

L'AVENIR DE LA CITY

ENTRETIEN AVEC
EMMANUEL MASSÉ*
THOMAS ERNOULT**

Ce double entretien a été enregistré le 16 mai 2022 par Sylvain de Forges et François-Xavier Albouy (respectivement directeur de la publication et directeur de la rédaction de la Revue d'économie financière). La transcription de ces échanges est fonction des caractéristiques de l'oralité de l'exercice.

211

Revue d'économie financière – **Quelles sont les conséquences pour le système financier, particulièrement du Royaume-Uni, des désordres du commerce mondial à la suite de la Covid et à la suite de l'Ukraine ? Évidemment l'une des conséquences, c'est l'inflation, mais si l'on met la focale sur d'autres sujets, que peut-on dire ?**

Emmanuel Massé – Quelques remarques sur la situation générale macrofinancière du Royaume-Uni, en lien avec à la fois la Covid, l'agression de la Russie contre l'Ukraine et évidemment le Brexit.

Tout d'abord, la crise de la Covid a très fortement frappé le Royaume-Uni ; c'est l'un des pays qui a subi une chute de PIB la plus importante parmi les économies du G7, près de 10 % en 2020. Comme dans beaucoup de pays, elle a été extrêmement violente, mais le rebond a mécaniquement été très important ; le Royaume-Uni est

* Chef du Service économique régional, Direction générale du Trésor, Ambassade de France à Londres. Contact : emmanuel.masse@dgtrésor.gouv.fr.

** Conseiller financier, adjoint au chef de service, Direction générale du Trésor, Ambassade de France à Londres. Contact : thomas.ernoult@dgtrésor.gouv.fr.

l'un des pays qui a enregistré l'une des croissances les plus élevées des pays du G7 au cours de l'année 2021, commensurable à la dimension du choc récessif.

Si maintenant nous regardons son niveau de croissance par rapport à la situation d'avant la crise, le Royaume-Uni est très légèrement au-dessus de ces niveaux au premier trimestre 2022, ce qui signifie que la crise de la Covid est pratiquement effacée, mais sans effet de rebond qui irait au-delà et qui manifesterait une croissance vraiment dynamique.

Si nous regardons les autres grandeurs macroéconomiques, la première et la plus importante, c'est l'inflation. Le contexte de hausse des prix n'est pas spécifique au Royaume-Uni. Plusieurs facteurs expliquent cette inflation, bien sûr l'augmentation des prix de l'énergie, l'invasion de l'Ukraine par la Russie, mais c'est antérieur à cela ; c'est aussi la situation sur les chaînes d'approvisionnement, notamment en Asie, dans une période de reprise rapide, avec une forte demande exprimée et des contraintes sur les capacités d'offres qui prennent du temps à s'ajuster. Tout cela conduit globalement à une pression très significative sur les prix.

212

En ordre de grandeur, c'est très substantiel : la Banque d'Angleterre prévoit cette année une hausse des prix qui sera supérieure à 10 % (pic de 11 % en octobre). On est donc à des niveaux absolument considérables. C'est le principal marqueur de cette époque post-Covid, post-Brexit, post-début de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Cela peut avoir un impact très important sur les acteurs financiers. Cela entraîne déjà des réactions de politique monétaire, notamment de la part de la Banque d'Angleterre avec déjà cinq relèvements de ses taux (en juillet à 1,25 %). Cela peut aussi conduire à un fort ralentissement, voire à une baisse de l'activité pour la fin de l'année ou l'année prochaine, qui pénaliserait les entreprises, les ménages, les établissements bancaires et l'ensemble des acteurs du secteur financier.

Le deuxième marqueur, très important, c'est le marché du travail. Le taux de chômage est très bas au Royaume-Uni à 3,8 %, on a donc globalement le plein-emploi, et même au-delà du plein-emploi, des pénuries de main-d'œuvre dans un certain nombre de secteurs. 1,3 million d'emplois sont non pourvus outre-Manche, ce qui est un record. C'est l'un des facteurs marquants de cette sortie de crise : les entreprises cherchent à embaucher, et elles ont parfois du mal à trouver des salariés au profil adapté, avec potentiellement un risque d'avoir la même dynamique qu'aux États-Unis, à savoir une dynamique de rattrapage de l'inflation par les salaires, une sorte de boucle inflation-salaires.

Cette pénurie de main-d'œuvre touche de nombreux secteurs dont les services financiers. Certains ont du mal à recruter. À l'échelle de l'économie, ce sont presque un demi-million de personnes qui auraient quitté le marché du travail consécutivement à la Covid et au Brexit, et pour beaucoup, il s'agirait de personnes proches de la retraite qui auraient décidé d'arrêter de travailler. D'où une forte tension sur le marché du travail.

Enfin, parmi les grandes variables macroéconomiques, l'investissement privé reste nettement inférieur à son niveau d'avant-crise. On n'a pas pour l'instant de rebond marqué ; cette sous-performance de l'investissement privé depuis plusieurs années, et 2016 en particulier (c'est-à-dire le vote en faveur du Brexit), constitue un facteur préoccupant. Les prévisionnistes sont en désaccord sur un caractère pérenne ou non de cette atonie, mais pour l'instant il n'y a pas de reprise, malgré certains dispositifs publics, notamment de suramortissement. C'est certainement un élément qu'il faudra surveiller de très près. Une partie de l'explication provient probablement d'un effet Brexit, qui a créé un climat d'incertitudes et de difficultés pour les entreprises. Évidemment tout cela impacte le secteur financier, qui est le financeur des investissements, qui est concerné par les taux d'intérêt, qui est concerné par l'inflation, qui est concerné par la situation macroéconomique.

213

Revue d'économie financière – **Dans la suite logique, quel est votre sentiment sur l'attitude de la Banque d'Angleterre par rapport à ces différents points ?**

Emmanuel Massé – La Banque d'Angleterre, comme les autres banques centrales, se trouve devant un dilemme : devoir à la fois gérer un potentiel ralentissement de la croissance (ses prévisions sont proches de zéro pour la fin de l'année et 2023) et un niveau d'inflation extrêmement élevé, avec une partie de cette inflation qui est de l'inflation importée par les prix de l'énergie et de l'alimentation. C'est vraiment une ligne de crête sur laquelle cheminer pour maîtriser l'inflation : agir pour respecter son mandat et en même temps éviter de casser la croissance faible de façon trop brutale, le tout dans un environnement international où le taux de change effectif de la livre sterling se réajuste aussi en fonction des écarts de taux avec les autres grandes banques centrales, notamment la Federal Reserve (Fed), la banque centrale américaine. Toute la question est : jusqu'à quel niveau faut-il durcir la politique monétaire pour pouvoir s'assurer la baisse de l'inflation et en même temps ne pas trop impacter la croissance ? C'est le dilemme de la Banque centrale d'Angleterre en ce moment.

Au-delà des considérations conjoncturelles qui sont les siennes, il y a deux éléments structurels dans l'économie britannique qui sont très importants. C'est d'abord la faiblesse des gains de productivité. Le Royaume-Uni est depuis maintenant près de deux décennies un pays où les gains de productivité sont très faibles, notamment par rapport à d'autres économies comparables en Europe. Il est donc indispensable de relancer ces gains de productivité pour les années à venir ; c'est un enjeu évidemment déterminant pour la croissance et donc pour l'ensemble de l'activité économique au Royaume-Uni. Le gouvernement affiche un fort volontarisme sur ces sujets en se fixant des objectifs de soutenir davantage la R&D (recherche et développement), l'innovation et tous les facteurs qui pourraient accroître la productivité.

Ce sont ensuite les inégalités territoriales, qui sont très fortes entre Londres et le sud-est du Royaume-Uni, d'un côté, et le reste du pays, d'un autre côté ; les écarts continuent de se creuser. Les services financiers sont, par exemple, essentiellement localisés du côté de Londres. Londres est la place financière, elle génère une grande partie des activités à forte valeur ajoutée ou avec des salariés ayant une productivité élevée. Dans l'agenda du gouvernement, la politique qui essaye de réduire cette fracture territoriale est une politique de cohésion et de rééquilibrage socioéconomique, dite de *levelling-up* ; c'est aujourd'hui un objet politique et un objet économique, même si la mise en œuvre n'est pas simple et si les résultats prendront du temps à se concrétiser.

214

Revue d'économie financière – **Oui, c'est très important effectivement. Si l'on met la focale sur le reste du monde, quelle est la situation vis-à-vis des sanctions et des conséquences des sanctions, et surtout de la tentative du Royaume-Uni de reconstituer une forme de Commonwealth et de redevenir influent dans les grandes parties du Commonwealth ?**

Emmanuel Massé – En ce qui concerne les sanctions vis-à-vis de la Russie, le Royaume-Uni a pris un certain nombre de sanctions qui sont proches de celles prises par l'Union européenne ou par les États-Unis dans le cadre des discussions du G7. Si le Royaume-Uni est moins exposé que l'Union européenne aux importations de gaz russe, il reste néanmoins impacté par l'effet de hausse des prix sur les matières premières énergétiques sur les marchés mondiaux ; il produit une partie du gaz et une partie du pétrole en mer du Nord, mais il est un importateur net important de gaz et de pétrole non raffiné. Le Royaume-Uni est donc concerné par les augmentations de prix, qui ont un impact direct sur les ménages et les entreprises au Royaume-Uni.

Sur le sujet « Global Britain », comme les Britanniques disent ici, c'est-à-dire le fait de se tourner vers le grand large et de ne plus avoir uniquement une relation privilégiée avec l'Union européenne, mais essayer d'élargir à l'ensemble des pays du monde, les Britanniques cherchent à négocier des accords de libre-échange avec un certain nombre de partenaires, avec plus ou moins de succès. Ils ont depuis cette année un accord avec l'Australie et la Nouvelle-Zélande ; ils sont en discussion avec l'Inde et d'autres pays. Cela avance doucement. Ils aimeraient, ils l'ont dit, pouvoir négocier avec les États-Unis, mais l'Administration américaine actuelle n'en a pas fait une priorité. Cependant, il faut garder en tête que l'Union européenne reste de loin le principal partenaire commercial du Royaume-Uni.

Thomas Ernoult – Oui, il y a une dimension commerciale de cette stratégie de Global Britain, qui recouvre aussi d'autres volets : défense, affaires stratégiques, influence culturelle également. La partie commerciale est la première ambition du Royaume-Uni, la plus urgente. Avant même la mise en œuvre du Brexit, il lui fallait, du point de vue juridique, copier-coller tous les accords commerciaux que l'Union européenne avait passés avec ses partenaires commerciaux tiers, pour pouvoir continuer à bénéficier d'une partie de ces accords. Le Royaume-Uni a donc fait cette opération de translation quasi parfaite, avec quelques adaptations à la marge, de ces accords commerciaux dont il bénéficiait en tant que membre de l'Union européenne. Maintenant, au-delà de ces accords commerciaux de continuité, l'effort est effectivement de les approfondir et de les compléter afin de s'ouvrir davantage. Les gains issus de ces traités de libre-échange, d'après les études et les évaluations réalisées par le ministère du Commerce britannique, sont assez modestes, et en tout cas ne permettent pas, loin de là, de compenser les difficultés et les frictions qui sont inévitables à la nouvelle frontière commerciale douanière avec son principal et plus proche partenaire commercial, l'Union européenne à 27. *In fine*, la géographie a le dernier mot ! Dans la stratégie britannique, cela s'inscrit dans une optique de dépassement vers le reste du monde, avec en parallèle des réflexions qui ont été probablement accélérées ou impulsées par la crise de la Covid et les difficultés d'approvisionnement de certains acteurs, autour des enjeux de diversification et de raccourcissement des chaînes d'approvisionnement.

Pour revenir sur le point sur les sanctions, vous évoquiez l'impact potentiel sur la City ; je voudrais juste vous donner deux ou trois éléments d'ordre de grandeur, tant sur le plan commercial que sur le plan des investissements en Russie, et également l'impact sur le secteur financier britannique. Les effets sur l'économie britannique des

sanctions devraient rester assez limités, à la fois sur le plan commercial et en termes d'import et d'export, parce que la Russie est un partenaire de deuxième, voire troisième rang pour le Royaume-Uni. En termes d'exposition des investisseurs britanniques en Russie, l'impact est aussi limité. Enfin, l'exposition du secteur bancaire britannique à la Russie est également assez contenue, à la fois sur le plan de l'exposition directe et sur le plan de l'exposition indirecte.

Revue d'économie financière – **Nous pouvons peut-être passer à la livre sterling et son statut futur, avant de terminer par le dernier point, les aspects réglementaires sur les crypto-monnaies et sur l'évolution de la réglementation britannique par rapport au Brexit et aux crypto-monnaies.**

216

Emmanuel Massé – Le message principal c'est que la livre sterling reste une monnaie importante, mais pas comparable avec ce que sont le dollar ou l'euro en termes d'activité financière, parce que les masses économiques en jeu ne sont pas les mêmes. Quel rôle va-t-elle jouer à l'avenir, c'est une question compliquée. Certaines monnaies, à l'instar du franc suisse, sont des monnaies de réserve et cela sans lien avec la taille de l'économie. On pourrait ainsi imaginer que la livre sterling joue un rôle de monnaie refuge. Cela aurait néanmoins des conséquences sur la compétitivité du Royaume-Uni, sur le taux de change de la livre et sur l'activité économique. À mon sens, c'est donc peu probable, la livre devrait rester une monnaie de diversification dans les portefeuilles d'actifs. Son rôle principal restera d'adapter l'économie britannique aux conditions économiques externes, en fonction des évolutions de compétitivité. Il n'y aurait ainsi pas d'évolution majeure du statut ou du rôle de la livre sterling dans les années à venir.

Thomas Ernoult – La livre sterling avait déjà subi le choc au moment du référendum du Brexit ; on a vu très tôt une dépréciation de la livre, mais qui, depuis, reste assez stable contre l'euro. Contre le dollar, c'est un petit peu différent, mais contre l'euro, la livre a assez peu bougé depuis le référendum, depuis 2016.

Revue d'économie financière – **Quelle est la solidité des banques et des opérateurs financiers britanniques et quelles sont les évolutions réglementaires à attendre ?**

Thomas Ernoult – Le secteur bancaire britannique sort solide et robuste de ces différentes crises de nature et d'effets très divers, en tout

cas de l'avis des autorités de supervision britanniques et notamment du point de vue de la position en capital réglementaire, qui a été largement consolidée après la grande crise financière de 2007-2008. Le niveau du capital prudentiel, agrégé au niveau des banques britanniques, reste très satisfaisant et au-dessus des minima, il en est de même pour la position de liquidité des banques britanniques et la qualité des actifs à leurs bilans. Pour l'instant, il n'y a pas de sujet de préoccupation particulier affiché par les autorités de supervision britanniques. On pourrait imaginer qu'il y ait une dégradation liée à l'état de l'économie et aux défaillances de certaines entreprises, qui se sont endettées pendant la crise. C'est probablement un peu le cas, mais une partie non négligeable de ces prêts accordés pendant la crise l'ont été par l'entremise de dispositifs de prêts garantis par l'État, de la même manière que d'autres pays l'ont fait, comme en France, à la différence près qu'une partie non négligeable de ces prêts à des petites et moyennes entreprises l'a été ici avec des garanties de 100 % de l'État. En dernier ressort, ce sont l'État et le contribuable britannique qui sont ainsi exposés, peu les banques commerciales. Elles n'ont fait que distribuer ces prêts, avec d'ailleurs des difficultés liées à des conditions d'octroi très relâchées qui annoncent probablement des défaillances à venir. Les autorités britanniques, notamment l'OBR (Office for Budget Responsibility), qui est un organisme indépendant d'évaluation des finances publiques, et un autre organisme, la NAO (National Audit Office), l'équivalent de la Cour des comptes pour sa fonction d'évaluation des politiques publiques, ont également mis l'accent sur la proportion significative de fraude dans l'accès à ces dispositifs de crédit.

217

Sur la partie réglementaire maintenant, peut-être un premier point en lien avec le sujet « Global Britain » ; nous évoquons tout à l'heure les aspects commerciaux. Sur la partie réglementaire, il y a évidemment pour le Royaume-Uni une volonté de poursuivre, de maintenir – mais peut-être avec une volonté particulière depuis sa sortie de l'UE – sa présence et sa participation dans les instances de discussion et de coopération réglementaire au niveau multilatéral. C'est désormais son principal vecteur d'influence à l'échelle internationale en matière de standards, qu'ils s'agissent des normes prudentielles bancaires au Comité de Bâle, des principes de stabilité financières au FSB (Financial Stability Board) ou de *reporting* comptable au sein de la fondation IFRS (International Financial Reporting Standards), avec notamment tout le rôle que cet organisme basé à Londres souhaiterait prendre sur les enjeux de *reporting* environnemental.

Emmanuel Massé – Effectivement, le fait que le Royaume-Uni cherche à soutenir ces institutions internationales est très important.

De façon générale, sur les services financiers et le Brexit, ce que l'on observe c'est un léger effritement de l'attractivité de la place de Londres, consécutivement au Brexit ; des études (réalisées par le cabinet EY et le *think-tank* NewFinancial notamment) le montrent. Elles évoquent le fait que les relations avec l'Union européenne sont moins fluides avec la perte du « passeport financier » et qu'un certain nombre d'acteurs opèrent des réajustements ou des réallocations entre Londres et le continent. Ce n'est pas encore une vague massive de départs, mais cela pose clairement la question pour le gouvernement britannique de sa stratégie pour les services financiers. C'est très important pour les Britanniques d'exister dans ces instances internationales puisqu'ils ne sont plus dans les instances européennes, qui étaient des instances de normalisation et de régulation du secteur financier.

Au niveau national, cette évolution de la stratégie sur les services financiers conduit le gouvernement à soutenir un agenda réglementaire de réformes et beaucoup de consultations sont en cours (Bâle III, Solvency II). Il y a aussi la *Wholesale Markets Review* qui est en fait une revue des possibilités d'évolution de la réglementation des marchés de capitaux, à la suite du Brexit. Il y a là un champ très large et une volonté d'essayer, en dehors de l'Union européenne, de faire différemment, si possible mieux, en tout cas plus adapté aux acteurs financiers du Royaume-Uni. Pour l'instant, tout cela est en cours, c'est très loin d'être abouti, mais c'est clairement une tendance.

Le deuxième gros volet au niveau national, c'est celui de l'innovation, et sur les crypto-actifs, la volonté de devenir un « *hub* » global sur ces sujets. Des consultations vont être ouvertes pour voir comment faire émerger un cadre de réglementation. À noter que sur l'ensemble de ces sujets, l'Union européenne n'est pas du tout en retard par rapport au Royaume-Uni. Sur certains sujets, elle est même clairement en avance, en atteste l'adoption sous présidence française de l'UE du premier instrument de réglementation des crypto-actifs à l'échelle d'un marché de 450 millions de personnes. Un autre champ d'innovation dans lequel les Britanniques souhaitent avancer, et d'une certaine façon rattraper leur retard sur l'Union européenne, c'est la finance verte, où ils ont un agenda ambitieux pour l'avenir.

On a vraiment ces deux volets : une partie internationale et une partie plus nationale. Ce sont des évolutions en cours et qui ne sont clairement pas abouties sur les accords commerciaux, la réglementation, les secteurs innovants, tout cela est en cours. Les années à venir vont être intéressantes pour voir ce que finalement le Royaume-Uni décidera de faire, ce qu'il fera différemment, et ce qu'il fera sans diverger vraiment de l'Union européenne.

Thomas Ernoult – Cela s'inscrit aussi dans un remaniement de la structure institutionnelle de normalisation, c'est-à-dire de création de la norme financière au Royaume-Uni. Ce qui était auparavant discuté dans le cadre à la fois de la comitologie européenne, des colégislateurs (Conseil de l'Union européenne, Parlement européen) relève maintenant du Parlement britannique et des régulateurs. Il s'agit désormais pour eux de réallouer les compétences au sein du paysage institutionnel britannique, avec probablement une délégation importante aux instances de régulation technique des compétences autrefois exercées par le conseil ECOFIN et la commission ECON du Parlement à Bruxelles.

Emmanuel Massé – Le Royaume-Uni est aujourd'hui un pays qui se cherche, un pays qui avec le Brexit a connu un changement de direction important. Sur les services financiers, Londres était la plus grosse place financière de l'Union européenne. Elle est maintenant en dehors de l'Union européenne et doit donc trouver un nouveau chemin, une nouvelle façon de s'organiser, tout cela dans une situation macroéconomique agitée. Cela annonce des défis et des changements pour nos amis britanniques.

