

LA CITY DE LONDRES : PREMIÈRE PLACE MONDIALE MENACÉE ?

CHRISTOPHER JOHNSON *

La City vient de sortir le rapport final d'un programme de recherche engagé il y a quatre ans sur la compétitivité des services financiers de Londres¹. Ce rapport présente les avantages particuliers de la City et propose une série d'actions pour éviter leur érosion face à la concurrence internationale. Il commente par ailleurs la position assez équivoque de la City face aux perspectives de l'Union monétaire européenne et de la monnaie unique.

La primauté de la City au dix-neuvième et au début du vingtième fut liée au rôle de « superpuissance » que jouait la Grande-Bretagne dans le monde. La City réussit à conserver ce rôle international après la Deuxième Guerre mondiale, malgré le déclin économique de la Grande-Bretagne. Le contrôle des changes, supprimé en 1979, encouragea la City à développer une place « offshore » et à accueillir les banques étrangères, entravées par la réglementation dans leurs marchés domestiques.

321

La City est la première place financière internationale pour plusieurs raisons. Elle détient 27 % du marché des devises, environ 75 % des euro-émissions, 50 % des fusions et acquisitions, 81 % de la gestion des fonds institutionnels, 64 % des transactions d'actions hors bourses domestiques, et 16 % des créances bancaires transfrontalières. Les banques anglaises ne détiennent qu'une part de marché minoritaire dans la City et les six cent mille emplois dans la City, ainsi que les 22 % du PNB qu'elle représente, sont également assurés par la présence d'environ quatre cents banques étrangères qui ont investi des capitaux bien au-delà des ressources de leurs consœurs anglaises, surtout après les réformes de la bourse en 1986.

Les avantages offerts par la City sont très appréciés, y compris par les autres places financières qui s'en inspirent. On connaît l'utilité de la langue anglaise en finance internationale, l'équidistance du fuseau horaire entre New York et Tokyo, la présence de spécialistes de tous bords pour traiter les produits financiers, une main-d'œuvre qualifiée et pas chère, excep-

* Conseiller au Royaume-Uni de l'Association pour l'Union monétaire européenne.

¹ The Competitive Position of London's Financial Services ; Final Report, March 1995, London, Business School, Corporation of London, Guildhall, EC2V 5AQ.

tion faite d'une poignée de « ténors », et le coût très bas des télécommunications internationales.

La City présente des inconvénients dans deux domaines mineurs, et un majeur. Les transports en commun sont inadéquats et bâclés, surtout pour gagner le nouveau centre des Docklands, cinq kilomètres à l'Est de l'ancienne City. Le manque d'investissements en lignes de métro est en cours de résolution par les pouvoirs publics, mais avec des délais de réalisation préoccupants.

Les loyers de bureaux (premier quartile) ont chuté de moitié depuis le pic de £ 70 le pied carré en 1988, mais la taxe immobilière est la plus élevée d'Europe et, si on inclut les charges de service, dépasse même les loyers. Pour donner un exemple concret, les loyers à Paris ont doublé entre 1984 et 1994, pour atteindre £ 37 le pied carré, plus que le niveau de £ 32 que Londres a connu en 1984 et en 1994, avec de fortes fluctuations entre les deux dates. Mais le coût total à Londres est monté de £ 55 à £ 69 à cause des taxes et charges, alors que le coût total à Paris est resté inférieur, bien que passant de £ 23 à £ 47 (une livre le pied carré vaut 85 F le mètre carré).

L'inconvénient majeur, selon le rapport de la City, est la réglementation européenne. La tradition anglaise veut que tout ce qui n'est pas défendu est permis, alors que sur le continent tout ce qui n'est pas permis est défendu. La nouvelle loi sur les services financiers de 1986, conséquence du Big-Bang, a remis en cause ce principe, mais a laissé en place un système d'auto-réglementation bien loin des systèmes de réglementation officiels des pays européens ou des Etats-Unis ².

Cette nouvelle loi a suscité une foule de questions, avant tout en ce qui concerne la protection des particuliers contre les méthodes des vendeurs de plans de pension de retraite. En revanche les marchés financiers « de gros » se sont adaptés aux nouveaux systèmes, quoiqu'en s'insurgeant contre les coûts des réseaux internes d'auto-surveillance qu'ils ont été obligés de mettre en place.

Londres continue malgré tout de jouir d'une réputation libérale vis-à-vis des autres places. Même un régime plus dirigiste n'aurait pas forcément évité des abus du type BCCI ou Baring.

La City a accepté l'utilité d'une réglementation accrue venant de Bruxelles comme le prix à payer pour accéder au marché unique européen des services financiers, en supposant que la Grande-Bretagne serait capable d'influencer le processus d'harmonisation dans un sens plus libéral que dirigiste. Cette politique s'est heurtée à deux inconvénients. Les autres

² Voir « Costs and benefits of financial deregulation in the United Kingdom » par Christopher Johnson, dans *La Déréglementation des économies anglo-saxonnes*, Martine Azuelos, Presses de la Sorbonne Nouvelle, 1994.

places, Paris en particulier, ont pris au sérieux le défi du marché unique, et se sont modernisées ; Londres risque ainsi de voir diminuer sa part de marché, même si elle reste la plus importante. De plus, l'influence grandissante de l'Allemagne semble biaiser la réglementation européenne vers la prudence et le contrôle des autorités.

La City se trouve devant un arbitrage. Son chiffre d'affaires provient du monde entier, et la part de l'Europe y est assez faible. L'accroissement de la réglementation européenne pourrait entraîner une perte de part de marché mondial (ce qui profiterait à d'autres places mondiales, par exemple Hong-Kong et Singapour) qui dépasserait largement le gain éventuel de part de marché européen. Par exemple, la directive européenne touchant l'adéquation du capital des banques d'investissement risque d'entraver les opérations en titres dans la City, conduites principalement par des firmes non européennes en avoirs américains et japonais.

La City et la monnaie unique

Le rapport de la City accorde peu d'importance à la question de la monnaie unique. Les avis au sujet de l'entrée de la Grande-Bretagne dans la phase 3 de l'UEM sont partagées dans la City, comme dans le pays tout entier. Même si on admet que cette entrée est d'une importance capitale pour l'économie britannique, les avantages supposés pour le secteur financier sont beaucoup plus contestables. D'une certaine manière, c'est le secteur financier qui doit payer le prix pour que les autres secteurs puissent profiter des avantages.

323

Il s'agit d'abord des coûts du basculement de la livre à l'écu dans les réseaux bancaires et les systèmes de paiement. Selon la British Bankers Association, la monnaie unique coûtera 914 millions de livres à leurs membres sur une période de trois ans, ce qui est tout à fait cohérent avec les chiffres de la Fédération bancaire européenne. S'agissant des autres sous-secteurs financiers, les avantages et les inconvénients sont très inégalement répartis.

Les effets potentiels sur le marché de devises ont été d'abord surestimés. Selon l'enquête publiée par la BRI en 1992, seulement 7 % du marché mondial se fait entre devises de l'UE, et le rapport de la City estime que Londres perdrait moins de 10 % de son chiffre d'affaires si les monnaies nationales de l'UE, y compris la livre, disparaissaient au profit de l'écu. Londres resterait le centre des changes dollar-écu, comme elle l'est pour les changes dollar-DM. Le marché mondial entre l'écu et les autres grandes monnaies, le dollar et le yen, se développerait surtout à Londres.

Mais tout ceci demeurerait vrai, *mutatis mutandis*, même si la livre n'entrait pas dans la monnaie unique. Le fait de se trouver hors du territoire

de l'écu n'empêcherait pas que Londres devienne le centre mondial du marché des devises contre l'écu. De plus, les changes livre-écu constitueraient un nouveau marché, volatile voire déroutant pour la politique monétaire anglaise, mais intéressant pour les cambistes.

En ce qui concerne les actions, Londres pourrait perdre une partie de sa position actuelle, si un marché unifié en actions cotées en écu se développait sur le continent. Mais pas de divergences autres que les cours de change sépareront longtemps les marchés d'actions de Paris, Francfort et Milan. Les systèmes nationaux de comptabilité sont loin d'être harmonisés, ce qui veut dire qu'il y aura un manque de comparaison des ratios prix/bénéfices, même après la suppression des frontières monétaires. En revanche, le marché d'actions de la bourse de Londres, de loin le plus grand d'Europe, prendrait une place centrale dans un marché européen en écus, si la livre faisait partie de la monnaie unique.

C'est sur le marché des obligations, surtout les émissions d'état, où Londres risque de perdre le plus si elle restait en dehors du territoire de l'écu. Les obligations domestiques britanniques offrent un attrait limité. Les obligations des sociétés sont devancées depuis longtemps par les euro-obligations. Les émissions d'état (« gilts ») ont une valeur totale moindre que celles des autres grands pays européens, et sont soumises à une réglementation onéreuse que la Banque d'Angleterre est en train d'alléger, tardivement, pour attirer les porteurs internationaux.

Si les obligations publiques des pays de la monnaie unique commencent à coter en écus, il y aura un énorme marché mondial, rivalisant avec celui des émissions du Trésor américain, dont la Grande-Bretagne risque de s'exclure. La comparaison entre pays d'origine sera quasi parfaite, avec seuls des écarts nationaux reflétant le risque-pays dans un spectre assez étroit. Si la livre s'absente, il est peu probable que le marché off-shore de Londres en obligations écu, qui existera certainement, ait une importance pareille à ceux du continent. Mais si la livre se fusionne avec l'écu, la City aura les meilleures chances de dominer ce marché.

L'argumentation est semblable pour les marchés monétaires. Etant donné la situation de la Banque centrale européenne à Francfort, « Finanzplatz Deutschland » gagnera de l'importance, mais chaque marché monétaire national continuera à fonctionner en écus. Si la livre cède sa place à l'écu, Londres pourra réaliser son rêve de devenir le New York du système européen vis-à-vis de Francfort, qui jouerait le rôle de Washington. Bien entendu, le réseau de l'écu devrait rester plus polycentrique que celui de la Federal Reserve américaine, mais Londres profiterait d'avantages d'échelle.

Londres craint de voir restreindre ce rôle de centre monétaire si les propos plutôt dirigistes de la Bundesbank sont retenus dans le débat qui se

déroule actuellement au sein de l'Institut monétaire européen. La Grande-Bretagne, comme toujours, favorise la subsidiarité, s'agissant cette fois-ci du partage de responsabilités au sein du système européen de Banques centrales, entre la Banque centrale européenne et les Banques centrales nationales. Elle dénonce le projet allemand de réserves bancaires obligatoires auprès de la Banque centrale comme périmé, coûteux et inefficace. En somme, elle craint que l'Union monétaire n'apporte toute une série de réglementation supplémentaire qui serait encore plus néfaste pour la City que celle entraînée par le marché unique des services financiers.

La City se reconforte grâce à plusieurs axiomes énoncés par M. Stanislas Yassukovich, président du projet de recherche dont nous faisons état. D'abord, la City ne dépend plus, comme ce fut le cas jadis, ni de l'importance dans le monde ni de la stabilité du cours de la livre, ce qui équivaut à dire qu'elle n'a pas besoin de l'écu comme monnaie domestique pour la réussite de ses activités globales. La City a toujours su affronter voire profiter des soubresauts de l'économie mondiale, grâce à l'ingéniosité de ses pratiquants, et à la flexibilité de ses marchés. Finalement, la City n'entre pas dans les contentieux politiques, y compris celui de l'adhésion à la monnaie unique. Elle s'accommodera d'un gouvernement travailliste aussi bien que d'un gouvernement conservateur, et aussi bien de l'exclusion que de l'insertion de la livre dans une monnaie unique européenne.