Il y a des enjeux de captures, des régulateurs et des décideurs qui ont déjà été soulignés, notamment par Kemal Derviş et hier par Tommaso Padoa-Schioppa. La puissance de lobbying de l'industrie financière est considérable. Mais ce n'est pas le seul problème. Le problème sous-jacent, c'est qu'il y a beaucoup d'enjeux que nous ne comprenons pas bien dans l'interaction du système financier avec l'économie. Je crois que ceci souligne la difficulté du défi qui s'impose aux décideurs aujourd'hui. Merci beaucoup.