

BREXIT & SERVICES FINANCIERS

Résilience, fragmentation et réinvention réglementaire dans la City post-Brexit

Une décennie après le référendum : résilience au cœur à forte valeur ajoutée, érosion aux marges européennes, et New York comme principal bénéficiaire.

John Ryan, London School of Economics

Contributeur : Adrian Forest

Résumé

Le débat sur l'impact du Brexit sur la City de Londres s'est cristallisé autour de trois récits concurrents, chacun saisissant une partie d'une transformation structurelle plus complexe. Le récit de la résilience met en avant la domination persistante de Londres dans les changes (38 % du volume mondial, BRI 2022), la compensation des produits dérivés de gré à gré, l'investissement dans la FinTech et l'intermédiation financière transfrontalière. Le récit de l'érosion souligne un effritement lent mais cumulatif : plus de 440 entreprises ont transféré au moins une partie de leur activité vers l'UE depuis le référendum, avec plus de 900 milliards de livres d'actifs bancaires relocalisés ; Amsterdam a dépassé Londres dans la négociation d'actions européennes ; Paris l'a dépassée en capitalisation boursière. Enfin, le récit de la renaissance cite les réformes d'Édimbourg, les réformes de Mansion House et le Financial Services and Markets Act 2023 comme les fondements d'un cadre post-UE plus compétitif, même si, trois ans plus tard, nombre de ces affirmations relèvent encore de l'aspiration plutôt que de la démonstration empirique.

Cet article soutient que Londres a perdu la bataille de la fragmentation financière européenne mais a conservé sa primauté dans les segments à plus forte valeur ajoutée de la finance internationale. La redistribution de l'activité entre Paris, Francfort, Amsterdam, Dublin et Luxembourg n'a pas produit de rival européen unifié : dans le Global Financial Centres Index de mars 2026, Francfort se classe 15e (734), Luxembourg 16e (733), Paris 19e (730) et Amsterdam 20e (729), tandis que Londres (766) ne devance New York (767) que d'un seul point. Le paradoxe plus large est que le principal bénéficiaire à long terme du Brexit pourrait s'avérer être New York, dont l'échelle, la liquidité et la centralité géopolitique se sont encore renforcées au cours de la période post-Brexit, tandis que l'union des marchés de capitaux européenne demeure inachevée, la finance de marché ne représentant que 13 % du financement des entreprises de l'UE, contre plus de 55 % aux États-Unis.

Introduction

Le référendum de juin 2016 a représenté le plus grand choc structurel pour la City de Londres depuis les réformes du « Big Bang » des années 1980. Pendant plus de trois décennies, Londres avait fonctionné simultanément comme centre financier national du Royaume-Uni, plaque tournante de fait de la banque de gros européenne et l'un des principaux nœuds de la finance mondiale en dollars. Le Brexit a perturbé cette position hybride. Le Royaume-Uni a choisi de quitter le marché unique de l'Union européenne tout en tentant de préserver les avantages de proximité réglementaire et d'accès au marché que l'adhésion garantissait auparavant. Dix ans après le référendum, le débat sur le Brexit financier s'est durci en trois récits concurrents, dont aucun n'est pleinement établi sur le plan empirique.

Le premier est le récit de la résilience. Cette thèse, défendue par certaines composantes de la City of London Corporation et appuyée par une littérature universitaire de plus en plus substantielle, soutient que Londres a conservé ses atouts fondamentaux malgré le Brexit (Bierbaum et Breen, 2025). Selon cette interprétation, la City reste dominante dans la négociation de devises, la compensation des dérivés de taux d'intérêt de gré à gré et la compensation des produits dérivés de gré à gré (voir Tableaux 1 et 2), les services juridiques internationaux, la FinTech (voir Tableau 3) et l'intermédiation financière transfrontalière (Sarah Hall et Martin Heneghan, 2023 et Wójcik et al. 2024). Ses partisans insistent sur la « viscosité » de l'écosystème institutionnel de Londres, tandis que les défenseurs du secteur soulignent la force persistante des exportations mondiales de services financiers, de l'investissement en capital-risque et de l'investissement direct étranger financier.

Le deuxième est le récit de l'érosion. Plus présent à Bruxelles, Francfort et Paris (et de plus en plus visible au sein même de la City), cette perspective met l'accent sur l'effritement lent mais cumulatif de la position européenne de Londres. New Financial estime que plus de 440 entreprises ont transféré au moins une partie de leur activité vers l'UE27 depuis le Brexit, avec plus de 900 milliards de livres d'actifs bancaires relocalisés. Amsterdam a dépassé Londres dans la négociation d'actions européennes peu après le Brexit ; Paris a dépassé Londres en capitalisation boursière (voir Tableau 4) ; et l'activité de swaps en euros a migré substantiellement vers New York et l'Europe continentale. Mainelli lui-même a suggéré ailleurs que l'impact cumulé sur l'emploi pourrait à terme approcher les 40 000 postes. L'argument de l'érosion n'est donc pas celui d'un effondrement mais d'un creusement progressif.

Le troisième est le récit de la renaissance. Cette interprétation soutient que le Brexit a créé une opportunité de réinvention réglementaire. À travers les réformes d'Édimbourg, les réformes de Mansion House et le Financial Services and Markets Act 2023, les gouvernements britanniques successifs ont tenté de bâtir un cadre réglementaire plus souple, orienté vers l'innovation et compétitif au plan international. Ses partisans soutiennent que l'affranchissement des règles de l'UE permet au Royaume-Uni d'ajuster plus finement sa réglementation à ses points forts nationaux dans la FinTech, les marchés de gros, la finance verte et l'assurance. Pourtant, trois ans après le FSMA 2023, nombre de ces affirmations relèvent encore de l'aspiration plutôt que de la démonstration empirique.

Cet article soutient que les trois récits saisissent chacun une partie d'une transformation structurelle plus complexe. Le Brexit n'a ni détruit la City ni laissé celle-ci inchangée. Il a plutôt réorganisé la géographie financière européenne de manière inégale et paradoxale. La City a perdu la bataille de la fragmentation mais a gagné celle de la spécialisation. Londres a conservé sa domination dans les segments à plus forte valeur ajoutée de la finance internationale tout en cédant du terrain dans des activités plus mobiles géographiquement, telles que la négociation d'actions, les introductions en bourse (voir Tableau 5) et certaines parts de la banque

d'investissement. Simultanément, la fragmentation entre Paris, Francfort, Dublin, Amsterdam et Luxembourg a empêché l'émergence d'un rival européen unifié face à Londres.

Le paradoxe plus large est que le principal bénéficiaire indirect du Brexit pourrait finalement s'avérer être New York plutôt que l'Union européenne. Si l'UE a réussi à relocaliser une partie de l'activité financière de Londres, elle n'a pas créé de marché de capitaux européen consolidé capable de rivaliser avec la profondeur et la liquidité financières américaines. En ce sens, le Brexit pourrait avoir affaibli à la fois le rôle européen de Londres et les perspectives plus larges d'autonomie financière européenne.

1. Trois récits du Brexit financier

Le récit de la résilience

Hall et Wójcik (2021) soutiennent que la résilience de Londres reflète l'enracinement des écosystèmes financiers. Les centres financiers dépendent non seulement de l'accès au marché, mais aussi de réseaux institutionnels profonds, d'expertise juridique, de densité du marché du travail, d'avantages linguistiques, de positionnement dans les fuseaux horaires et de capital réputationnel accumulé. Ils insistent sur la « viscosité fonctionnelle, géographique et institutionnelle » de la position de Londres dans le réseau financier mondial.

L'interprétation de la résilience a émergé en partie en réaction aux premières prédictions selon lesquelles le Brexit déclencherait un exode hors de la City de Londres. Avant le référendum, les estimations de cabinets de conseil prévoyaient des dizaines de milliers de suppressions d'emplois immédiates et une migration à grande échelle de l'activité de banque de gros. De tels scénarios ne se sont pas pleinement matérialisés (Hall et Wojcik, 2021).

Empiriquement, plusieurs indicateurs étayaient la perspective de la résilience. Londres demeure le premier centre mondial de négociation de devises selon les données de l'enquête triennale de la BRI. La City conserve également une domination mondiale dans la compensation des produits dérivés de gré à gré, en particulier via LCH.¹ Londres continue d'attirer des investissements substantiels dans la FinTech et reste le plus grand écosystème de capital-risque d'Europe pour les entreprises de technologie financière. La City demeure aussi une destination majeure pour l'IDE financier international.

La perspective de la résilience souligne également que nombre des activités relocalisées après le Brexit relevaient de la nécessité réglementaire plutôt que de la transformation stratégique. Les banques ont créé des filiales au sein de l'UE pour préserver l'accès par passeport, mais une grande partie de la prise de décision à forte valeur et de la gestion des risques est souvent restée concentrée à Londres (Hall, 2025). Le paradoxe révèle une relocalisation d'emplois relativement modeste malgré l'ampleur de la restructuration institutionnelle. Le récit de la résilience soutient donc que le Brexit a imposé des coûts d'ajustement sans déplacer fondamentalement la centralité financière mondiale de Londres (Wojcik et al., 2024).

Le récit de l'érosion

La perspective de l'érosion admet l'importance persistante de Londres mais soutient que le Brexit a néanmoins infligé des dommages cumulatifs substantiels. Les rapports annuels « Brexit and the City » de New Financial documentent plus de 440 entreprises relocalisant des opérations, du personnel ou des entités juridiques vers l'UE27. Plus de 900 milliards de livres d'actifs bancaires ont été transférés du Royaume-Uni vers des filiales européennes. Francfort s'est imposée comme la principale bénéficiaire pour la relocalisation bancaire ; Dublin a renforcé sa position dans la gestion d'actifs (voir Tableau 6) et la domiciliation de fonds ; Amsterdam a capté une activité substantielle d'infrastructures de négociation ; tandis que Paris a consolidé ses gains dans la gestion d'actifs et l'assurance (Hall et Heneghan, 2021).

Plusieurs indicateurs symboliques ont renforcé la perception d'un déclin. Amsterdam a dépassé Londres dans la négociation d'actions européennes peu après le Brexit. Paris a temporairement dépassé Londres en capitalisation boursière globale en 2022. Les grandes entreprises ont de plus en plus choisi New York plutôt que Londres pour leurs introductions en bourse, notamment Arm et CRH. La négociation de swaps libellés en euros s'est également déplacée substantiellement vers New York et les places de l'UE.

Des travaux empiriques récents renforcent l'argument selon lequel le Brexit a imposé d'importants coûts économiques à long terme au Royaume-Uni. Bloom et al. (2025), s'appuyant à la fois sur des simulations macroéconomiques et sur des données d'enquêtes au niveau des entreprises, estiment que « d'ici 2025, le Brexit avait réduit le PIB du Royaume-Uni de 6 à 8 %, ces effets s'accumulant progressivement au fil du temps ». Ils concluent en outre que l'investissement des entreprises a reculé de 12 à 18 %, tandis que l'emploi et la productivité ont chacun baissé d'environ 3 à 4 % (Bloom et al., 2025). Ces effets sont liés à l'incertitude prolongée de l'après-référendum, à une confiance de marché réduite, à une demande plus faible et aux inefficacités dans la gestion des entreprises et l'allocation des ressources découlant des négociations prolongées entre le Royaume-Uni et l'UE.

Ces résultats concordent largement avec les évaluations plus récentes de l'Office for Budget Responsibility², qui maintient que le Brexit laissera la productivité britannique inférieure d'environ 4 % à long terme à ce qu'elle aurait été autrement, principalement en raison d'une intensité commerciale réduite et d'un investissement des entreprises plus faible. L'impact cumulé d'une augmentation des frictions commerciales, des pénuries de main-d'œuvre et de la baisse de l'investissement a continué de peser sur la performance de croissance du Royaume-Uni bien avant dans la seconde moitié des années 2020.

La perspective de l'érosion souligne en outre les effets cumulatifs de l'incertitude réglementaire. Le Brexit a affaibli le rôle de Londres comme passerelle européenne naturelle pour les capitaux internationaux. La fin des droits de passeport a accru les coûts de conformité et dupliqué les structures opérationnelles. L'AEMF et la BCE ont également intensifié la pression contre les filiales « coquilles vides » et les modèles de comptabilisation en miroir (back-to-back), encourageant une relocalisation plus substantielle du personnel et des fonctions.

Kalaitzake (2022) soutient que l'interdépendance structurelle entre Londres et les marchés européens a freiné la fragmentation immédiate sans pour autant éliminer les incitations à la relocalisation à plus long terme. De même, Petit et Beck (2023) suggèrent que la stratégie graduelle de l'UE vise moins un rapatriement soudain qu'une autonomie stratégique de long terme. La perspective de l'érosion interprète donc le Brexit non comme un choc financier mais comme un processus d'effritement lent dont les pleins effets pourraient ne devenir visibles qu'au bout d'une décennie ou davantage (Ryan, 2023).

Le récit de la renaissance

La troisième interprétation voit dans le Brexit une opportunité de réinvention réglementaire.

Les réformes d'Édimbourg de décembre 2022, prolongées par les réformes de Mansion House et le Financial Services and Markets Act (FSMA) 2023, constituent le programme de transformation réglementaire le plus ambitieux engagé par le Royaume-Uni depuis les réformes postérieures à la crise financière de 2008. Elles visaient à remplacer progressivement le corpus de droit de l'Union européenne maintenu dans l'ordre juridique britannique après le Brexit, à renforcer l'autonomie réglementaire nationale et à accroître la compétitivité internationale de la place financière britannique.

Parmi les éléments clés figurent des réformes de Solvabilité II, du cantonnement (ring-fencing), des règles de cotation, des exigences de prospectus et de la réglementation des marchés de gros. Le gouvernement a également introduit un objectif secondaire de compétitivité pour la FCA et la PRA. Ses partisans soutiennent que le Brexit permet au Royaume-Uni de bâtir un régime plus proportionné et orienté vers l'innovation, mieux adapté aux priorités économiques nationales.

Dans leur analyse, James et Quaglia (2023) mobilisent le concept de « dé-européanisation différenciée » pour distinguer plusieurs trajectoires possibles : la divergence volontaire vis-à-vis du cadre européen, la divergence résultant de l'inaction, les tentatives de divergence restées sans effet et les domaines où l'alignement avec les règles européennes a été maintenu. De son côté, Moloney (2024) étudie l'évolution du régime britannique applicable aux pays tiers ainsi que la reconfiguration progressive des conditions d'accès au marché britannique et européen depuis le Brexit.

Pourtant, la thèse d'une renaissance de la City reste difficile à étayer empiriquement. Nombre des réformes annoncées n'ont pas encore été pleinement mises en œuvre et celles qui l'ont été produisent, jusqu'à présent, des effets limités. Surtout, la compétitivité d'une place financière semble reposer davantage sur des facteurs structurels (profondeur des marchés, liquidité, concentration des talents et influence géopolitique...) que sur le seul degré de contrainte réglementaire. Les critiques soulignent également qu'un assouplissement excessif des règles pourrait fragiliser la stabilité financière sans générer les gains de croissance espérés. À ce stade, la promesse d'un renouveau post-Brexit relève donc davantage d'une projection que d'un constat.

2. Fragmentation et spécialisation

Le Brexit a, en fait, produit un paradoxe. En rompant avec le marché unique, le Brexit a fragmenté la finance européenne et, dans le même temps, a renforcé la spécialisation de Londres dans les activités les plus mondialisées de la finance internationale. Ainsi, la City a perdu une partie de ses fonctions européennes, tout en consolidant son rôle de plaque tournante mondiale.

Cette distinction est essentielle, pour expliquer les conséquences du Brexit par secteur. Londres a conservé sa position dominante dans les activités caractérisées par une forte liquidité, des effets de réseau internationaux et des coûts de relocalisation élevés. C'est notamment le cas du marché des changes (voir Tableau 7), de la compensation des produits dérivés de gré à gré, de la gestion d'actifs institutionnelle, des services juridiques internationaux et d'une large partie de l'écosystème FinTech. Ces secteurs reposent sur des économies d'agglomération particulièrement puissantes, qui demeurent difficiles à reproduire ailleurs à court terme.

À l'inverse, Londres a perdu du terrain dans les activités dont le développement dépend davantage d'un accès direct au marché européen ou d'exigences réglementaires de localisation. Celles-ci comprennent notamment la

négociation d'actions au comptant, certains segments de la banque d'investissement, les introductions en bourse et le passeport européen en assurance. Le Brexit n'a donc pas produit un résultat uniforme, mais une recomposition sectorielle de la géographie financière européenne.

Cette redistribution des activités a toutefois eu une conséquence importante : elle a empêché l'émergence d'un rival continental unique à la City. Les gains ont été répartis entre plusieurs places financières européennes. Francfort a renforcé son rôle dans la supervision bancaire, la banque d'investissement et les activités de marché. Dublin s'est imposée comme un centre majeur pour les fonds d'investissement et le leasing aéronautique. Amsterdam a attiré une part importante des activités et des plateformes de négociation. Paris a consolidé ses positions dans l'assurance et la gestion d'actifs, tandis que Luxembourg a conservé sa place centrale dans les fonds distribués à l'échelle européenne. Dix ans après le référendum, aucune de ces villes n'est toutefois parvenue à recréer, à elle seule, l'écosystème intégré qui a fait la force de Londres.

Howarth et Quaglia (2018) avaient anticipé cette dynamique tôt dans le processus du Brexit, soutenant que la concurrence entre États membres inhiberait une consolidation financière européenne coordonnée. Les évolutions ultérieures ont largement confirmé cette prédiction.

Les difficultés persistantes de l'UE à développer l'union des marchés de capitaux ont encore renforcé la fragmentation.³ Les marchés de capitaux européens demeurent segmentés nationalement, avec des régimes d'insolvabilité, des systèmes de retraite, des structures fiscales et des cultures de supervision différents. Le Brexit a donc affaibli le rôle européen de Londres sans conduire à un renforcement corrélatif de l'autonomie financière de l'Europe (voir Tableau 8).

3. New York et la géopolitique de la puissance financière

Le plus grand bénéficiaire à long terme du Brexit pourrait finalement être New York (Ryan, 2020).

Cette éventualité a reçu une attention insuffisante lors des premiers débats sur le Brexit, qui portaient principalement sur la concurrence entre Londres et l'Europe continentale. Pourtant, plusieurs évolutions post-Brexit ont renforcé la position relative de New York au sein de la finance mondiale (Ryan, 2018).

Premièrement, la négociation de produits dérivés libellés en euros a migré non seulement vers l'UE mais aussi vers les marchés américains. Deuxièmement, les grandes introductions en bourse mondiales ont de plus en plus privilégié les places américaines en raison d'une liquidité plus profonde, de bases d'investisseurs institutionnels plus larges et de valorisations plus élevées. Troisièmement, le renforcement de la domination du dollar après le retour de la rivalité géopolitique a renforcé la centralité systémique de New York. Le retour de l'administration Trump a encore intensifié ces dynamiques. La fragmentation géopolitique, la politique de sanctions et la concurrence stratégique ont renforcé l'importance des réseaux de liquidité en dollars et des marchés de capitaux américains. Au moment précis où l'Europe cherchait une plus grande autonomie financière, le Brexit a donc fragmenté l'écosystème financier le plus compétitif du continent.

Le Brexit n'a pas simplement déplacé des activités financières de Londres vers quelques places européennes. Il a accéléré une redistribution des fonctions au sein du paysage financier du continent. L'ampleur de ce mouvement est désormais bien documentée. Selon New Financial, plus de 440 entreprises financières ont transféré vers l'Union européenne une partie de leurs activités, de leurs effectifs, de leurs actifs ou de leurs structures juridiques à la suite du Brexit. La Banque centrale européenne a ensuite porté cette estimation à près de 500 entreprises. Bruegel estime pour sa part qu'environ 10 % des actifs du secteur bancaire britannique et quelque 40 000 emplois ont été relocalisés vers l'Union depuis 2016. Toutefois, ces transferts se sont divisés entre Paris,

Francfort, Dublin, Luxembourg et Amsterdam, plutôt que de se concentrer dans une seule place financière capable de rivaliser avec Londres (Hamre & Wright, 2021).

Cette dispersion des activités a empêché l'émergence d'un véritable successeur européen à la City. Si Londres a perdu une partie de ses fonctions européennes, aucune place du continent n'a réussi à recréer à elle seule l'écosystème dense et intégré qui fait sa force. Le résultat n'est donc pas le remplacement d'un centre dominant par un autre, mais une fragmentation durable du paysage financier européen.

Dans le même temps, New York a continué de renforcer sa position au sommet de la hiérarchie financière mondiale. Dans le *Global Financial Centres Index 39* publié en mars 2026 (voir Tableau 9), la ville occupait une nouvelle fois la première place avec un score de 767 points, devant Londres (766), Hong Kong et Singapour (Z/Yen Group et China Development Institute, 2026). Cette évolution est d'autant plus importante que la puissance d'une place financière repose sur des mécanismes cumulatifs : la liquidité attire les investisseurs, les investisseurs attirent les entreprises, les entreprises attirent les intermédiaires financiers, les talents et les capitaux. Les États-Unis continuent ainsi de dominer la capitalisation boursière mondiale, le financement du capital-risque, la liquidité en dollars et les revenus de banque d'investissement, autant de facteurs qui renforcent l'avantage structurel de Wall Street (BRI, 2025).

Le rapport 2025 d'AFME, sur les indicateurs clés de performance de l'union des marchés de capitaux, a constaté que l'activité d'introduction en bourse européenne avait encore reculé de 23 % en 2025, alors même qu'elle progressait significativement aux États-Unis et sur les grands marchés asiatiques (AFME, 2025). Des cas récents, comme l'annonce par Wise de son projet de transférer sa cotation principale de Londres vers New York, soulignent l'attrait de viviers de liquidité américains plus profonds, de bases d'investisseurs institutionnels plus larges et de multiples de valorisation plus élevés.

Pour l'accès aux marchés de capitaux, la conséquence est concrète : les entreprises européennes et britanniques se tournent de plus en plus vers les marchés américains pour un financement en fonds propres à grande échelle, en particulier dans la technologie, la fintech, la biotechnologie et les secteurs de croissance. Cela peut réduire les contraintes de financement pour les entreprises prospères, mais cela signifie aussi que l'épargne, les bourses et les investisseurs institutionnels européens jouent un rôle moindre dans le financement de l'expansion des entreprises européennes. L'effet à long terme est que les entreprises européennes les plus compétitives au plan international s'intègrent progressivement davantage aux écosystèmes de marchés de capitaux centrés sur les États-Unis (Wright et al., 2025).

Quant au coût du financement, l'effet est inégal. Les grandes entreprises peuvent obtenir des fonds propres moins chers à New York en raison d'une liquidité plus profonde, d'une couverture analytique plus dense et de valorisations de marché plus élevées. Mais l'Europe, en tant que système, paie un coût structurel. Des marchés fragmentés, des viviers domestiques de capital-risque et de capital de croissance plus minces et de plus faibles opportunités de sortie par introduction en bourse réduisent la disponibilité du financement à risque à travers le continent.

Le paradoxe est donc profond. Le Brexit a été en partie justifié au nom de la souveraineté et du contrôle national (Ryan, 2021). Pourtant, en fragmentant davantage la finance européenne sans faire émerger de centre alternatif capable de rivaliser avec New York, il pourrait avoir renforcé la dépendance du continent et du Royaume-Uni à l'égard de l'infrastructure financière américaine. Or cette infrastructure est désormais bien davantage qu'un simple support économique. Systèmes de compensation, monnaie de réserve, capacité de sanction et profondeur des marchés de capitaux constituent aujourd'hui des instruments de puissance à part entière. Sous cet angle, le Brexit n'a pas seulement affaibli le rôle européen de Londres ; il a aussi,

potentiellement, réduit la capacité collective de l'Europe, Royaume-Uni compris, à peser dans la concurrence financière et géopolitique avec les États-Unis.

La question stratégique n'est donc plus de savoir si Paris, Dublin, Amsterdam ou Francfort peuvent chacune gagner de l'activité à la marge ; elle est de savoir si l'Europe peut bâtir une union des marchés de capitaux suffisamment intégrée pour empêcher ses entreprises, son épargne, ses cotations et son infrastructure financière de graviter de plus en plus autour de Wall Street plutôt qu'autour d'un système financier européen véritablement autonome (Coben, 2026). Le rapport 2024 de Mario Draghi sur la compétitivité européenne avertissait de surcroît que des marchés de capitaux fragmentés limitaient la capacité de l'Europe à financer l'innovation, la défense, la numérisation et la transition verte (Draghi, 2024).

4. Divergence réglementaire et souveraineté financière

Le débat sur la réglementation financière post-Brexit révèle aussi une tension plus profonde entre souveraineté réglementaire et compétitivité économique. Le gouvernement britannique a présenté le *Financial Services and Markets Act* (FSMA) de 2023 et les réformes qui l'accompagnent comme l'occasion de bâtir un cadre réglementaire plus souple et mieux adapté aux priorités nationales (Beck et al.). Pourtant, la divergence réglementaire ne constitue pas en elle-même un avantage concurrentiel. Tout dépend de la valeur que les acteurs financiers accordent à cette flexibilité par rapport aux bénéfices liés à l'accès au marché européen.

Sur ce point, la signature en juin 2023 du protocole d'accord sur la coopération réglementaire entre le Royaume-Uni et l'Union européenne a constitué une tentative de stabilisation des relations post-Brexit. Le Forum conjoint de réglementation financière s'est depuis réuni à plusieurs reprises, offrant un cadre de dialogue institutionnalisé entre les deux parties. Les progrès restent toutefois limités. Le régime d'équivalence demeure fragmentaire, révocable à tout moment et nettement moins protecteur que les anciens droits de passeport dont bénéficiaient les institutions financières avant le Brexit.

EMIR 3.0 a simultanément intensifié les efforts de l'UE pour réduire sa dépendance à l'égard de l'infrastructure de compensation britannique. Les réformes de Solvabilité II ont également divergé des deux côtés de la Manche. Ces évolutions suggèrent que la concurrence réglementaire entre le Royaume-Uni et l'UE est susceptible de demeurer une caractéristique structurelle de la finance européenne.

Dans le même temps, une divergence complète reste improbable. Le rôle mondial de la City dépend fortement du maintien de la crédibilité, de la prévisibilité et de la compatibilité avec les normes internationales. Une dérégulation excessive pourrait saper la confiance institutionnelle qui sous-tend l'attractivité de Londres. La réalité est donc celle d'une divergence contrainte. Le Brexit a élargi l'autonomie réglementaire britannique, mais dans les limites imposées par l'intégration financière mondiale. Si une réinitialisation des relations UE-Royaume-Uni après le Brexit doit avoir lieu, ces questions financières devront être traitées (Berg et al., 2025).

Conclusion

Dix ans après le référendum, l'impact du Brexit sur la City de Londres ne peut être compris à travers des récits simplistes d'effondrement ou de triomphe. Le récit de la résilience identifie correctement les forces persistantes de Londres dans les activités financières mondialement interconnectées. Le récit de l'érosion saisit avec justesse la relocalisation cumulative de l'activité, des infrastructures et de la présence institutionnelle vers l'UE27. Le récit de la renaissance reflète des ambitions réelles de réinvention réglementaire, même si ses conséquences à long terme demeurent incertaines (Tableau 10).

La City n'a pas perdu son rôle mondial, mais elle a perdu sa centralité européenne incontestée. Le Brexit a réorganisé la géographie financière européenne de manière inégale. Londres a conservé son leadership dans la finance internationale à forte valeur ajoutée tout en cédant du terrain dans des activités plus mobiles géographiquement. Pendant ce temps, la fragmentation entre Paris, Francfort, Dublin, Amsterdam et Luxembourg a empêché l'émergence d'un rival continental unifié.

La conséquence géopolitique plus large pourrait être que New York s'est imposée comme le principal bénéficiaire du Brexit en matière financière. À un moment où l'Europe et le Royaume-Uni cherchaient une plus grande autonomie stratégique, le Brexit a donc affaibli le centre financier le plus mondialement intégré du continent sans créer d'alternative cohérente, renforçant la dépendance américaine.

Le Brexit n'a donc pas détruit la City de Londres. Il l'a transformée, de capitale financière incontestée de l'Europe en un nœud financier mondial plus spécialisé, opérant entre une Europe fragmentée et une place de New York de plus en plus dominante.

Annexe statistique

Table 1. OTC Interest-Rate Derivatives Trading (2025)

INDICATOR	LONDON / UK	EU COMPARISON	INTERPRETATION
Daily OTC IRD turnover (April 2025)	USD 4.320 tn/day	Global market: USD 8.71 tn/day · Largest globally	<i>London remains systemically important</i>
Global market share (2025)	49.6%	Largest EU centre: Germany (7.5%) · All EU combined: 13.8% · UK alone = 3.6x total EU	<i>Brexit failed to displace London</i>
2022 UK market share	42.9%	Eurex IRD grew +35% YoY in 2022	<i>Post-TCA dip; Eurex gains visible but limited</i>
2019 UK market share	50.6%	No data available	<i>Above pre-Brexit peak (49.9% in 2013)</i>
Pre-Brexit peak (2013)	49.9%	—	<i>2025 share: -0.3pp vs 2013 peak</i>

A. IRD by Instrument, UK Share (2025)

INSTRUMENT	UK DAILY VOL (USD BN)	UK GLOBAL SHARE (%)
FRAs	438	61,0 %
Swaps	3 710	48,2 %
OIS swaps	2 875	50,8 %
Other IR swaps	834	40,9 %
Options	171	60,7 %
Other instruments	1	8,9 %

B. Top EU IRD Centres (2025)

COUNTRY	DAILY VOL (USD BN)	GLOBAL SHARE (%)
Germany	0,7	7,5 %
France	0,3	3,7 %
Spain	0,1	0,9 %
Netherlands	0,1	0,8 %
Denmark	0	0,3 %

C. IRD UK Market Share Time Series

YEAR	UK TURNOVER (USD BN/DAY)	GLOBAL TOTAL (USD BN/DAY)	UK SHARE (%)
1998	122,9	343,6	35,8 %
2001	237,8	676,1	35,2 %
2004	563	1 330,5	42,3 %
2007	957,1	2 173,2	44,0 %
2010	1 234,9	2 648,9	46,6 %
2013	1 347,7	2 702,0	49,9 %
2016	1 180,2	3 039,0	38,8 %
2019	3 670,2	7 251,3	50,6 %
2022	2 359,4	5 501,8	42,9 %
2025	4 319,8	8 708,1	49,6 %

Table 2. OTC Derivatives Clearing Infrastructure

INDICATOR	LONDON	EUROPEAN UNION	STRATEGIC MEANING
LCH SwapClear Q4 2025 notional cleared	US\$539 trillion (1)	—	London remains globally systemic
Q4 2025 trades cleared	3.44 million (1)	—	Record clearing activity
EMIR 3.0 active-account rules	—	Implemented	EU pursuing strategic autonomy
Eurex clearing growth (2025)	—	+35% YoY (2)	EU building domestic capacity
Dependence on UK CCPs	High (3)	High (3)	EU still reliant on London

Sources: 1. LCH, LCH SwapClear Q4 2025 Highlights (London: London Stock Exchange Group, 2026), accessed June 2, 2026, https://www.lseg.com/content/dam/post-trade/en_us/documents/lch/resources/lch-swapclear-q4-2025-highlights.pdf. 2. Eurex, "Full Year and December 2025 Figures at Eurex," news release, January 2026, accessed June 2, 2026, <https://www.eurex.com/ex-en/find/news-center/news/Full-year-and-December-2025-figures-at-Eurex-4891494>. 3. European Securities and Markets Authority (ESMA), EU Derivatives Markets 2023, ESMA Market Report ESMA50-524821-2930 (Paris: ESMA, 2023), accessed June 2, 2026, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-12/ESMA50-524821-2930_EU_Derivatives_Markets_2023.pdf.

Table 3. FinTech and Innovation Ecosystems

INDICATOR	LONDON / UK	EUROPEAN UNION	UNITED STATES
FinTech ecosystem strength	Europe's largest with almost half of EMEA fintech funding (2024); 53 unicorns (1)	Paris increasingly competitive (2)	Dominant (1)
GFCI 39 FinTech ranking	5th globally (2)	No EU city in top 5 (2)	New York 3rd (2)
Venture-capital scale	Strong but declining — UK fintech VC –27% to \$9.9bn (2024), still #1 in Europe (3)	Fragmented (3)	Deep (3)
IPO exit opportunities	Weak relative to US — 18 listings (2024), lowest on EY record (4)	Weak - EMEA at 5-year low (5)	Deep and liquid — 218 IPOs, \$33.6bn (5)

Sources: 1. KPMG. 2025. Pulse of Fintech H2 2024. February 2025. <https://kpmg.com/uk/en/media/press-releases/2025/02/uk-fintech-investment-hits-four-year-low-but-remains-european-leader.html>. 2. Z/Yen Group and China Development Institute. 2026. The Global Financial Centres Index 39. London: Long Finance, March 26, 2026. https://www.longfinance.net/media/documents/GFCI_39_Report_2026.03.26_v1.1.pdf. 3. KPMG. 2026. Pulse of Fintech H2 2025. February 2026. <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmgsites/uk/pdf/2026/02/pulse-of-fintech-global-analysis.pdf>. 4. Ernst & Young (EY). 2025. "London Stock Market Ends 2024 on a High after Q4 Boost." EY UK, January 2025. https://www.ey.com/en_uk/newsroom/2025/01/london-stock-market-ends-2024-on-a-high-after-q4-boost. 5. World Federation of Exchanges (WFE). 2025. FY 2024 Market Highlights. February 10, 2025. https://wfe-live.lon1.cdn.digitaloceanspaces.com/org_focus/storage/media/Cally%20Billimore/WFE%20FY%202024%20Market%20Highlights%20Report%2010022025.pdf.

Table 4. Equity-Market Geography After Brexit

AREA	LONDON	EU GAIN	STRATEGIC INTERPRETATION
Stock-market capitalisation	Regained lead over Paris in 2024 (2)	Paris led Nov 2022 – June 2024 (1)	<i>Symbolically volatile</i>
EU share trading	Reduced after Brexit (3) (4)	Amsterdam strengthened sharply (3)(4)	<i>Clear EU gain</i>
Trading infrastructure	Still globally significant	Euronext / Cboe expanded	<i>Partial EU consolidation - gains split across cities, no single London rival (5)</i>
Exchange competitiveness	Under pressure	Under pressure	<i>US still globally dominant</i>

Sources: 1. Bloomberg. 2022. "London Loses Crown as Europe's Biggest Stock Market to Paris." November 14, 2022. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-11-14/london-loses-its-crown-of-biggest-european-stock-market-to-paris>. 2. Bloomberg. 2024. "Paris Loses Crown as Europe's Biggest Equity Market to London." June 17, 2024. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-06-17/paris-loses-crown-as-europe-s-biggest-equity-market-to-london>. 3. FXStreet. 2021. "Amsterdam Surpasses London as Share Centre." February 12, 2021. <https://www.fxstreet.com/analysis/amsterdam-surpasses-london-as-share-center-202102121130>. 4. Cboe Global Markets. 2024. "Amsterdam Maintains Post-Brexit Status as Europe's Share Trading Hub." Reported in City A.M., March 2024. <https://www.cityam.com/amsterdam-maintains-post-brexit-status-as-europes-share-trading-hub/>. 5. European Securities and Markets Authority (ESMA). 2025. "Fragmentation in European Equity Markets since 2019." ESMA Working Paper ESMA50-524821-3352, September 17, 2025. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-09/ESMA50-524821-3352_Working_Paper_Fragmentation_in_European_Equity_Markets_since_2019.pdf.

Table 5. IPO and Listings Competitiveness

INDICATOR	LONDON / UK	EUROPEAN UNION	UNITED STATES
IPO market condition (2025) (1)	Rebounding — strongest year since 2021	Declined	Strong recovery
Attraction for growth firms	Weakening	Fragmented	Increasingly dominant
Deep liquidity pools	Moderate	Limited	Very high
Cross-border listings appeal	Reduced	Weak	Very strong
European firms shifting toward US markets (2015–24) (2)	51 UK firms / \$272bn but ~90% of IPOs stay domestic	130 European firms (<i>not just EU</i>) / \$676bn just 2% of listed firms, 4% of value	Net beneficiary, though the pull might be overstated

Sources: 1. Anani, Karim. 2025. EY Global IPO Trends 2025. Ernst & Young, December 17, 2025. https://www.ey.com/en_pt/insights/ipo/trends. 2. Wright, William, James Thornhill, Christopher Breen, and Matilda Hames. 2025. A Reality Check on International Listings. London: New Financial, in partnership with HSBC Global Research, April 2025. <https://www.newfinancial.org/reports/a-reality-check-on-international-listings>. Comment for the last line : New Financial / HSBC Global Research (2025) identified 130 European companies (UK, EU, Switzerland, Norway, Iceland) that moved their primary US listing over 2015–24, worth a combined \$676bn at the time of the move — of which 51 UK firms (\$272bn). The report finds the trend "more pronounced than expected yet less concerning than thought," calls the "exodus" narrative overblown, and notes 70% of the movers trade below their listing price. It identifies the public-to-private shift (>1,000 European delistings, >\$1tn) as a far bigger threat. Counterpoint: the ECB (2024) [finds](#) M&A, not transatlantic flight, is the primary driver of European delistings.

Table 6. Institutional Asset Management

GTPO Comment: Figures reconciled to EFAMA, ICI and IA primary sources; the "Europe" column (€33.7tn) is measured by management location and includes the UK and Switzerland, so it overlaps the UK column and the two should not be summed.

INDICATOR	LONDON / UK	EUROPE (INCL. UK & SWITZERLAND)	UNITED STATES
Position in Europe	Largest ecosystem	Large but fragmented	Global leader
AuM 2024 (1)	€12.1tn - Major share of 33.7tn market	€33.7tn	US managers globally dominant
AuM Q3 2025 (1)	no figure yet	€34.4tn est.	not published yet
Share of global regulated fund assets (by domicile, Q2 2025) (2)	2.8%	30.9% global share	51.7% global share

Sources: 1. European Fund and Asset Management Association (EFAMA). 2025. Asset Management in Europe: An Overview of the Asset Management Industry. 17th ed. Brussels: EFAMA. https://www.efama.org/sites/default/files/files/asset-management-report-2025-v3_0.pdf. 2. European Fund and Asset Management Association (EFAMA) and Investment Company Institute (ICI). 2025. International Statistical Release: Worldwide Regulated Open-End Fund Assets and Flows, Second Quarter 2025. Brussels: EFAMA. <https://www.efama.org/sites/default/files/files/international-statistical-release-q2-2025.pdf>.

Table 7. Global Foreign Exchange Trading (2025)

GTPO Comment: This table unpacks global foreign-exchange trading in 2025 across four views: (A) the headline London–EU comparison from the BIS Triennial Survey, (B) the UK's share broken down by instrument, (C) the leading EU FX centres, and (D) the UK's market-share time series since 1989.

A. Global FX Trading (2025) | BIS Triennial

INDICATOR	LONDON / UK	EU COMPARISON	INTERPRETATION
Daily FX turnover (April 2025)	USD 4.74 tn/day	Global market: USD 12.56 tn/day	London is the world's largest FX centre
Global market share (2025)	37.8%	Largest EU centre: Germany (3.1%) · All EU combined: 8.7% · UK alone = 4.3x total EU	Brexit did not displace London
2022 UK market share	38.0%	—	Post-TCA dip — since recovered
2019 UK market share	43.2%	—	Above pre-Brexit peak (2013)
Pre-Brexit peak (2013)	40.8%	—	2025 share: -3.0pp vs 2013 peak

B. FX by Instrument, UK Share (2025)

INSTRUMENT	UK DAILY VOL (USD BN)	UK GLOBAL SHARE (%)
Spot transactions	1 418	37,9 %
Outright forwards	1 042	46,8 %
FX swaps	1 809	32,4 %
Currency swaps	97	48,1 %
Options	376	46,7 %
Other instruments	0	0,0 %

C. Top EU FX Centres (2025)

COUNTRY	DAILY VOL (USD BN)	GLOBAL SHARE (%)
Germany	0,4	3,1 %
France	0,2	1,9 %
Denmark	0,1	0,8 %
Luxembourg	0,1	0,6 %
Spain	0,1	0,5 %

D. FX UK Market Share Time Series

YEAR	UK TURNOVER (USD BN/DAY)	GLOBAL TOTAL (USD BN/DAY)	UK SHARE (%)
1989	187	743,7	25,1 %
1992	297,2	1 115,5	26,6 %
1995	478,8	1 632,7	29,3 %
1998	685,2	2 099,4	32,6 %
2001	541,7	1 704,7	31,8 %
2004	835,3	2 608,1	32,0 %
2007	1 483,2	4 281,1	34,6 %
2010	1 853,6	5 045,3	36,7 %
2013	2 726,0	6 685,7	40,8 %
2016	2 406,3	6 513,5	36,9 %
2019	3 576,4	8 279,5	43,2 %
2022	3 735,1	9 823,2	38,0 %
2025	4 742,6	12 557,1	37,8 %

Table 8. Capital-Market Depth and Corporate Finance

INDICATOR	UNITED KINGDOM	EUROPEAN UNION	UNITED STATES
Market-based finance share	Stronger than EU average - risk capital >10% of SME funding vs 2–5% in EU (3)	13% of corporate funding (2025) (1)	Dominant model — bank lending only ~45% of corporate debt, vs 85% in EU (2)
Capital-market funding / GDP	Significant	3% of GDP (1)	8% of GDP (1)
Financial structure	Mixed bank/market system	Bank-dominated with bank lending ~85% of corporate debt vs 45% US (2)	Deep equity and bond markets — bank share ~45% (2)
Strategic implication	International orientation	Structural fragmentation	Major global advantage

Sources: 1. Association for Financial Markets in Europe (AFME). 2025. Capital Markets Union: Key Performance Indicators. Press release, "Slow Growth in Europe's Capital Markets, Competitiveness Gap Remains," November 26, 2025. <https://www.afme.eu/news-insights/press-releases/slow-growth-in-europe-s-capital-markets-competitiveness-gap-remains/>. 2. Farah, Elie, Matt Strahan, and Ryan Lancaster. 2026. "Europe Has the Capital to Compete — It Just Needs to Fix Its Financial Plumbing." World Economic Forum, January 20, 2026. <https://www.weforum.org/stories/2026/01/europe-has-capital-to-compete-just-needs->

[fix-financial-plumbing/](#), 3. World Economic Forum, 2024. "How Capital Market Finance Can Boost European Businesses." March 2024.
<https://www.weforum.org/stories/2024/03/how-capital-market-finance-boost-european-businesses/>.

Table 9. Global Financial Centre Rankings (2026)

FINANCIAL CENTRE	GLOBAL RANK	GFCI SCORE	PRIMARY COMPETITIVE STRENGTH
New York	1	767	Global capital markets and dollar liquidity
London	2	766	FX, derivatives, international finance
Hong Kong	3	765	China gateway and Asian capital markets
Singapore	4	764	Asian wealth and trading hub
Frankfurt	15	734	ECB supervision and wholesale banking
Luxembourg	16	733	Cross-border funds
Paris	19	730	Banking, insurance, asset management
Amsterdam	20	729	EU trading infrastructure

Sources: Z/Yen Group and China Development Institute. 2026. The Global Financial Centres Index 39. London: Long Finance, March 26, 2026.
https://www.longfinance.net/media/documents/GFCI_39_Report_2026.03.26_v1.1.pdf

Table 10. Comparative Balance of Financial Strengths

SECTOR	LONDON	EUROPEAN UNION	UNITED STATES / NEW YORK	BREXIT OUTCOME
Foreign exchange	Very strong	Fragmented	Strong via dollar system	London resilient
OTC derivatives	Very strong	Growing via Eurex	Strong	London specialised
Clearing infrastructure	Dominant	Strategic push underway	Strong	EU still dependent
Asset management	Strong	Luxembourg/Dublin/Paris gains	Dominant globally	US scale advantage
IPOs and listings	Weakening	Weak	Very strong	US major beneficiary
Equities trading	Reduced EU role	Amsterdam gains	Strong	Partial EU success
Banking balance sheets	Important	Frankfurt/Paris strengthened	Very strong	Fragmented relocation
FinTech	Strong	Improving	Dominant scale finance	UK competitive but constrained
Financial exports	Very high	Fragmented	Globally dominant	London still global
Strategic autonomy	Reduced EU gateway role	Incomplete CMU	Strengthened	Brexit indirectly favours US

Notes

- 01 Triennial Survey publication table: BIS,DER_D12_5,1.0
- 02 Brexit analysis - Office for Budget Responsibility
- 03 Capital markets union: a deep dive - Five measures to foster a single market for capital

Bibliographie

AFME, “Capital Markets Union Key Performance Indicators”, 8th Edition. Association for Financial Markets in Europe. Brussels, 2025

Bank for International Settlements, “Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Markets”, Basel, 2025.

Jesper Berg, Rebecca Christie, Hans Geeroms and Francesco Papadia, “Make finance part of the EU-UK post-Brexit reset”, Bruegel Analysis, 29 April 2025

Maximilian Bierbaum and Christopher Breen, The Interconnectedness of EU and UK Financial Markets, New Financial, December 2025

- Nicholas Bloom, Philip Bunn, Paul Mizen, Pawel Smietanka and Gregory Thwaites, “The Economic Impact of Brexit”, NBER working paper, November 2025
- Craig Coben, “The outlook for IPOs in 2026: oversized and over there”, Financial Times, 6 January 2026
- Mario Draghi, “*The Future of European Competitiveness*”, Report for the European Commission, Brussels, September 2024.
- Eurex, “Full Year and December 2025 Figures at Eurex”, Deutsche Börse Group, 2026
- Sarah Hall and Martin Heneghan, “Brexit and ‘missing’ financial services jobs in the UK”, Vol. 18, No. 2, 235–249, 2023. Contemporary Social Science.
- Sarah Hall “Where Next for UK Financial Services Post Brexit?”, Border Crossing, 15(3):121-126, June 2025
- Sarah Hall and Dariusz Wojcik, “‘Ground Zero’ of Brexit: London as an international financial centre”, *Geoforum*, vol. 125, p.195-196, 2021
- Sarah Hall and Martin Heneghan, “The emerging geography of European financial centres: Fragmentation in the European Union and concentration in the UK?”, *European Urban and Regional Studies*, vol. 28, issue 1, p.40-46, 2021
- Eivind Friis Hamre & William Wright, “Brexit & The City: The Impact So Far”, New Financial, April 2021
- David Howarth and Lucia Quaglia, “Brexit and the battle for financial services”, *Journal of European Public Policy*, 25(8), 2018
- Scott James and Lucia Quaglia, “Brexit, the City and the Contingent Power of Finance”, *New Political Economy*, 24(2), 258-271, 2019
- Scott James and Lucia Quaglia, “Differentiated de-Europeanisation: UK policymaking in finance after Brexit”, *Journal of European Public Policy*, Volume 30, Issue 11 2023
- Manolis Kalaitzake, “Resilience in the City of London: the fate of UK financial services after Brexit”, *New Political Economy*, 27:4, 610-628, 2022
- LSEG LCH, SwapClear Q2–Q4 2025 Highlights. London Stock Exchange Group, 2025
- Niamh Moloney, (2024), “Access to the UK Financial Market After the UK Withdrawal from the EU: Disruption, Design, and Diffusion”, *European Business Organization Law Review*. 25(1), 25- 47, 2024
- Christy Ann Petit and Thorsten Beck, “Recent trends in UK financial sector regulation and possible implications for the EU, including its approach to equivalence”, European Parliament, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies Directorate-General for Internal Policies, February 2023
- John Ryan, “Passporting remains best option for UK financial services industry post-Brexit or New York may have last laugh”, LSE Brexit Blog, 2018
- John Ryan, “Brexit to China? If forced, London will choose Washington over Beijing”, LSE Brexit Blog, 2020
- John Ryan, “Brexit and Covid-19 Combined Undermine Britain’s Global Influence”, *Irish Studies in International Affairs*, 2021
- John Ryan, J. (2023), “How Brexit Damaged the United Kingdom and the City of London”, *The Economists’ Voice*, 20(2).
- Dariusz Wojcik, Stefanos Ioannou and Panagiotis Iliopoulos, “The City of London after Brexit: Sticky power in the Global Financial Network” *Progress in Economic Geography* 2 (2024)
- William Wright, James Thornhill, Christopher Breen & Matilda Hames, “A reality check on international listings”, New Financial, April 2025
- Z/Yen Group and China Development Institute, “The Global Financial Centres” Index 39”, Long Finance, London, 2026

Disclaimer. This article is reproduced as a standalone piece; data in the statistical appendix are reconciled to the primary sources cited beneath each table.

© GTPO 2026. All rights reserved. Short extracts may be quoted without prior permission, provided the source is acknowledged. The views expressed in this publication are those of the author and do not necessarily reflect the institutional position of the GTPO, its team or its partners.