

WORKING PAPER n°46
Octobre 2010

La City : les limites d'un modèle

Rencontre de Lisbonne

Compte rendu des débats du 30 juin 2010



Avec

Arnaud de BRESSON, délégué général de Paris Europlace

Dominique CERUTTI, directeur général adjoint de NYSE Euronext

Bruno DESCHAMPS, Managing Partner de 3i Europe



La City : les limites d'un modèle

Rencontre de Lisbonne du 30 juin 2010

Eudoxe Denis, Directeur des études à l'Institut de l'entreprise, rappelle qu'avant la crise, et depuis les années 1990, la Grande Bretagne incarnait un modèle de réussite économique et sociale avec une croissance supérieure à celle du continent européen, et un chômage quasiment inexistant.

Cette réussite était principalement due à la politique de l'offre initiée par Margaret Thatcher, qui visait notamment de faire de l'industrie financière, regroupée au sein de la City, le principal pôle de croissance de l'économie. Pendant des années, on estime ainsi que la croissance de la finance apportait jusqu'à 1 point de PIB par an. Devenue la première place financière mondiale, la City représentait au total 9 % du PIB et même 15 % à 20 % en la considérant au sens large, c'est-à-dire en y intégrant les services annexes, comme l'immobilier, le droit ou la comptabilité.

Pour la seule ville de Londres, le secteur financier employait 1 million de personnes, soit plus 31 % des salariés londoniens, qui contribuaient pour 52 % au PNB de la capitale. L'attractivité de la place financière reposait sur trois points :

- une réglementation financière allégée – la fameuse *light touch*, qui contribuait notamment à ce que Londres concentre jusqu'à 70 à 80 % des *hedge funds* en Europe ;

- une fiscalité attractive, tant pour les sociétés que pour les personnes, avec notamment un régime fiscal spécial pour les impatriés (*non doms*), qui lui permettait d'attirer les talents du monde entier ;
- la profondeur de son marché (large bassin d'investisseurs), due notamment à un avantage comparatif dans le secteur financier, (en plus d'être la première place financière mondiale, la City est aussi le deuxième marché le plus important au monde pour la gestion d'actifs et la troisième place mondiale pour l'assurance) construit sur plusieurs décennies.

La crise a remis en cause une partie de ces avantages. D'abord, parce que l'industrie financière a payé un très lourd tribut à la crise : les dépréciations des banques (180 Md€) y ont été très supérieures à celles passées par les banques françaises (20 Md€) et plusieurs établissements ont dû être nationalisés. On estime aussi qu'au cœur de la crise, les réductions d'effectifs dans les établissements britanniques se sont traduites par le licenciement de plus de 50 000 personnes. D'autre part, parce que le coût du sauvetage des banques et du plan de relance de 2008 ont gravement impacté les finances publiques britanniques. Avec un déficit à deux chiffres, les autorités britanniques ont été obligées de revenir sur ce qui déterminait l'attractivité fiscale de la City. Cela se tra-

duit aujourd'hui, notamment, par la remise en cause de la fiscalité sur les *non doms*, la hausse de l'impôt sur les revenus et celle de la taxe sur les plus values des particuliers.

Enfin, parce que la position des régulateurs, jusqu'ici largement bienveillants envers cette industrie financière, tend à se rapprocher davantage de celle des autorités continentales. En témoigne, par exemple, le projet de taxe bancaire ainsi que la taxe sur les bonus mise en place l'année dernière, inimaginable dans le contexte d'avant-crise.

Aujourd'hui, on peut constater que plusieurs places financières profitent de l'affaiblissement de la City. La Suisse, tout d'abord, où se sont récemment établis plusieurs *Hedge Funds* renommés comme Blue Crest (3^e plus gros *Hedge Fund* londonien) ou Brevan Howard (plus grand *Hedge Fund* d'Europe) – qui sont venus y chercher un taux d'imposition plafonné à 40 % des gains en capitaux non taxés et une TVA très faible. Il faut constater aussi l'essor des places financières asiatiques – HSBC a ainsi pris la décision au printemps dernier de délocaliser sa direction générale à Hong Kong, même si elle reste domiciliée à Londres, tandis que les autorités chinoises nourrissent les plus hautes ambitions pour Shanghai.

Ce bref diagnostic nous amène à plusieurs questions :

1/ la vulnérabilité de l'économie britannique à la désorganisation du crédit et à l'effondrement des bénéfices des entreprises financières conduit à se demander si le modèle de la City était-il soutenable ? On peut se demander si l'on n'est pas arrivé à la fin d'un cycle, ou si, *a contrario*, la City ne conserve pas encore des atouts sur lesquels elle peut capitaliser pour se réinventer.

2/ Quels enseignements en tirer pour la France ? Quelles cartes à jouer pour la place financière de Paris ?

Dans un premier temps, **Bruno Deschamps**, président fondateur d'Entrepreneurs Partners a fait le tableau des effets de la crise sur la santé de la place financière londonienne, tout en en révélant les principaux atouts pour se réinventer. Resituant la City dans l'univers international qui est le sien, **Dominique Cerutti**, directeur général adjoint de NYSE Euronext, a ensuite développé certains enjeux de la régulation à venir et son impact sur l'évolution de l'activité financière londonienne. Enfin, **Arnaud de Bresson**, délégué général de Paris Europe, après être revenu sur les fondamentaux du modèle anglo-saxon, s'est attaché à décrire la nouvelle stratégie mise en œuvre par la place de Paris

▲ BRUNO DESCHAMPS

président fondateur d'Entrepreneurs Partners

Si le Royaume-Uni a souffert de la crise...

Comme le rappelle **Bruno Deschamps** en introduction, la crise a été particulièrement violente au Royaume-Uni. D'abord le secteur financier y pèse plus lourd qu'ailleurs, représentant 9,4 % du PIB au lieu de 4,9 % en France ; ensuite, le taux d'endettement des ménages britanniques avoisinait les 145 % en 2008 contre 70 % en France. Ce taux d'endettement s'explique directement par le système des *mortgage*, permettant aux ménages de s'endetter en hypothéquant leurs biens. Cette crise a mis fin à 16 années de croissance consécutive, durant lesquelles le Royaume-Uni a connu une de ses plus longues périodes de prospérité, cela expliquant par

ailleurs l'importance du choc là où d'autres pays européens ne connaissent plus le plein-emploi depuis 35 ans.

...la situation n'est pas catastrophique

Malgré tout, la situation de l'emploi demeure globalement meilleure qu'en France. Les entreprises anglaises ont beaucoup moins licencié que prévu, amenant le taux de chômage à 7,9 % alors qu'il est de 10 % en France (DOM-TOM compris). Le taux d'emploi des jeunes de moins de 25 ans y est de 52,5 % contre 31,5 % en France et celui des plus de 55 ans y est de 58,0 % contre 38,3 % en France. La flexibilité du marché du travail a joué un rôle d'amortisseur important et aujourd'hui on peut observer une véritable course à l'emploi, signe d'une reprise relativement solide : les offres d'emploi ont en effet progressé de 120 % entre le 1^{er} trimestre 2009 et le 1^{er} trimestre 2010.

La faillite des grandes institutions bancaires et du régulateur

Cette crise est singulière, d'abord, dans la mesure où elle a vu la faillite sans précédent de grandes institutions bancaires. RBS, Lloyds et HBOS n'ont dû leur survie qu'à la nationalisation, RBS se situant entre la BNP et la SG en termes de taille, Lloyds et HBOS étant comparables au Crédit Mutuel/CIC. Ensuite, la crise a mis en avant l'échec du système de régulation mis en place les années précédentes, à l'image du FSA¹ qui n'a pas su voir les problèmes à temps et qui vient d'être supprimé par le gouvernement Cameron. Le Royaume-Uni est donc confronté à une remise en cause de fond de son leadership

1. *Financial Services Authority*

et du modèle de *light touch* qu'il avait alors mis en place, modèle de gestion des liens entre régulateur, banque centrale et Trésor sensé être plus intelligent que le modèle américain devenu trop lourd. Pour répondre à l'ampleur du bouleversement, le gouvernement britannique a déployé des moyens colossaux, notamment en recapitalisant les institutions les plus touchées à hauteur de 54 Md€. Cette intervention a ramené l'endettement public à un taux comparable à celui de la France, avoisinant les 80 %, alors qu'il était inférieur à 60 % deux ans auparavant.

« Une main de fer dans un gant de velours » : l'avenir de la finance au Royaume-Uni

L'action de la coalition au pouvoir présente l'avantage considérable d'être ciblée et mesurée. D'abord le FSA est supprimé au profit de la Banque d'Angleterre, qui reprend la main sur la coordination, cette suppression marquant la fin du système tripartite de régulation, devenu en réalité trop dispersé et complexe pour assurer la gestion du système financier. Ensuite, une taxe sur les actifs des banques exerçant au Royaume-Uni a été mise en place, se situant à 0,07 % en 2010 pour redescendre à 0,04 % en 2011. À cette taxe s'ajoute celle sur les bonus, mise en place en décembre 2009 par Gordon Brown et se situant à 50 % au-delà de 27 500€. Cette taxe a rapporté 2 Md£ à l'État britannique 2009, sans que cela n'est d'effet pervers, comme la fuite des meilleurs salariés vers d'autres places financières. Enfin, le taux marginal de l'impôt sur le revenu a été relevé de 40 à 50 %. Quant à la taxation des plus-values du capital, celle-ci est passée de 18 à 28 %, taux qui reste très largement compétitif, si on le compare aux 40 % en vigueur aux États-Unis et en France. À ces dernières mesures s'ajoutent la hausse de la TVA et le gèle des salaires des employés du secteur public, hormis les bas salaires, le but étant de réaliser 30Md£ d'économies par an.

L'avantage comparatif de la City

Malgré le choc de la crise et les bouleversements réglementaires qui l'ont suivi, plusieurs éléments continueront de rendre la City plus compétitive que d'autres places financières. Si la langue anglaise est le premier de ces atouts, il faut surtout ajouter l'existence à Londres d'un véritable écosystème financier : avocats, conseillers de tout type (audit, stratégie), investisseurs. Ensuite, le système juridique qui prévaut dans les transactions internationales est le droit anglo-saxon ; si Paris voulait rivaliser avec Londres, il faudrait accepter le cadre juridique anglais avec une juridiction attribuée aux juges anglais, ce qui est évidemment extrêmement difficile et sensible. Enfin, on peut reconnaître un certain avantage géographique à Londres, avec une heure de décalage Londres bénéficie de 10 % de productivité supplémentaire au niveau *trading* global entre l'Amérique et l'Asie.

Par-delà les secousses très violentes de ces derniers temps, Bruno Deschamps conclut sur les atouts dont jouit aujourd'hui le Royaume-Uni. D'une part, le pays dispose d'un écosystème financier particulièrement dynamique ; d'autre part, la coalition au pouvoir permet de passer des réformes délicates et pourtant nécessaires. Enfin, si le Royaume-Uni parvient à instaurer un système équilibré entre régulation, transparence, performance économique et financière, alors la City continuera à représenter un ensemble de référence.

Suite à une question d'**Eudoxe Denis, Bruno Deschamps** note que malgré sa grande bienveillance vis-à-vis de la sphère financière, l'opinion publique anglaise a très mal réagi aux séismes successifs qui ont ébranlé les grandes institutions. Cependant, on peut considérer qu'elle est maintenant relativement apaisée par la série des mesures prises par les pouvoirs publics, même si l'avenir reste encore tout à fait incertain.

DOMINIQUE CERUTTI

directeur général adjoint de NYSE Euronext

La City ou le bouillonnement financier

Dominique Cerutti commence son intervention par évoquer les chiffres clefs qu'il faut garder à l'esprit. Il y a environ 15 000 institutions financières à Londres ; cela représente autour d'un million de salariés, et de 12 à 15 % du PIB du Royaume-Uni. Banque, assurances, bourses, cabinets de conseil, cabinets d'avocats, tous ces acteurs forment un vivier hors norme. En Europe, sur le segment des actions, 45 % des échanges transparents se font à Londres et 45 % des échanges opaques également. Par ailleurs, on considère qu'environ 40 % des échanges de dérivés dans le monde se font à Londres. Il y a là un cercle vertueux tout à fait profitable pour le Royaume-Uni. Si l'on classe les cinq premières places financières au monde, on obtient en première place Londres, dans une lutte très rapprochée avec New York, puis Singapour, Hong-Kong et Tokyo se battent pour les trois places restantes.

Avec une crise à l'échelle mondiale et ce positionnement de leader mondial, la place de Londres devait nécessairement souffrir plus que les autres. Il faut aussi noter que Londres était au centre des innovations financières qui ont accompagné le mouvement d'augmentation exponentielle des produits dérivés, au cœur de la crise et des mécanismes de sa propagation. Enfin, la régulation a échoué : le démantèlement du FSA est à ce titre un aveu d'échec explicite. Le rétablissement de la confiance sur les marchés est le nouveau défi et passe par une réduction de l'opacité, une meilleure appréhension des risques et une organisation plus complète des chambres de compensation.

La régulation à l'échelle européenne & l'avenir de la City

Les régulateurs sont face à un défi sans précédent, et leur organisation à l'échelle européenne est à ce titre tout à fait louable. Le groupement de 27 régulateurs européens (CESAR) va dans ce sens ; cela conduira très probablement à un rôle moins dominant accordé au successeur du FSA et donc à son point de vue libéral. La place de Londres sera donc confrontée à un nombre de contraintes plus important que par le passé.

De façon concertée et en anticipation, les acteurs de la City s'organisent pour regagner une crédibilité mondiale et continuer d'attirer les meilleurs talents à travers le monde. Ils sont par ailleurs en train de concevoir un projet de super *data-center* qui permettrait de concentrer leur écosystème en formant un *pool* de liquidités, doté d'infrastructures qui régleraient divers problèmes de latences. Ce point est très important et jouera à coup sûr dans le sens de l'attractivité de la place londonienne.

Places financières & bourses

Le London Stock Exchange (LSE) est une institution qui a été mise à mal. Elle se retrouve limitée par le développement des transactions OTC (*Over the Counter*), qui représentent un volume croissant des transactions financières à l'échelle mondiale. Par ailleurs, le LSE a souffert de la fragmentation due à la création des plateformes électroniques. Ainsi, ce n'est pas la bourse de Londres qui fait la richesse de la place financière londonienne, cette richesse dépendant directement de l'écosystème formé par la pluralité des acteurs financiers. Enfin, en ce qui

concerne le *listing*, Londres demeurent une place de choix. La question de l'attractivité en la matière est un défi qui se pose à toutes les places, NYSE-Euronext en premier. Pour la City, cette attractivité n'est pas seulement due au LSE, mais aussi et surtout au vivier déjà évoqué qui est le fruit de longues années de concentrations des acteurs et des transactions. Il est particulièrement difficile de rivaliser avec l'effet *cluster* dont jouit Londres, type d'effet qui doit néanmoins être le cœur des préoccupations pour hisser la place parisienne à un niveau plus élevé que le sien aujourd'hui et pour maintenir NYSE-Euronext à son niveau.

▲ ARNAUD DE BRESSON

délégué général de Paris Europe

La crise du modèle anglo-saxon

Pour **Arnaud de Bresson**, la crise actuelle remet en question en profondeur le modèle financier anglo-saxon. L'approche anglo-saxonne et prudentielle a nettement montré ses limites ; le poids de la finance dans l'économie est aussi un point qui n'a rien d'évident et que la crise actuelle invite à questionner sans restriction. L'inefficacité de la régulation, l'absence de coordination des régulateurs, à l'instar de la Banque d'Angleterre et du FSA, sont un point clef dont le modèle saxon n'est pas prêt de se remettre ; et si de tels sujets ne sont pas sérieusement revus, il faudra s'attendre à de nouvelles crises du même type. Enfin, effets de levier excessifs et court-termisme des opérateurs de marché, pour ne citer qu'eux, relèvent aussi du modèle de marché anglo-saxon qui a prévalu jusqu'à présent.

Un changement de modèle est nécessaire

Le changement de ce modèle fait l'objet de concertations internationales. L'enjeu est triple. Il s'agit d'abord de rétablir l'environnement de confiance sur les marchés. Les axes d'action sont ici très nombreux : amélioration de la régulation internationale des marchés, renforcement des outils de prévision des risques systémiques, réexamen des normes comptables, amélioration du fonctionnement des agences de notation, amélioration de la supervision des *Hedge Funds* et enfin renforcement de l'infrastructure des marchés avec notamment la mise en place de chambres de compensation pour les dérivés OTC. Même si l'on ne va pas assez rapidement, comme ce fut le cas à Toronto, il faut noter une avancée sur l'ensemble de ces sujets.

L'autre enjeu est la réforme des normes prudentielles. Si les principes d'une convergence avec les États-Unis sont avancés, les réalisations effectives se font encore attendre. Les nouvelles normes, Bâle III, devront répondre aux carences de Bâle II, tout évitant l'écueil commis lorsque nous sommes passées des normes de Bâle I à celle de Bâle II ; ces sujets sont très complexes et nécessitent de ce fait une étroite collaboration de tous les acteurs concernés.

Enfin, le dernier enjeu est celui du rapprochement de la finance et de l'économie réelle. Si ce message n'a plus l'allure d'un vœu pieux, c'est qu'il fait désormais sens pour un nombre croissant d'acteurs, notamment les pays émergents. Avec la crise, la place parisienne et son rôle dans les concertations actuelles sont de plus en plus remarquables ; la place et la fonction des places financières dans l'économie doit faire l'objet d'une réflexion nouvelle pour laquelle Paris est à un certain titre mieux placé que Londres.

Quelle stratégie pour la place de Paris ?

Même si elle est difficilement comparable à Londres, la place de Paris a beaucoup bénéficié de l'euro d'une part, de la création d'Euronext et du rapprochement avec NYSE d'autre part. Aujourd'hui NYSE Euronext est la première place boursière mondiale, et les transactions sur la partie *cash-equity* sont plus importantes à Paris qu'à Londres.

Le développement des marchés de taux est par ailleurs tout à fait significatif à Paris. La place parisienne est leader en Europe sur le segment des taux courts (billets de trésorerie, certificats de dépôts etc.) et le segment des *corporate bonds*. Ensuite, le pôle de gestion d'actifs est numéro deux à l'échelle mondiale ; la connaissance des marchés asiatiques dont font preuve les *asset managers* français est à ce titre reconnue mondialement. Au vu de ces développements récents, la place parisienne apparaît comme une composante essentielle de la finance en Europe. Si Londres demeure un centre international de très grande envergure, Paris et Francfort sont des centres régionaux incontournables.

Depuis la crise, de nombreux chantiers ont été mis en place pour définir une nouvelle stratégie. Parmi ces chantiers, on compte notamment celui dédié au financement des PME, celui visant à restaurer les conditions normales de liquidité sur les marchés de taux ou encore celui consacré à la satisfaction des besoins spécifiques des grandes entreprises industrielles. C'est dans ce cadre que l'organisation d'un marché des *corporate bonds* a pris place, tout comme la définition d'un cahier des charges pour développer une plateforme de marché secondaire à Paris. En ce qui concerne les chantiers sectoriels, en particulier l'épargne longue, de nombreuses avancées sont

aussi à noter et ces avancées sont des leçons directement tirées de la crise. Parmi tous ces chantiers, enfin, se trouvent également l'ambition de faire de la place de Paris un pôle d'excellence en matière de finance durable et de recherche en finance.

▲ ÉCHANGES AVEC LA SALLE

Eudoxe Denis s'interroge alors : la crise a-t-elle endigué le phénomène des marchés de gré à gré ? Pour **Dominique Cerutti**, il est par nature difficile d'avoir une idée précise sur les volumes échangés, même si il est sûr que l'on n'a pas retrouvé les volumes initiaux d'avant la crise ; ces volumes sont environ deux fois moindres. Néanmoins, la part de l'opacité dans ce qui est quotidiennement négocié continue d'augmenter. Sur les dérivés, cette part est située à 80 % ; sur les actions, cette opacité serait autour de 40 %, proportion qui doit être examinée et remise en question. En effet, si l'opacité est parfois nécessaire, celle-ci ne peut représenter près de la moitié des volumes échangés, sans menacer l'équilibre des marchés. À cette montée de l'opacité s'ajoute l'excès de la fragmentation. Si le Dow Jones a perdu près de 10 % le 6 mai 2010, c'est à cause d'un cours de bourse d'Accenture descendu à quelques cents. Avec la fragmentation entre les plateformes électroniques, personne n'a utilisé de coupe-circuit et les marchés se sont emballés hors de toute mesure. Si l'hyper fragmentation est problématique, hors la dimension technique, c'est dans la mesure où elle diminue la confiance que les acteurs ont dans le système dans son ensemble.

Parmi les perturbations et déséquilibres actuels, il ne faut pas vilipender aveuglément les *High Frequency Traders*, insiste **Dominique Cerutti**, et ne pas confondre

cette pratique avec le *flash trading*, désormais interdit, qui octroie de fait un avantage d'information. Non seulement les *High Frequency Traders* sont des arbitragistes qui travaillent dans la transparence mais qui plus est ils apportent de la liquidité. Cependant, l'utilisation poussée de hautes technologies apporte nécessairement certains tracas au régulateur. Le développement de la fragmentation et de la technologie, en toute logique, a favorisé cette montée en puissance du *High Frequency Trading*.

En conclusion, **Bruno Deschamps** revient sur un élément macroéconomique sous-jacent à l'organisation des marchés financiers et qui a déterminé leur évolution récente. Pour lui la surabondance de liquidités à l'échelle mondiale reste le problème fondamental, qui n'est pas réglé et pourtant une des causes fondamentales de la crise actuelle. Ce phénomène est toujours intégralement présent et atteint des niveaux inimaginables. Il ne faut donc pas être trop naïf et optimiste sur les années à venir, car d'autres perturbations auront nécessairement lieu. Tout l'enjeu est donc de permettre aux places financières, dont la City, de se développer dans la transparence, mais avec une régulation qui ne soit pas trop rigide et inadaptée à cette situation hors-normes que nous connaissons.

Arnaud de Bresson conclut pour sa part sur la compétition internationale montante, qui vient tout naturellement de Chine et d'Inde. C'est cette compétition qui appelle les places européennes à s'organiser et se hisser de concert vers le haut, tout en nécessitant l'instauration d'un système de régulation adapté, qui assure à l'ensemble du système la pérennité souhaitée.

La City : les limites d'un modèle

La crise financière a-t-elle porté un coup fatal à la City ? Pilier de sa réussite, le secteur des services financiers a en effet payé un lourd tribut à la crise ; il a aussi perdu la bienveillance d'une sphère publique désormais échaudée par le risque que fait courir à l'ensemble de l'économie un secteur financier disproportionné.

La City doit aujourd'hui compter sur une attractivité fiscale en berne, suite aux remèdes qu'appelle la dégradation spectaculaire des finances publiques britanniques, et composer avec la crainte que les nouvelles normes européennes ne brident la créativité financière qui a fait sa prospérité. Elle doit faire face, enfin, à une concurrence accrue des places financières émergentes, comme l'a illustré de manière emblématique la décision d'HSBC de transférer son siège exécutif de Londres à Hong Kong à l'automne dernier.

Ce déclin annoncé de la City est-il pour autant irréversible ? À qui profitera-t-il ? En particulier, que signifierait-il pour les autres places financières européennes ? Sur quels atouts Londres devra-t-elle s'appuyer pour rebondir ?

Le compte rendu de cette réunion a été réalisé par
Thomas Roborel de Climens.



29, rue de Lisbonne
75008 Paris
Tél. : 33 (0) 1 53 23 87 28
Fax : 33 (0) 1 47 23 79 01
www.institut-entreprise.fr