

QUARANTE ANS DE LIBÉRALISATION FINANCIÈRE AU ROYAUME-UNI, OU L'AMÉRICANISATION MALHEUREUSE D'UN CLUB DE *GENTLEMEN* CAPITALISTES

RAPHAËL BOUSQUET*
JEAN-CHRISTOPHE DONNELLIER**
THOMAS ERNOULT***

35

Le point de départ du processus de libéralisation et de modernisation du secteur financier britannique est souvent situé autour de la réforme emblématique de Margaret Thatcher, ce *Big Bang* refondateur décloisonnant, en 1986, le monde fermé de la place londonienne. La seule référence à la « Dame de fer » masque toutefois les ressorts et les jalons de l'itinéraire, plus complexe, de libéralisation financière de la City entamée au début des années 1970. Celui-ci emprunte le chemin de la financiarisation croissante des économies industrialisées et de la coopération réglementaire internationale et européenne.

Jusqu'à la vague de réformes de la première moitié des années 1980, la City est un microcosme dont les modalités de régulation interne sont

* Attaché Services financiers, Direction générale du Trésor, Ambassade de France à Londres.

Contact : raphael.bousquet@dgtrésor.gouv.fr.

** Chef du Service économique régional, Direction générale du Trésor, Ambassade de France à Londres.

Contact : jean-christophe.donnellier@dgtrésor.gouv.fr.

*** Conseiller financier, Direction générale du Trésor, Ambassade de France à Londres.

Contact : thomas.ernoult@dgtrésor.gouv.fr.

Nous tenons à remercier Philip Augar, Nick Collier, Giles French, David Green, Andrew Hilton, Andrew Whitworth et William Wright pour leur appui et leurs remarques avisées lors de nos recherches. Toute erreur et omission éventuelle dans cet article relèvent de notre seule responsabilité.

très proches des us et coutumes d'un club anglais. Structurée par la *summa divisio* entre les activités domestiques et les opérations *offshore*, la place londonienne pré-*Big Bang* est caractérisée par la rigidité des barrières institutionnelles et opérationnelles entre acteurs de marché. Les relations entre le secteur bancaire et la Banque d'Angleterre (*Bank of England*, BoE) s'organisent essentiellement sur un registre souple, interpersonnel, guidé par une appréciation de la *notabilité* plus que de la seule matérialité des risques. Aussi, l'impulsion primordiale du *Big Bang*, qui étonnamment n'est pas le résultat d'une véritable stratégie industrielle du gouvernement, modernise puissamment la place, libère de nouveaux marchés et accroît l'attractivité de la City pour les acteurs financiers britanniques et étrangers. La libéralisation financière connaît ensuite un regain dans les années 2000 sous le gouvernement travailliste de Tony Blair.

À cette scansion s'entrelace celle de l'évolution, parfois en décalage, d'un cadre réglementaire et de supervision qui se formalise et se professionnalise à mesure, notamment, que la figure tutélaire du gouverneur de la BoE ne suffit plus à discipliner un écosystème devenu plus hétérogène, plus international et plus complexe. Pour autant, le renforcement de l'encadrement du secteur financier n'est pas toujours adéquat, comme l'illustrent en creux les crises et les scandales durant les décennies 1990 et 2000.

36

LA CITY AVANT LE BIG BANG

La place financière londonienne se caractérise, pendant la période précédant le milieu des années 1980, par une forte segmentation entre les différentes catégories d'acteurs y évoluant, et notamment par la dualité entre une City domestique et une City internationale, dont les cadres et les principes de régulation comme de supervision sont informels et légers.

Une city domestique ou le stéréotype d'un « capitalisme de club » britannique

Très compartimenté, le paysage financier britannique se segmente autour de barrières institutionnelles séparant plusieurs catégories d'acteurs, qui ne jouissent pas du même traitement auprès des autorités. Au niveau du détail, les banques disposant de l'accès à la chambre de compensation interbancaire (*clearing banks*) telles que Barclays, NatWest, Midland et Lloyds sont reconnues par la BoE comme l'élite du secteur bancaire. Leurs activités sont régies par des pratiques anti-concurrentielles : elles versent un taux d'intérêt fixe à leurs dépositaires et sont limitées dans leurs prêts par des plafonds imposés par la BoE. Cette structure encourage le développement d'institutions parallèles,

dites « banques secondaires » (*secondary banks*), actives notamment sur le segment du crédit à la consommation. D'autres acteurs évoluent en périphérie du secteur, notamment les sociétés de construction mutualisées (*building societies*), qui financent une proportion majoritaire des crédits à l'habitat.

La bourse de Londres (*London Stock Exchange*, LSE) est animée par les *brokers* (agents conseillant les investisseurs sur l'achat de titres), les *jobbers* (teneurs de marché réalisant les transactions sous les ordres des *brokers*) et les banques d'affaires conseillant les entreprises émettrices. Ce marché s'organise également autour de pratiques anticoncurrentielles, avec en particulier le principe de séparation fonctionnelle entre *brokers* et *jobbers*, dit capacité unique (*single capacity*), les commissions de courtage minimales fixes et la restriction pour toute institution bancaire, domestique ou étrangère de participer aux activités de négoce (Augar, 2001).

La supervision du sourcil ou « Governor's eyebrow »

La régulation et la supervision du secteur apparaissent minimalistes voire rudimentaires, guidées essentiellement par le recours à l'autorégulation des praticiens et, en dernier ressort, à l'autorité symbolique de la BoE. Ainsi, les *clearing banks* sont captées par le « halo » d'influence de la BoE, laquelle exerce un contrôle diffus, discret et, surtout, informel. Cette influence s'illustre dans la référence proverbiale au froncement des sourcils de son gouverneur (*governor's eyebrows*), dont les réactions scrutées au cours des entretiens avec les acteurs de la place prennent valeur d'approbation, d'avertissement, voire de sanction. Cet esprit de club est aussi entretenu par la rémanence de la période, pas si lointaine, où la BoE était un établissement privé. En subsiste un sentiment d'appartenance réciproque – pour les régulateurs comme les assujettis – à une seule et même communauté dont les usages, les codes et les intérêts bien compris se répondent, sinon se confondent.

En revanche, force est de constater les limites de ce système. De fait, les *secondary banks*, qui ne sont pas reconnues comme des banques par la BoE, échappent peu ou prou à toute forme de contrôle. La bourse de Londres et les acteurs financiers se coordonnent dans des groupements d'autorégulation ; les *building societies* dans le cadre d'une association professionnelle appelée *registrar of friendly societies*, et les banques d'affaires au travers du *Accepting Houses Committee*.

La City du « grand large »

Aux côtés de cette City domestique, au profil presque provincial, s'est développée une City internationale, pleinement intégrée aux marchés financiers mondiaux. Celle-ci prend forme après l'interdiction en

1957 par le gouvernement d'utiliser les livres sterling pour financer des projets internationaux, poussant les banques actives sur ce segment à les remplacer par des dollars. Le marché naissant des eurodollars est investi par les banques américaines qui, faisant face à des réglementations strictes sur la rémunération des dépôts aux États-Unis, utilisent Londres comme base *offshore* pour leurs opérations internationales (Esposito, 1995). Au-delà des compétences et des infrastructures financières présentes à Londres, ce marché naissant bénéficie du soutien des régulateurs, qui voient d'un bon œil son développement. Avec la bienveillance de la BoE gravitent donc sur cette place de nombreux acteurs internationaux : le nombre de banques étrangères installées à Londres triple en moins de dix ans, de 113 en 1967 à 349 en 1974. Ces deux Cities, internationale et domestique, resteront deux places distinctes et séparées jusqu'aux années 1980.

Première tentative de libéralisation : le competition and credit control et ses conséquences (1971-1979)

L'équilibre du secteur est perturbé à partir du début des années 1970 du fait des préférences libérales du gouvernement conservateur d'Edward Heath (1970-1974). En septembre 1971, la BoE supprime avec la politique du *competition and credit control* les plafonds sur les volumes des prêts des *clearing banks*, dans une tentative de dynamiser la concurrence du secteur bancaire et, partant, d'affaiblir et d'évincer les banques secondaires. Cette mesure a un effet inverse à celui escompté : elle conduit à une augmentation de la création monétaire, dont tirent profit les banques secondaires pour alimenter un *boom* du crédit. En 1973, la chute des prix des actifs immobiliers, à laquelle les banques secondaires sont fortement exposées, contraint la BoE à intervenir pour sauver ces acteurs, pourtant hors de son périmètre de supervision. Le *competition and credit control* met donc en lumière les insuffisances de ce système de surveillance informel, incapable de contrôler les risques générés en périphérie du club par le processus de libéralisation qu'il avait pourtant engagé.

L'épisode souligne la nécessité de reprendre en main le cadre de régulation et de supervision. Cette ambition culmine, sous un gouvernement travailliste, par la promulgation de la loi bancaire (*Banking Act*) de 1979, dont l'adhésion du Royaume-Uni à la Communauté économique européenne faisait de toute façon une figure imposée. Cette législation met fin à l'informalité qui avait prévalu jusqu'alors et établit le pouvoir statutaire de la BoE en tant qu'autorité de supervision des banques, manifestant la subordination du secteur financier au pouvoir politique. Si la distinction théorique et arbitraire entre *clearing banks* et banques secondaires est conservée, le *Banking Act* confie à la banque

centrale une prérogative légale élargie à l'ensemble des institutions bancaires, à l'exception notable des banques étrangères. Ainsi, la première tentative – incontrôlée – de libéralisation du secteur se solde par un renforcement et une formalisation de la régulation (Whitworth, 2017).

*LES ANNÉES THATCHER : « THE CITY REVOLUTION »
(1979-1987)*

Accédant au 10 Downing Street en mai 1979, Margaret Thatcher transforme radicalement la City à travers un triptyque de mesures : l'abolition des contrôles de change en 1979, la réforme de la bourse de Londres (le *Big Bang*) entre 1983 et 1986 et enfin la mise en œuvre du *Financial Services Act* (FSAct) en 1986. Cette dynamique de libéralisation, qui n'était pas inscrite dans un agenda financier du gouvernement, n'est pas synonyme d'un affaiblissement de la régulation ; elle s'accompagne au contraire d'une tendance à la formalisation et à la professionnalisation du cadre de surveillance du secteur financier.

Abolition des contrôles de change (1979)

L'abolition des contrôles de change dès octobre 1979 est l'une des mesures les plus transformatrices mises en œuvre sous Thatcher. Cette décision est traditionnellement expliquée par des motifs économiques, le gouvernement voulant encourager des sorties de capitaux pour atténuer l'appréciation de la livre liée à l'exploitation de réserves de pétrole en mer du Nord. Cependant, ce raisonnement économique aurait pu conduire à un simple assouplissement des contrôles : la décision de les abolir complètement est avant tout politique. À travers ce choc libéral, le gouvernement souhaite faire basculer l'économie pleinement dans la mondialisation. Cette décision radicale et inattendue, qui marque le début de l'aventure néolibérale du Royaume-Uni, catalyse la révolution financière à venir. En effet, elle permet dans un premier temps aux investisseurs britanniques d'accumuler de plus en plus d'actifs étrangers (notamment à New York)¹, réduisant de fait le volume d'affaires sur la bourse de Londres. Le manque de compétitivité de la place, lié aux commissions élevées qui s'y pratiquent, devient dès lors patent et exige une réponse (Esposito, 1995).

Big Bang : origines, mise en œuvre, conséquences (1983-1986)

Le gouvernement est déterminé à enrayer ce mouvement de déclassement. Il considère les pratiques anticoncurrentielles de la bourse comme un obstacle à la libéralisation de l'économie, tandis que les restrictions pesant notamment sur les sociétés étrangères n'ont plus lieu d'être après l'abolition des contrôles des mouvements des capitaux.

L'existence d'une plainte déposée en 1978 devant le Tribunal des pratiques restrictives (*Court of Restrictive Practices*) contre le principe de capacité unique de la bourse par le Bureau de la concurrence (*Office of Fair Trading*) lui offre un motif pour faire pression sur celle-ci. Aux velléités du gouvernement s'ajoutent celles de la BoE, qui craint que le manque de compétitivité de la bourse ne finisse par pénaliser les banques qui s'y financent (Whitworth, 2017). Ce n'est toutefois qu'en juillet 1983 que le président de la bourse londonienne, Nicholas Goodison, consent, sous la pression des pouvoirs publics, et en contrepartie d'un abandon des poursuites, à mettre fin à la capacité unique et aux commissions fixes, et à permettre le rachat de *brokers* et de *jobbers* par les banques britanniques et étrangères.

Le *Big Bang* de 1986 est l'aboutissement d'une série de réformes mise en œuvre lors des trois années précédentes. D'abord, le pourcentage des parts pouvant être détenues chez un acteur de marché par les banques est porté à 29,9 % en 1982, puis à 100 % en mars 1986. Ensuite, la levée de la capacité unique, d'abord appliquée sur le négoce des titres étrangers en 1984, est étendue à l'ensemble des titres échangés le 27 octobre 1986, date à laquelle disparaissent également les commissions fixes. Les barrières institutionnelles séparant *brokers*, *jobbers* et institutions bancaires sont levées : la libéralisation financière est lancée.

40

Le *Big Bang* génère immédiatement une vague de consolidation. Dès 1983, les banques de détail (Barclays, NatWest, HSBC et Midland) et d'affaires (Warburg, Schroders, Kleinwort Brenson), pénètrent le marché via le rachat progressif de *brokers* et *jobbers*, donnant naissance aux premières banques d'investissement britanniques. De nombreuses banques étrangères – notamment américaines (Security Pacific, Chase Manhattan, Citicorp) et japonaises (Nomura) – déjà présentes sur les euromarchés et attirées par ces nouvelles opportunités entrent également à la bourse de Londres, avec la bénédiction du gouvernement acquis à une politique du laissez-faire (Augar, 2001). Banques de détail, d'affaires et internationales se retrouvent ainsi en concurrence sur le marché des titres, scellant la fusion des deux Cities en une. L'irruption et la montée en puissance de ces conglomérats financiers, qui tirent profit de la vague de privatisations engagées par le gouvernement avec les introductions en bourse de British Telecom en 1984 et British Gas en 1986, provoquent un changement d'échelle considérable du *hub* londonien et une complexification des opérations au sein de l'industrie financière. Cela s'accompagne de nouvelles méthodes d'organisation, de pratiques de management et d'une approche transactionnelle, importées des États-Unis, auxquelles les tenants de la City traditionnelle, celle du *gentlemanly capitalism* et de sa logique éminemment relationnelle, ne sont guère préparés à faire face.

Financial Services Act (1986)

Le *Big Bang* s'accompagne d'une réforme réglementaire de grande ampleur. En effet, le dispositif de supervision informel, reposant sur l'*ethos* de l'ancienne City, n'est plus adapté au centre financier désormais ouvert à la concurrence internationale et à l'architecture complexe. La consolidation du statut de Londres comme concurrent de New York et de Tokyo passe donc par l'établissement d'un cadre réglementaire, appliqué non seulement au marché des titres, mais aussi à l'ensemble des services financiers.

Le FSAct de 1986 tente ainsi d'institutionnaliser le système de régulation informel qui prévalait jusqu'alors dans la City. Chaque industrie est placée sous l'égide d'une *self-regulatory organisation* (SRO), ou organisation autorégulatrice, qui a le mandat de créer des règles contraignantes et de les faire appliquer². L'autorité juridique des SRO découle de leur autorité de tutelle, la Securities and Investment Board (SIB), elle-même sous l'égide du gouvernement. Les SRO sont composées non pas d'agents publics, mais de praticiens du secteur privé. Ce faisant, le gouvernement souhaite susciter l'adhésion du secteur à ses propres règles et éviter que celles-ci ne deviennent trop bureaucratiques (Whitworth, 2017). Si ce système peut paraître aujourd'hui laxiste, voire inopérant, il représente à l'époque une avancée importante vers la formalisation de la régulation financière.

41

Deux autres réformes de l'ère Thatcher prolongent ce double mouvement de libéralisation et de régulation dans des industries non couvertes par le FSAct. Le *Building Societies Act* de 1986 permet aux sociétés de construction de concurrencer les banques sur les marchés autres que le crédit immobilier. L'organisme créé pour les encadrer, le *Building Societies Commission*, encouragera plus tard leur démutualisation, rendant encore plus ténue la barrière entre les banques et les sociétés de construction (Daripa *et al.*, 2013). Enfin, le *Banking Act* de 1987 met fin à la distinction obsolète entre les banques primaires et secondaires, emblématique de la cartellisation du secteur bancaire dans les années 1970. Toutes les institutions bancaires sont désormais placées sur un pied d'égalité sous l'autorité de la BoE, parachevant ainsi le mouvement de transformation de la City.

LES DIFFICULTÉS DE LA NOUVELLE CITY (1987-1997)

Si le gouvernement Thatcher a modernisé avec succès le secteur financier, le réguler s'avère plus difficile. Au début des années 1990, deux importantes faillites bancaires mettent en lumière l'impuissance relative de la régulation domestique face à une finance de plus en plus internationale. Par ailleurs, le *Big Bang* se solde par la prise de contrôle

de la City par des banques étrangères à partir du milieu de la décennie. Enfin, d'autres scandales financiers, purement domestiques cette fois, viennent souligner les failles du nouveau cadre de supervision. À bien des égards, la City est donc dysfonctionnelle lors de la décennie qui suit les années Thatcher.

*Finance internationale, supervision domestique :
les crises BCCI et Barings (1991-1995)*

L'internationalisation de la finance lancée sous Thatcher alimente des risques nouveaux. Conscient du décalage entre la dimension internationale de la finance et la portée domestique de la supervision, le gouvernement britannique joue un rôle majeur dans les premières tentatives d'harmonisation de la réglementation financière que sont le processus de Bâle et la première série de directives européennes. Malgré ces tentatives de coordination, les faillites de la Bank Credit and Commercial International (BCCI) et de Barings dans les années 1990 témoignent de la difficulté de la BoE à superviser ses banques devenues internationales (Whitworth, 2017). Si les pratiques problématiques de la BCCI sont alors bien connues, la BoE juge que sa supervision incombe à son homologue luxembourgeois, car la banque, malgré son siège à Londres, est domiciliée au Luxembourg. Ce n'est que devant des preuves irréfutables de fraude que la BoE décide de mener une action concertée avec d'autres régulateurs pour liquider la BCCI en 1991. Quelques années plus tard, la banqueroute de Barings, l'une des plus prestigieuses banques d'affaires britanniques, ruinée par les opérations d'un jeune *trader* basé à Singapour, met une nouvelle fois en évidence l'impuissance des superviseurs face aux prises de risque de la finance internationale. La BoE, incapable de superviser les activités de Barings en Asie et faisant confiance – à tort – à son management pour la gestion des risques, la laisse faire faillite en 1995.

*Fin de partie pour les banques d'investissement britanniques
(1995-1997)*

Cet épisode marque le début de la prise de contrôle du secteur de la banque d'investissement britannique par des intérêts étrangers. Si le secteur avait prospéré entre 1983 et 1986 grâce aux consolidations générées par le *Big Bang*, cette dynamique prend fin avec le *krach* boursier du 19 octobre 1987. Dans la période de ralentissement économique qui suit, les banques d'investissement présentes à Londres, britanniques comme étrangères, connaissent de nombreuses difficultés liées à des problèmes de gestion interne, reflétant la hâte avec laquelle elles s'étaient empressées de pénétrer le marché dès 1983.

En 1995, les banques internationales ayant consolidé leur présence à Londres lancent donc une vague de rachats sur la City. Les banques d'affaires indépendantes sont les premières à partir. La vente de Barings au néerlandais ING est suivie par le rachat de SG Warburg par le groupe suisse SBC. La même année, Smith New Court et Kleinwort Benson sont reprises respectivement par l'américain Merrill Lynch et l'allemand Dresdner Bank. En 1997, les banques de détail jettent l'éponge : HSBC réduit ses activités d'investissement, tandis que Barclays et NatWest cèdent leurs divisions de commerce d'actions aux américains CS-First Boston et Bankers Trust (Augar, 2001).

Le processus de consolidation engagé sur le marché des titres en 1983 arrive à son terme entre 1995 et 1997, entraînant la mue de la City, à la physionomie autrefois si singulièrement britannique, en une place financière internationale. Après avoir recruté les meilleurs dirigeants et analystes de Londres grâce aux profits générés sur leur marché domestique, les nouveaux acteurs dominants de la City – désormais les américaines Goldman Sachs, Morgan Stanley et Merrill Lynch – transforment radicalement ses pratiques, le *gentlemanly capitalism* laissant place aux codes de la finance américaine, plus concurrentielle. Tout comme la BoE avait par le passé encouragé le développement des euromarchés, l'organisation d'autorégulation pour le marché des titres (SFA) choisit de ne pas intervenir dans la prise de contrôle de la City par des intérêts étrangers. De son point de vue, ce processus d'internationalisation³, certes mêlé à une certaine rétrogradation des acteurs britanniques, renforce après tout l'attractivité de la place de Londres.

43

Scandales domestiques

En parallèle, une série de scandales purement domestiques éclatent dans les années 1990 en exposant les faiblesses du cadre de supervision du FSAct. Avant d'être rachetées, les banques d'investissement de NatWest et Morgan Greenfell font face à des procès pour fraude après avoir manipulé la valeur d'entreprises sur la bourse de Londres. Le secteur des fonds d'investissement, sous-performant, est secoué par la procédure en justice d'Unilever envers son gestionnaire Mercury et par des scandales à répétition chez Morgan Greenfell. Dans le secteur du détail, la vente abusive de plans épargne-retraite (*pension mis-selling*) ou de prêts immobiliers (*endowment mis-selling*) berne de nombreux particuliers. À cela s'ajoutent les problèmes rencontrés par les infrastructures de marché : le remplacement des systèmes informatiques de la bourse de Londres tourne au fiasco, tandis que Lloyd's of London, le principal marché des assurances, frôle la faillite en 1995. Les organisations d'autorégulation SFA (marché des titres), IMRO (fonds d'investissement) et PIA (services de détail) apparaissent dépassées et

incapables de réguler leurs industries respectives. Les insuffisances de l'autorégulation – fragmentée, peu coordonnée et inefficace – apparaissent ainsi au grand jour et impose une réorganisation du cadre réglementaire (Augar, 2009).

LA CITY SOUS LE NEW LABOUR (1997-2008)

Le parti travailliste (New Labour) remporte les élections législatives le 2 mai 1997. Grâce aux mesures mises en place par le Premier ministre Tony Blair et son puissant chancelier de l'Échiquier Gordon Brown, la City connaît un nouvel âge d'or, qui prend fin dix ans plus tard dans la crise financière.

Un superviseur unique

Dès son arrivée au pouvoir, le gouvernement engage une réforme du cadre de réglementation financière. L'une des premières mesures du chancelier Gordon Brown est d'accorder l'indépendance monétaire à la BoE. Soucieux du besoin de mieux superviser le secteur en raison des nombreux scandales financiers de la décennie passée, le gouvernement annonce également la création d'un superviseur unique : la Financial Services Authority (FSA). En plus de remplacer le SIB et les SRO, la FSA récupère les fonctions de supervision des banques, et plus tard les secteurs des prêts immobiliers et de l'assurance. À travers ces réformes, toutes deux bien accueillies par les milieux économiques et politiques, le gouvernement travailliste souhaite s'imposer comme une force moderne, réformatrice et proche des affaires.

Si l'indépendance de la BoE fut actée dès 1998, le processus de la création de la FSA n'est achevé qu'avec la promulgation de la loi *Financial Services and Markets Act* (FSMA) en 2000. Durant cette période, les *lobbies* financiers se mobilisent pour limiter les pouvoirs de la FSA, arguant qu'un superviseur trop puissant risquerait de nuire à l'attractivité de la City (Daripa *et al.*, 2013).

Ce processus donne naissance à un superviseur dit « *light touch* ». De par sa taille et son budget limités, la FSA opte pour une régulation basée sur les principes (*principles-based regulation*), plutôt qu'en édictant des règles précises. De surcroît, la FSA a pour mission non seulement de surveiller le secteur, mais également de le faire prospérer. En effet, la loi FSMA stipule que le nouvel organisme doit encourager l'innovation financière, ne pas ériger de barrières disproportionnées et maintenir la compétitivité du Royaume-Uni à l'international. Ne pouvant réguler trop agressivement les sociétés financières, la FSA privilégie une approche conciliante, préférant le dialogue et la coopération à la contrainte (Augar, 2009).

Cette nouvelle architecture est parachevée par un protocole signé en 1997 par la BoE, la FSA et le Trésor : la première est chargée de la politique monétaire et de la stabilité du système financier, la seconde responsable de la conduite des entreprises et le troisième garant devant le Parlement de l'architecture réglementaire.

Le nouvel âge d'or de la City

La City prospère comme jamais sous les deux premiers mandats du New Labour (1997-2001 et 2001-2005). Le secteur financier devient le plus important contributeur aux recettes de l'État, sa part du PIB britannique augmente de 6 % à 9 % entre 1996 et 2006 et Londres est désignée comme « capitale mondiale de la finance » en 2008 par le cabinet McKinsey. Pour un court instant en 2007, RBS est même la plus grande banque du monde en termes d'actifs.

Ce renouveau de la City, certes alimenté par des facteurs de fond (mondialisation, avancées technologiques, etc.), est aussi favorisé par la FSA. Alors que la réglementation américaine se durcit après la crise de la bulle internet, la FSA fait de la City une terre d'accueil pour les banques d'investissement. C'est notamment depuis Londres que JP Morgan développe, à la fin des années 1990, ses nouveaux produits dérivés (les fameux *credit default swaps* et *collateralised debt obligations*). Le superviseur réussit à attirer de plus en plus d'introductions en bourse à Londres avec le développement de l'Alternative Investment Market (AIM), et encourage la croissance fulgurante du secteur des fonds spéculatifs entre 2003 et 2006. Grâce à son approche souple et pragmatique, la FSA dynamise la City, en poussant à son paroxysme son processus d'internationalisation (Augar, 2009). Plus que jamais, celle-ci reprend à son compte les codes de la finance américaine : le court-termisme, la prise de risque et la recherche du profit actionnarial.

45

La crise financière de 2008 dans une perspective historique

Cet environnement permissif est le terreau de déséquilibres importants. Les banques d'investissement développent lors de cette période de nouveaux produits risqués et les vendent aux banques de détail, dont certaines sont des anciennes sociétés de construction cherchant à financer leurs expansions (Augar, 2009). Quand la crise se déclenche aux États-Unis, le tarissement de la liquidité sur les marchés de gros rend *in fine* ces institutions insolubles. Ainsi, la crise prend forme au Royaume-Uni par les faillites de la banque RBS et d'anciennes sociétés de construction dont Northern Rock et Halifax Bank of Scotland (HBOS), qui sont soit rachetées par un acteur privé, soit recapitalisées par le gouvernement en 2008. Le développement de la crise financière au Royaume-Uni a donc ses racines historiques dans deux décisions

prises sous Thatcher : le *Big Bang*, qui crée le secteur de la banque d'investissement, et le *Building Societies Act* de 1986, puis de 1996, qui permettent aux sociétés de construction de devenir des banques cotées, en quête de profit actionnarial.

Le rôle de la FSA

Si la responsabilité première de la crise incombe donc aux acteurs privés, les organes de régulation ont aussi leur part de responsabilité. La FSA commit dans les années 2000 des erreurs de supervision : ses moyens limités ne lui permettaient pas de surveiller correctement Northern Rock, et encore moins un géant comme RBS (Daripa *et al.*, 2013). Plus généralement, la FSA, de par son double mandat, avait encouragé la création d'un environnement financier expansionniste, basé sur des hypothèses erronées d'un accès illimité à la liquidité, de l'appréciation continue des actifs, et en fin de compte de la disparition du risque. Enfin, la division des tâches entre la BoE, la FSA et le Trésor contenait un angle mort : aucune institution n'était responsable pour la gestion du risque systémique, qui pourtant s'accroissait.

ÉPILOGUE ET CONCLUSION

46

Profondément ébranlé dans ses fondements, ses principes comme dans ses acteurs, le secteur financier britannique va connaître dans l'après-crise des réformes de grande ampleur, conduisant à une remise en question du laissez-faire précédent catalysée par le *momentum* international et européen, qui va prendre un tour britannique particulier dans le secteur bancaire. En outre, les récentes évolutions du secteur offrent un éclairage intéressant sur les principaux thèmes traversant notre récit.

L'après-crise

Arrivant au pouvoir en mai 2010, le nouveau gouvernement de coalition, mêlant conservateurs et libéraux, réforme rapidement le cadre réglementaire financier. La FSA est remplacée par trois nouvelles structures, opérationnelles au 1^{er} avril 2013. Un comité de politique financière (Financial Policy Committee, FPC) est créé au sein de la BoE, avec la responsabilité d'identifier et de traiter les risques pour la stabilité financière. Un nouveau régulateur microprudentiel des secteurs bancaire et assurantiel (Prudential Regulatory Authority, PRA), également placé sous l'égide de la BoE, voit le jour. Enfin, la FSA devient la Financial Conduct Authority (FCA), chargée de la protection des consommateurs et de la surveillance des marchés. En parallèle, le gouvernement durcit les règles bancaires. Si un grand nombre d'entre elles sont conçues au niveau européen (exigences de fonds propres, garantie des dépôts,

redressement et résolution des banques, etc.), puis mises en œuvre au niveau britannique, le gouvernement choisit de réguler encore plus fermement ses propres banques. Le *Banking Act* de 2013 exige notamment, pour tout établissement dont les dépôts s'élèvent à plus de 25 M£, la séparation des activités de détail au Royaume-Uni des autres activités d'investissement plus risquées. Cette séparation, dite « *ring-fencing* », doit se faire aux niveaux managérial, financier et de la gouvernance. Enfin, la loi instaure un régime de gouvernance basé sur la responsabilité des cadres dirigeants (*Senior Manager's and Certification Regime*) appliqué d'abord aux banques, puis à l'ensemble de l'industrie financière.

Perspectives

Si la dynamique proprement britannique de la libéralisation financière semble avoir désormais perdu sa rythmique singulière au profit de l'inscription du pays dans les cadres globaux de régulation et de coopération multilatérales, les évolutions récentes du secteur financier britannique continuent d'informer les principaux enjeux évoqués dans cet article :

– le mouvement de libéralisation du secteur financier, amorcé durant les années Thatcher et connaissant un nouvel âge d'or sous le New Labour, rencontre ses limites dans l'après-crise. La réforme du *ring-fencing* rétablit (sous une forme certes plus légère) la barrière entre banques de détail et banques d'investissement abolie lors du *Big Bang*. Cette réforme est emblématique de la préférence implicite des régulateurs pour l'émergence d'acteurs financiers de taille moyenne et axés sur le marché domestique. Pour autant, ce nouveau climat n'a pas freiné ces dernières années le développement des innovations financières à Londres, qui a su asseoir, grâce à son expertise, ses infrastructures et le soutien de ses régulateurs, sa prédominance sur de nouveaux secteurs de la finance tels que la *fintech*, la finance verte ou encore la finance islamique ;

– le processus de formalisation du cadre réglementaire, évoluant en parallèle à celui de libéralisation, continue. Au cours des cinquante dernières années, le secteur financier britannique aura connu successivement la régulation informelle de la BoE, l'autorégulation institutionnalisée avec les SRO, puis la régulation « fondée sur les principes » de la FSA. Après la crise, la BoE recouvre son rôle central dans la régulation et la supervision du secteur financier, tout en préservant son indépendance et son autorité statutaire. Par ailleurs, avec la transposition dans le *corpus* juridique britannique d'un nombre croissant de normes, principalement communautaires jusqu'au Brexit (et à l'avenir dérivées directement du Comité de Bâle, s'agissant des activités bancaires), l'évolution du système régulateur britannique vers une approche normalisée, basée sur les règles, est difficilement résistible.

NOTES

1. Ceux-ci pouvaient même, grâce aux *american deposit receipts* (ADR), acheter certaines actions britanniques à New York, où les commissions de courtage étaient moins élevées qu'à Londres. En effet, le « May Day » avait libéralisé en 1975 le régime des commissions sur les marchés financiers étatsuniens.
2. Au niveau des services financiers de détail, on trouve la Financial Intermediaries, Managers and Brokers Regulatory Association (FIMBRA) et la Life Assurance and Unit Trust Regulatory Organization (LAUTRO), qui fusionnent en 1994 pour devenir la Personal Investment Association (PIA), ainsi que l'Investment Management Regulatory Organisation (IMRO). La Securities and Futures Association (SFA) représente les différentes industries du marché des titres.
3. Parfois appelé « *wimbledonization* » au Royaume-Uni, en référence au tournoi de tennis de Wimbledon, joué certes sur des gazons anglais en banlieue de Londres, mais où les joueurs étrangers se distinguent plus que leurs homologues britanniques.

BIBLIOGRAPHIE

- AUGAR P. (2001), *The Death of Gentlemanly Capitalism: the Rise and Fall of London's Investment Banks*, Penguin Books.
- AUGAR P. (2006), *The Greed Merchants*, Penguin Books.
- AUGAR P. (2008), *The Death of Gentlemanly Capitalism: the Rise and Fall of London's Investment Banks*, Penguin Books.
- AUGAR P. (2009), *Reckless: the Rise and Fall of the City*, Random House.
- 48 DARIPA A., KAPUR S. et WRIGHT S. (2013), « Labour's Record on Financial Regulation », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 29, n° 1.
- ESPOSITO M. (1995), « La déréglementation financière au Royaume-Uni : un peu d'histoire », in Azuelos M. (éd.), *La déréglementation des économies anglo-saxonnes : bilan et perspectives*, Presses Sorbonne Nouvelle.
- JACKSON H. E. (2007), « Variation in the Intensity of Financial Regulation, Preliminary Evidence and Potential Implications' », *Yale Journal on Regulation*, vol. 24, n° 2.
- STORY J. et WALTER I. (1997), *Political Economy of Financial Integration in Europe: the Battle of the Systems*, MIT Press.
- WHITWORTH A. (2017), *Banks Unchained: the Political Economy of Bank Regulation in the UK 1945-2015*, Thèse de doctorat en économie politique sous la direction de Erik Jones, Baltimore, Johns Hopkins University.