



# LES PLACES FINANCIÈRES : DÉSINTÉGRATION, SUBURBANISATION ET SPÉCIALISATION

GUNTHER CAPELLE-BLANCARD \*  
YAMINA TADJEDDINE \*\*

Les craintes concernant la marginalisation de la place financière de Paris font actuellement l'objet de vifs débats<sup>1</sup>. Ces craintes étaient plus ou moins latentes depuis quelques années, mais elles se sont véritablement fait jour avec la démutualisation des Bourses de valeurs et les projets de fusion lancés en 2006. Dans ce contexte particulièrement animé, il n'est pas inutile de rappeler que les débats liés à l'implantation des places financières sont, en fait, récurrents ; la défense de la place financière par les autorités politiques est une constante<sup>2</sup>. Et la situation actuelle n'échappe pas à la règle.

Les gouvernements ne sont, certes, pas à l'initiative des récents mouvements de consolidation des Bourses. Ces batailles boursières sont menées par les dirigeants et les actionnaires pour des motifs économiques et financiers, indépendamment de considérations politiques. Le rapprochement entre Euronext et le NYSE est, à cet égard, tout à fait symptomatique : que Jacques Chirac déclare « privilégier la solution franco-allemande, pour des raisons de principe » (6 juin 2006) n'a finalement pas eu de conséquences sur le choix des actionnaires qui ont massivement voté en faveur de la fusion entre Euronext et le

\* EconomiX Université Paris X Nanterre, CNRS, Université Paris I Panthéon-Sorbonne.

\*\* EconomiX Université Paris X Nanterre, CNRS.

Nous remercions Julie Ansidei, Michel Boutillier, Arnaud de Bresson, Nicolas Couderc, Jézabel Couppey-Soubeyran, Matthieu Crozet, Elyès Jouini, ainsi que Karim et Florence Tadjeddine pour leurs remarques. Nous remercions également l'Institut Europlace de Finance pour le soutien financier apporté au programme de recherche dans lequel s'inscrit cet article.



NYSE<sup>3</sup>. Pour autant, cela ne signifie pas que les autorités publiques se désintéressent de leur place financière.

Le système financier remplit des fonctions essentielles à la bonne marche de l'économie. Merton (1995) en dénombre six : la gestion des moyens de paiement, la collecte de l'épargne, l'allocation des ressources dans l'espace et le temps, le partage des risques, la production d'informations et la résolution des asymétries d'information. Et de nombreuses études empiriques concluent à la contribution positive des intermédiaires et des marchés financiers à la croissance économique (pour une synthèse, voir Levine, 2005)<sup>4</sup>. C'est à ce titre que les États ont, traditionnellement, défendu la présence des marchés et des intermédiaires financiers sur leur territoire. Mais dans un espace financier mondialisé, où les capitaux sont devenus extrêmement mobiles, cet argument n'est plus vraiment pertinent. En effet, avec la libéralisation des marchés et le développement des nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC), les fonctions remplies par les systèmes financiers peuvent *a priori* être assurées à un niveau supranational.

Qu'est-ce qui motive donc aujourd'hui la défense d'une place financière domestique ? Certainement des raisons d'ordre symbolique (Ferguson, 2001). La puissance économique - et géopolitique - d'un pays est associée à sa puissance financière ; avoir une place financière, signifie conserver un certain statut sur la scène mondiale. Par ailleurs, pour les pays émergents, les activités financières - en particulier les activités de marché - attestent de leur volonté d'adhérer au modèle libéral et d'adopter le capitalisme comme système régulateur<sup>5</sup>. Le motif symbolique n'est toutefois pas le seul argument.

La défense des places financières se justifie principalement par le poids du secteur financier dans l'économie (*cf.* encadré n° 1). Ainsi, en France, les activités financières (banque-finance-assurance) rassemblent en 2005 plus de 580 000 salariés, soit deux fois plus par exemple que l'industrie automobile (source : GARP). Ces activités ont tendance à se concentrer et pèsent très lourd dans certaines régions. Des centaines de milliers d'emplois sont concernés, et c'est sans compter les emplois induits. Cela concerne, en outre, une part importante - quoique très variable d'une place à l'autre - d'emplois hautement qualifiés.

Avec la mutation financière, on assiste à une profonde réorganisation des activités et une nouvelle géographie de la finance émerge. Les activités financières, comme la plupart des services, même à forte valeur ajoutée, sont dorénavant délocalisables. La réflexion sur la défense de la place financière prend, dès lors, une tournure nouvelle.

Pour comprendre les enjeux politiques et économiques liés à la défense des places financières, encore faut-il au préalable s'entendre



sur la définition que l'on en donne ; nous revenons en particulier sur l'amalgame qui existe, bien souvent, entre la place financière et la Bourse. En outre, il nous semble important de souligner que la mutation financière a eu un effet ambivalent sur la géographie des activités. Pour illustrer cette proposition, nous détaillerons le cas des places financières de Paris, Londres et New York. Alors que le concept de place financière renvoie traditionnellement à un ensemble intégré, nous pensons que les NTIC ont eu pour effet de faire éclater les activités financières par métiers (désintégration verticale). Ceci s'accompagne, depuis le début des années 1990, par un déplacement des activités du cœur historique des grandes villes vers la périphérie. Ce phénomène de suburbanisation est vraisemblablement annonciateur d'un mouvement plus profond de délocalisation des activités financières, au moins pour ce qui est des activités les plus standardisées. Pour ce qui est des activités à forte valeur ajoutée, le problème des délocalisations se pose en des termes différents. Il ne s'agit pas de profiter de coûts de production moindres à l'étranger. La raison essentielle des délocalisations tient aux effets d'agglomération engendrés par les externalités de proximité. Enfin, nous montrons que le processus de consolidation des Bourses en œuvre actuellement se traduit moins par un regroupement que par une polarisation des activités. En Europe, on devrait voir apparaître de plus en plus des places financières spécialisées, comme aux États-Unis. A cet égard, il est peu probable que la place financière de Paris disparaisse. La question est plutôt de savoir quelles seront à l'avenir les activités localisées à Paris et, plus largement, en Ile-de-France.

### QU'EST CE QU'UNE PLACE FINANCIÈRE ?

Le concept de place financière est bien difficile à définir. Souvent la place financière est assimilée (implicitement) à la Bourse. Cela se comprend aisément tant que la négociation des valeurs mobilières exige une présence physique. Le parquet constitue alors le point névralgique autour duquel s'organisent les activités financières. Pour se garantir un accès sûr et rapide aux informations, tous les acteurs de la finance - les banques, les assurances, mais aussi les activités connexes (droit, comptabilité, informatique, conseil, analyse, médias...) - vont s'installer à proximité du parquet. La concentration géographique des activités financières est alors extrême. C'est le cas, dans les années 1980, des trois premières places financières, à savoir dans l'ordre, d'après le classement proposé par Reed (1981), Londres, New York et Paris. Jusqu'à la fin de la décennie, le *Square Mile* - l'autre nom donné à la City - centralise sur 2,6 km<sup>2</sup> tous les établissements



financiers de Londres ; à New York, les activités financières sont toutes rassemblées sur les quelques rues autour de Wall Street qui forment le Financial district ; enfin, le palais Brongniart<sup>6</sup> et les grands boulevards (9<sup>ème</sup>, 8<sup>ème</sup> et 2<sup>ème</sup> arrondissements) regroupent celles de la Place de Paris<sup>7</sup>.

Le développement des NTIC<sup>8</sup> a considérablement modifié cette géographie. La dématérialisation des titres conjuguée à la rapidité et la sécurisation du transfert de données (aussi bien des flux ordres que des flux d'informations) n'imposent plus la concentration des activités financières. Les parquets ont été désertés les uns après les autres - à l'exception notable (pour combien de temps encore ?) de celui du NYSE. Ils ont laissé place à des réseaux informatiques dont un des principaux intérêts est justement de permettre aux agents de prendre part au marché, d'où qu'ils se trouvent. La Bourse n'étant plus un lieu physique où l'on échange les valeurs mobilières, mais une structure virtuelle, assimiler la place financière à la Bourse n'a donc plus vraiment de sens<sup>9</sup>.

Une autre façon de définir la notion de place financière consiste à prendre en compte sa nature systémique. En particulier, pour la Banque de France (Hannoun, 2000 ; Duvivier, 2004) les places financières se définissent comme « les lieux qui assurent la rencontre de multiples acteurs qui concourent au bon fonctionnement des marchés financiers, au sein d'écosystèmes dégageant d'importantes synergies ». Cette définition souligne le rôle essentiel des effets d'agglomération interindustries. Cela revient toutefois à considérer qu'une place financière digne de ce nom doit couvrir un champ d'activités très large ; doivent y être exercés pratiquement tous les métiers de la finance : cotation et échange de valeurs mobilières, négoce de produits dérivés, opérations de change, gestion d'actifs, back-office, capital-risque... Or, c'est loin d'être la norme. De nombreuses places financières, parmi les plus importantes, ne se reconnaissent pas dans cette description.

Ainsi, aux États-Unis, les places financières sont historiquement très spécialisées : les marchés d'actions sont à New York, les marchés dérivés à Chicago, la gestion d'actifs à Boston... Et, *quid* des places offshore ? Le Luxembourg, par exemple, se revendique comme une place financière à part entière. Elle ne rivalise certes pas avec la City, mais comment lui refuser cette estampille alors que le poids des activités financières y est plus élevé que dans n'importe quelle région européenne<sup>10</sup> et que la Bourse de Luxembourg est le plus grand marché européen d'obligations d'entreprises ?

L'approche en terme d'écosystème ne convient, en fait, qu'à certaines places financières nationales traditionnellement généralistes, comme



Londres ou Paris, et correspond à une époque où les activités financières étaient étroitement imbriquées. Or, la mutation financière conduit à une désintégration verticale des métiers (*cf. infra*). La City, par exemple, a délocalisé certaines de ses fonctions à Dublin ou Jersey et Guernesey, les sociétés de gestion parisiennes ont des succursales au Luxembourg...<sup>11</sup>

Pour correctement rendre compte de l'évolution des places financières, il nous semble important de mettre en avant leur diversité. Quelques travaux récents semblent aller dans ce sens. C'est le cas notamment de Faulconbridge (2004) qui s'inspire de la littérature en géographie initiée par Friedmann (1986) et Sassen (1991, 1999) sur les « villes mondiales ». Cette approche a le mérite d'insister sur la complémentarité des places financières ; il s'agit de montrer que celles-ci fonctionnent davantage sur le mode du réseau que sur celui de la concurrence. Cela amène Faulconbridge (2004) à hiérarchiser les places financières (c'était déjà l'ambition de Reed en 1981). Ainsi, en Europe, seule Londres, est définie comme une place financière globale (en ce sens qu'elle permet l'articulation avec l'Amérique *via* New-York, et avec l'Asie *via* Tokyo). Francfort aurait le statut de place financière continentale, tandis qu'Amsterdam, Milan et Paris n'auraient qu'un rôle domestique. Notons, toutefois, qu'un tel exercice de hiérarchisation est toujours très délicat, car très subjectif. Non seulement les critères à prendre en compte sont extrêmement variés, mais même lorsqu'on réussit à dégager un consensus autour de quelques variables, reste encore à obtenir des données homogènes, à les agréger et à déterminer les pondérations adéquates. En l'occurrence, on peut s'étonner de constater que Paris se situe à un rang inférieur à Francfort<sup>12</sup>. En outre, la tentative de Faulconbridge (2004) échoue à rendre compte de la grande variété des places financières. Les places financières de Luxembourg ou de Dublin, par exemple, ne sont à aucun moment évoquées ! Dans le même registre, Poon (2003) et Poon et *al.* (2004) examinent l'évolution de la concentration des places financières mondiales sur les décennies 1980 et 1990. Les données retenues concernent essentiellement la capitalisation boursière. Parmi la quarantaine de villes considérées, on notera l'absence de places financières aussi importantes que Chicago, Osaka ou Dublin.

Dans cet article, nous ne définissons pas ce que devrait être une place financière. A ce titre, notre approche est plus pragmatique que normative. Nous parlons de place financière à partir du moment où les activités financières exercent une influence macroéconomique significative sur un espace géographique circonscrit<sup>13</sup>. Cette influence peut être appréciée en termes de valeur ajoutée ou d'emplois, relati-

vement aux autres secteurs économiques. Nul besoin désormais d'une Bourse pour mériter le qualificatif de place financière. En revanche, il nous semble fondamental de mettre l'accent sur l'hétérogénéité du facteur travail<sup>14</sup> qui, comme nous le verrons dans les sections suivantes explique la diversité des places.

### Encadré n°1

#### Le poids du secteur financier dans l'économie (Europe et États-Unis)

Les activités financières contribuent à hauteur de 6 % au PIB de l'Union européenne et concernent directement plus de 5 millions de salariés, soit, à titre d'illustration, deux fois la population active de l'Irlande, autant que celle de la Belgique, de l'Autriche ou du Portugal. La masse salariale annuelle s'élève à plus de 180 milliards d'euros, soit environ 5 % de la masse salariale totale (source : *Eurostat*, données 2003).

Aux États-Unis, le poids de la finance est encore plus important avec plus de 6,5 millions d'emplois directs, soit 6 % de l'emploi total, et une masse salariale de 378 milliards de dollars, soit environ 10 % de la masse salariale totale (source : *Economic Census*, données 2002).

L'importance des activités financières est encore plus prégnante au niveau régional. Les activités financières représentent, par exemple, 11,2 % de l'emploi à Londres (250 000 salariés), 5,5 % en Ile-de-France (275 000 salariés), et 10,9 % dans l'État de New York (782 000 salariés). Et c'est sans compter les emplois induits dans l'informatique, le droit, etc.

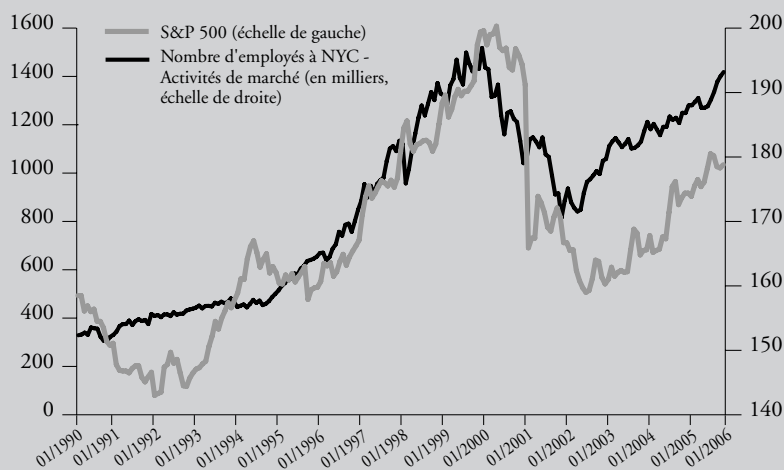
Par ailleurs, les activités financières sont, le plus souvent, des activités à forte valeur ajoutée qui nécessitent une main-d'œuvre hautement qualifiée. Les salaires dans le secteur sont ainsi 1,5 à 2,5 fois plus élevés que la moyenne. Les salariés du secteur banque-finance-assurance se partagent 16 % de la masse salariale totale à Londres, 9 % en Ile-de-France et 25 % dans l'État de New York. De manière plus spécifique, dans son enquête 2006, le cabinet de recrutement Robert Walters révèle, par exemple, qu'à Paris le salaire annuel moyen pour un spécialiste des fusions et acquisitions avec plus de dix ans d'expérience est compris entre 140 et 180 k€ à Paris, contre 100 à 150 k€ au Luxembourg, ou 195 à 375 k€ à Londres (*Le Monde*, 23 décembre 2006). Sans compter les primes...

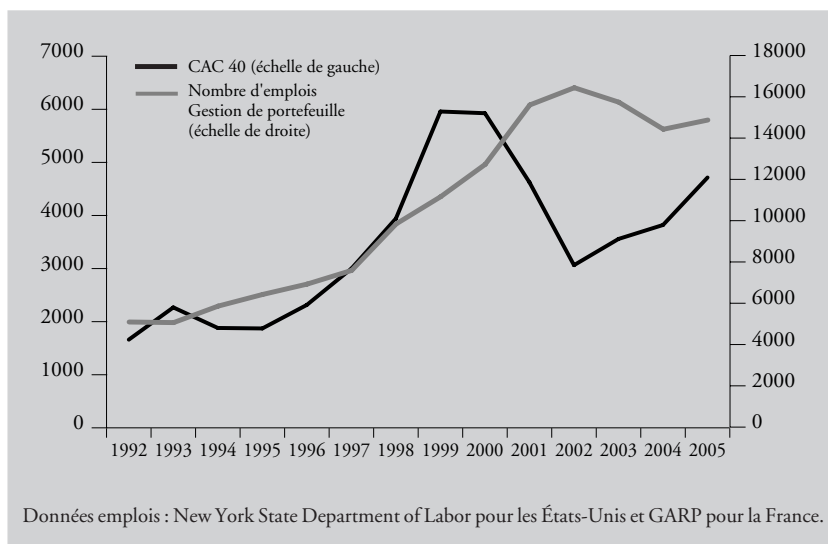
En 2006, le montant des bonus a partout atteint de nouveaux records. Il s'élève à près de 24 milliards de dollars à Wall Street et à 13,2 milliards d'euros à Londres. On ne connaît pas le montant total des bonus individuels sur la place de Paris où l'on préfère, traditionnellement, rester discret sur ce type d'informations (au regret de certains qui considèrent que c'est un argument de taille dans la compétition entre les places financières).

Le poids considérable de l'industrie financière fait notamment dire à Alan Hevesi (Office of the New York State Comptroller) : « *When Wall Street does well, New York City and New York State do well* ». Mais attention, le contraire est vrai également. Le dégonflement de la bulle Internet entre 2000 et 2003 s'est traduit pour la ville de New York par une perte de 35 000 emplois directs, de 10 000 emplois indirects et de 60 000 emplois induits, soit un total évalué à plus 100 000 emplois (Hevesi et Bleiwas, 2004). Cela représente un manque à gagner de plus d'un milliard de dollars pour la ville et de 4,5 milliards de dollars pour l'État.

La corrélation entre la tenue du marché boursier et la santé du secteur banque-finance-assurance est bien sûr moins élevée en France, mais elle est quand même positive pour l'activité de gestion de portefeuille (cf. figure 1).

**Figure 1**  
**Performances boursières et emplois à Wall Street et à Paris**





### LES EFFETS DE LA MUTATION FINANCIÈRE SUR LA LOCALISATION DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

8

La baisse des coûts de transaction, consécutive à la libéralisation et aux NTIC, exerce deux effets contradictoires sur la localisation des activités financières (cf. figure 2 - les numéros ❶ à ❹ dans le texte renvoient au schéma). Souvent considère-t-on - un peu hâtivement - que la baisse des coûts de transaction permet une plus grande dispersion des activités, mais c'est faire peu de cas des forces qui poussent à la concentration géographique.

Avec l'électronisation des échanges, les agents ne sont plus contraints de se tenir à proximité du marché pour réaliser leurs transactions. Ils sont *a priori* plus libres dans leur choix de localisation ❶. Les années 1990 ont d'ailleurs vu la naissance de la banque à distance, des sociétés de courtage par Internet, etc. De là à imaginer que les établissements financiers vont s'installer n'importe où, il n'y a qu'un pas. Richard O'Brien (1992), dans un ouvrage au titre provocateur « *Global Financial Integration: The End of Geography* », soutient cette position et pronostique, entre autres, un déclin rapide des principales places financières :

*« The end of geography, as a concept applied to international financial relationships, refers to a state of economic development where geographical location no longer matters, or matters less than hitherto. In this state, financial market regulators no longer hold sway over their regulatory territory; that is rules no longer apply to specific geographical frameworks, such as the nation-state or other typical*





*regulatory/jurisdictional territories. For financial firms, this means that the choice of geographical location can be greatly widened... Stock exchanges can no longer expect to monopolize trading in shares of companies in their country or region... For the consumer of financial services, the end of geography means a wider range of services will be offered, outside the traditional services offered by local banks. »*

L'idée selon laquelle la baisse des coûts de transaction jouerait comme une force de dispersion n'est pas propre aux activités financières. Dans les années 1990, certains travaux prophétisent « *la mort de la distance* » - l'expression fait référence au titre du best-seller de la journaliste Frances Cairncross paru en 1997. De manière générale, ces travaux portent un regard optimiste sur la mondialisation (dont la globalisation financière est l'une des principales dimensions) et les NTIC, censées nous libérer des entraves liées à la distance ; on baigne parfois en pleine utopie concernant les bienfaits de l'e-commerce, de l'e-learning, du télétravail... Ces scénarios ont été largement remis en cause, aussi bien sur un plan théorique, qu'empirique : la baisse des coûts de transaction est davantage une force centrifuge, qu'une force centripète.

Remarquons d'abord que les coûts liés à la distance isolent les zones d'activités les unes des autres, ce qui est un facteur majeur de dispersion. Avec la baisse de ces coûts permise par les NTIC, les autres variables qui déterminent les choix de localisation vont pouvoir exercer une influence plus grande. Des variables vont jouer en faveur de la dispersion des activités, comme les coûts de congestion (coûts immobiliers, saturation des centres-villes) ou la pression concurrentielle ②. D'autres, au contraire, vont favoriser la concentration géographique ③. C'est le cas notamment d'une fiscalité avantageuse, d'une législation accommodante ou d'une main d'œuvre bon marché dont le pouvoir d'attraction va s'exercer à plus longue distance<sup>15</sup>.

À la baisse des coûts liés à la distance s'ajoutent, par ailleurs, l'harmonisation des normes comptables et réglementaires et, en Europe, la construction d'un marché commun qui tendent à réduire le poids de certains particularismes locaux dans les choix de localisation et favorisent, par conséquent, la concentration des activités à l'échelle régionale, nationale ou internationale<sup>16</sup>.

Notons ensuite que les choix de chacun en matière de localisation ne sont pas indépendants des choix des autres - qu'ils soient clients, fournisseurs ou concurrents. Les travaux de la Nouvelle économie géographique<sup>17</sup> insistent justement sur ces interactions stratégiques et montrent que les phénomènes d'agglomération (*clustering*) résultent essentiellement de la présence d'externalités positives. Ce paradigme s'applique très bien aux activités financières (*cf.* Capelle-Blancard et al., 2007).



La concentration d'entreprises d'un même secteur en un même lieu tend, en effet, à y attirer des fournisseurs spécialisés ; on pense notamment aux entreprises du secteur de l'informatique et des télécommunications, aux cabinets de juristes, aux cabinets comptables, mais aussi aux laboratoires de recherche (Thiry, 2000). Là où une seule entreprise (non monopolistique) ne réussirait pas à attirer les fournisseurs nécessaires à sa production, le regroupement de plusieurs entreprises peut y parvenir. Ce rapprochement des fournisseurs spécialisés accroît la disponibilité des biens et services intermédiaires, augmente la concurrence et exerce donc une pression à la baisse sur les coûts.

La concentration des entreprises permet aussi d'accroître le bassin d'emploi. Le raisonnement est à peu de choses près le même que pour les fournisseurs spécialisés. Ces deux sources d'externalités sont d'ailleurs souvent regroupées sous le terme d'externalités pécuniaires. Le regroupement géographique d'un grand nombre d'entreprises d'un même secteur attire de nombreux salariés car la probabilité de trouver rapidement l'emploi désiré y est plus élevée<sup>18</sup>. Les entreprises bénéficient en retour de cette concentration de la main-d'œuvre spécialisée, dans la mesure où elles parviennent plus facilement à pourvoir leurs postes par du personnel adapté. Il existe toutefois un coût à cela : une forte rotation des salariés et une pression à la hausse des salaires.

Enfin, et surtout, la concentration des entreprises est porteuse d'externalités informationnelles. Les NTIC favorisent, certes, la circulation de l'information, mais essentiellement l'information publique. Or, plus l'information publique (standardisée) circule librement et à moindre coût, plus l'information privée a de la valeur. Les agents n'ont peut-être plus besoin de se tenir à proximité de la Bourse - devenue virtuelle - mais ils ont encore tout intérêt à s'implanter les uns à côté des autres pour partager des connaissances ou des informations, être au fait des rumeurs, etc<sup>19</sup>.

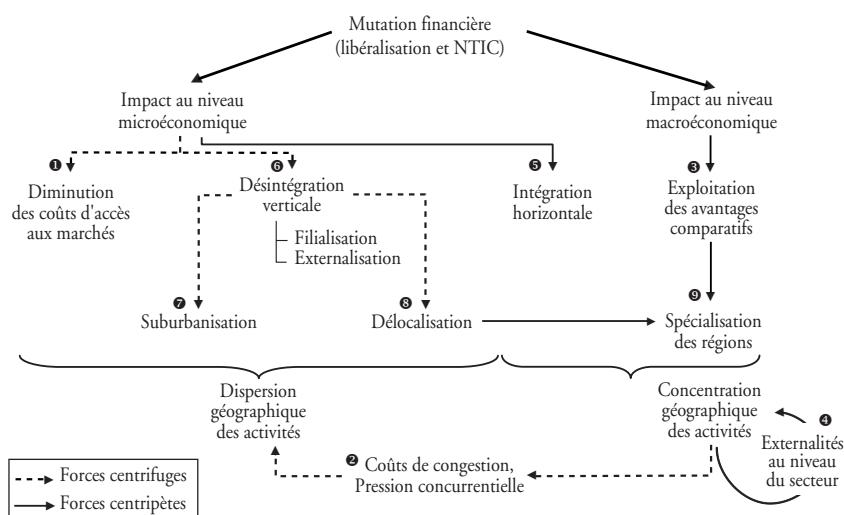
Ces trois formes d'externalités sont sources de rendements d'échelle croissants au niveau du secteur et ce sont elles qui véritablement cimentent les places financières ④. C'est aussi ce qui explique leur inertie : les forces d'agglomération créent un effet de cliquet (*lock-in*)<sup>20</sup>. Londres, qui a acquis son statut de place financière mondiale du temps de l'Empire britannique et de la suprématie de la livre sterling comme monnaie internationale, illustre parfaitement ce phénomène (Porteous, 1999). Bien que certaines des conditions qui, initialement, ont permis son essor ne soient plus, Londres continue d'être une place financière de tout premier plan, notamment pour les activités de change.

Compte tenu du poids des externalités, et contrairement donc à Richard O'Brien, on s'attend à ce que la baisse récente des coûts de transaction due aux NTIC joue plutôt en faveur de la concentration géographique des activités financières - excepté celles, bien sûr, qui nécessitent un contact direct avec les particuliers (guichets bancaires et conseillers financiers) ou les entreprises (analystes financiers). D'ailleurs, ce ne serait pas nouveau. Garbade et Silber (1978) ont montré que le télégraphe et les câbles de transmission transatlantiques à la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle ont grandement favorisé l'intégration des marchés. Arnold, Hersh, Mulherin et Netter (1999) ont montré, à leur tour, que la très forte diminution du coût des communications téléphoniques longue distance au début du XX<sup>ème</sup> siècle (baisse de 60 % entre 1925 et 1940) est responsable, avec les changements réglementaires consécutifs à la crise de 1929, du mouvement de consolidation des Bourses régionales américaines<sup>21</sup>.

Dans cette section, jusque-là, nous avons discuté des principes généraux concernant la localisation des activités financières. Ce faisant, nous avons implicitement considéré que ces activités formaient un ensemble homogène. Pour aller plus loin, il est toutefois nécessaire de lever cette hypothèse. En parallèle avec le processus d'intégration horizontale des principaux acteurs de la finance (banques, assurances, gestion d'actifs...) ⑤, la mutation financière a conduit à une désintégration verticale des métiers<sup>22</sup>. La rapidité, la traçabilité et la sécurisation des flux d'informations autorisent désormais la sous-traitance de certaines activités. Qui plus est, la mutation financière (libéralisation et NTIC) a permis la standardisation de nombreuses tâches et réduit les externalités au niveau de l'entreprise ou du groupe. Tout ceci a eu pour effet de faire éclater le processus de production des services financiers ⑥. Les NTIC permettent de centraliser les activités d'un même groupe sans avoir à les concentrer géographiquement. Ils conduisent à la séparation et la dispersion d'activités jusque là regroupées au sein d'un même établissement et dans un même lieu. Ce mouvement peut prendre plusieurs formes : création de filiales ou externalisation, déplacement des activités en périphérie (*i.e.* suburbanisation ⑦) ou délocalisation ⑧. Si l'on s'en tient à la théorie traditionnelle en économie internationale, on doit également s'attendre à une spécialisation des places financières en fonction de leurs avantages comparatifs ⑨.

Les NTIC ont donc non seulement engendré une nouvelle géographie financière (sans nécessairement réduire la concentration géographique du fait de la présence d'externalités au niveau du secteur), mais elles ont aussi contribué à restructurer les groupes financiers. La section suivante précise cette dynamique.

**Figure 2**  
**Les effets de la mutation financière sur la localisation des activités financières**



### VERS UNE NOUVELLE GÉOGRAPHIE DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

On a pu voir dans la section précédente que la mutation financière a eu des effets variés et contradictoires sur la localisation des activités financières. En particulier, l'évolution des technologies a permis de scinder les métiers de la finance. Cette fragmentation verticale modifie la problématique des choix de localisations. Il ne s'agit plus d'identifier la localisation optimale du groupe, mais de combiner les localisations et les formes organisationnelles optimales pour chaque métier. On assiste donc à une profonde transformation du paysage financier français, européen et mondial. Dans cette section, nous insistons sur trois traits caractéristiques de cette transformation : le déplacement en périphérie de certaines activités, la délocalisation de certains établissements et la spécialisation des places financières.

#### *La suburbanisation des activités financières*

Le déplacement des activités auxiliaires en périphérie est connu en géographie urbaine sous le terme de suburbanisation. Ansidei (2001)



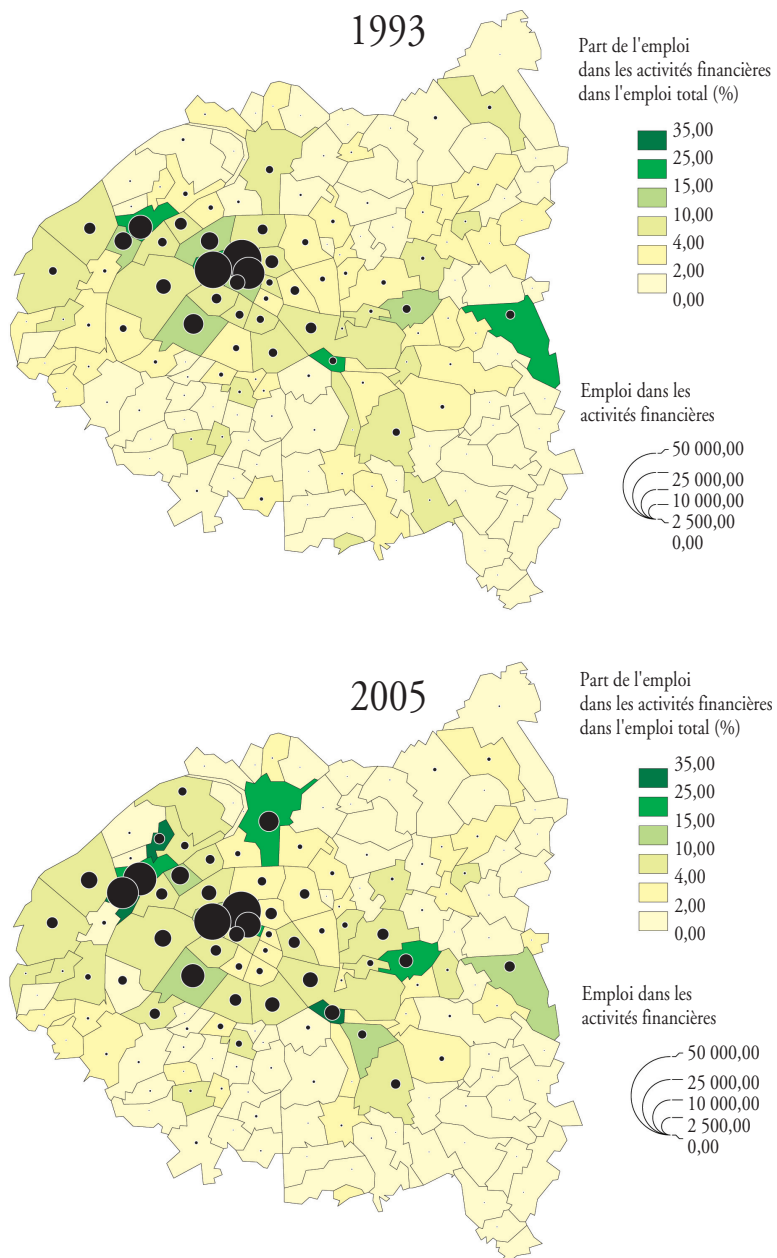
applique aux activités financières le modèle de Ota et Fujita (2003) de délocalisation des activités auxiliaires. Dans ce modèle, la production est fractionnée en une unité centrale (dans notre cas, les activités de front office) et une unité annexe (les activités de back-office). Les premières bénéficient d'externalités informationnelles, qui justifient leur concentration géographique et leur maintien dans le centre ; les secondes *a contrario* sont délocalisées pour des questions de coûts. Ce modèle de suburbanisation décrit remarquablement bien les déplacements observés ces dernières années sur les places financières internationales, à ceci près que ce sont toutes les activités financières qui sont potentiellement concernées, et non uniquement les activités à faible valeur ajoutée<sup>23</sup>.

De nombreux services ont, ainsi, quitté le centre de Paris pour s'installer en périphérie (*cf.* figure 3) : entre 1993 et 2005, dans le II<sup>ème</sup> arrondissement, le nombre d'employés dans le secteur de la finance a diminué de plus de moitié pour passer de 27 000 à 12 000 ; la part des activités financières dans l'emploi total n'est plus que de 21 % contre 35 % en 1993. Ces déménagements ont profité au quartier de la Défense où le nombre d'employés dans le secteur de la finance a augmenté d'environ 20 %, mais également aux communes de l'est parisien ainsi qu'à la commune de Saint-Denis avec, notamment, l'implantation de nombreuses entreprises d'assurance (*cf.* Capelle-Blancard et *al.*, 2007).

À Londres, la situation est semblable. Historiquement, les activités financières au Royaume-Uni sont fortement concentrées dans le quartier de la City (*The Square Mile*). Mais depuis le milieu des années 1990, les institutions financières lui préfèrent Canary Wharf, situé à 3,5 km à l'est sur les bords de la Tamise, à la place des anciens docks (*cf.* figure 4). Ce nouveau quartier d'affaires accueille notamment Credit Suisse, HSBC, Citigroup, Lehman Brothers, Morgan Stanley, Bank of America et Barclays. Il accueille également le Daily Telegraph et Reuters ainsi que - symbole fort - la Financial Services Authority.

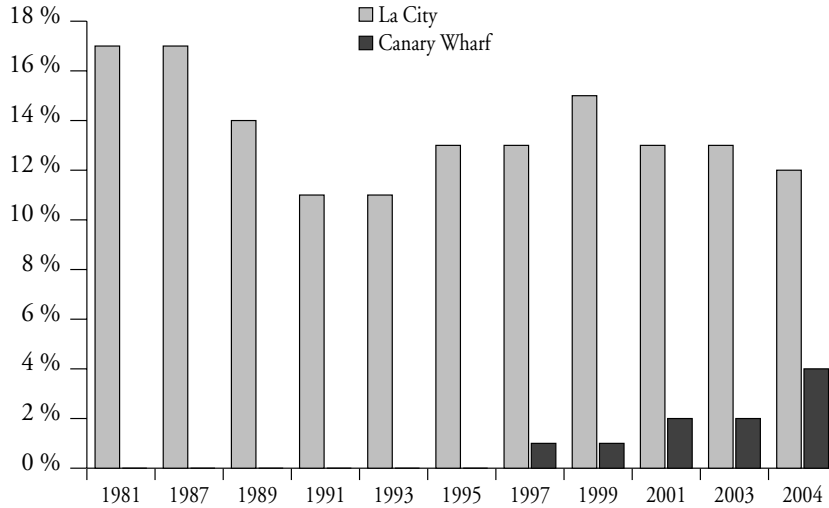


**Figure 3**  
**Les activités financières en Ile-de-France**



Communes de l'Ile de France (petite couronne)  
Nombre d'emplois dans les activités financières (cercles) et part de l'emploi total (couleur).  
Données : GARP et philcarto.

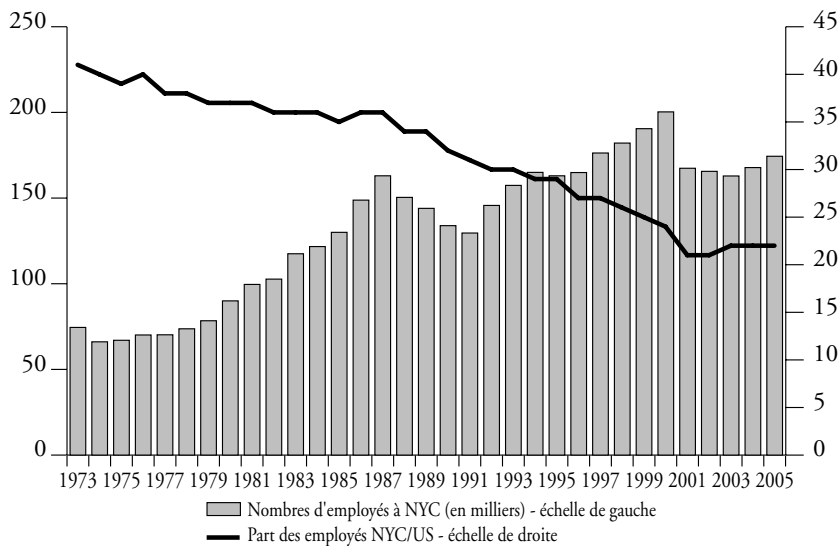
**Figure 4**  
**Les activités financières à Londres**



Nombre d'employés dans le secteur de la finance dans les quartiers de la City et de Canary Wharf en pourcentage du nombre d'employés du secteur au Royaume-Uni.  
Données : IFSL. Les données avant et après 1999 ne sont pas directement comparables.

15

**Figure 5**  
**Évolution du nombre d'employés dans le secteur de la finance à New York**



Données : US Department of Labor (BLS), New York State Department of Labor.



Même à New-York, on assiste à de tels mouvements. Rosenthal et Strange (2005) montrent que le secteur finance-assurance-immobilier (FIRE) est, à New York, le secteur le plus concentré géographiquement (comparé à l'industrie, le commerce de gros ou les services). En revanche, ils ne commentent pas le déplacement des activités de Manhattan vers le New Jersey (*cf.* figures 5 et 6). Ceci est, bien sûr, une des conséquences des attaques terroristes du 11 septembre 2001<sup>24</sup>, mais pas seulement. Pohl (2004) révèle en effet que ces déplacements étaient déjà en cours<sup>25</sup> : le coût des loyers, les problèmes de congestion, la vétusté de certains locaux ont poussé certaines sociétés financières à déménager. Goldman Sachs, Chase Manhattan Bank, Lehman Brothers, Merrill Lynch, et l'entreprise d'investissement Charles Schwab sont désormais installés dans le New Jersey.

**Figure 6**  
**Les activités financières à New York**

a) Tous les établissements



16

Pour le moment, les changements d'implantation se sont faits essentiellement au détriment des centres historiques et au profit des périphéries. Mais, à l'avenir, il est probable que certaines activités soient délocalisées non plus seulement en périphérie, mais plus loin, en province<sup>26</sup> ou à l'étranger, avec des conséquences plus importantes sur l'emploi.



## b) Les établissements installés depuis 3 ans ou moins



Nombre de travailleurs par mile carré dans le secteur finance-assurance-immobilier (FIRE).

Source : Rosenthal et Strange (2005). Données : Dun & Bradstreet Inc., Second Quarter 2001 MarketPlace files.

17

*Faut-il craindre des délocalisations ?*

Depuis le début des années 2000, les débats sur les délocalisations prennent une autre dimension : jusque-là, les délocalisations ne concernaient que les activités industrielles mais, de plus en plus, elles portent sur les activités de services, et notamment sur les activités financières. Il s'avère difficile de quantifier ce phénomène, peu d'études existent à ce jour mais toutes s'accordent sur son importance. D'après la Deutsche Bank (2004), un quart des banques allemandes ont recours à des délocalisations, soit un pourcentage plus élevé que pour les industries manufacturières. Le cabinet Deloitte (2004) évalue à 80 % la part des grandes banques (celles dont la capitalisation boursière est supérieure à 10 milliards de dollars) qui pratiquent des délocalisations ; ce pourcentage est de 50 % pour les banques de taille inférieure. Deloitte prévoit que, d'ici 2010, les délocalisations vers les pays asiatiques devraient concerner plus de 2 millions de salariés (dont un tiers environ de salariés européens). Cela devrait permettre aux grandes banques d'économiser plus de 150 milliards de dollars. En 2004, la BCE a également mené une enquête auprès d'une centaine de banques de l'UE. Dans 90 % des cas, les banques avancent comme motif aux délocalisations la baisse des coûts<sup>27</sup>.



Traditionnellement, les activités les plus touchées par la délocalisation sont celles qui sont standardisables (peu d'expérience, pas de formation pointue). Pour ce qui est du secteur financier, c'est le cas essentiellement des activités supports : comptabilité, informatique, centres d'appels, services de paie, etc. Mais c'est le cas également des activités de back-office ou de middle office sur produits standards (actions, obligations, change, titres monétaires), qui reposent sur des procédures, des routines explicites, aisément transposables dans un cahier des charges. Le Luxembourg est ainsi devenu une place importante des activités de back-office et de middle office pour la gestion d'actifs ; nombreuses sont les sociétés de gestion allemandes, italiennes ou françaises qui ont délocalisé leur fonction de dépositaire dans le Grand-duché. En revanche, les activités de back-office ou middle office sur des produits innovants ou peu réglementés (produits de gré à gré, produits structurés, dérivés) sont plus difficilement externalisables. Non seulement, elles nécessitent des compétences rares mais elles doivent aussi être localisées près des opérationnels pour analyser au mieux la nature des ordres et mesurer les risques.

Par rapport aux précédentes, les activités à forte valeur ajoutée ont longtemps semblé à l'abri des mouvements de délocalisation<sup>28</sup>. C'était et cela reste le cas des analystes financiers ou des distributeurs qui gagnent à être au plus près des émetteurs ou des clients. De nombreuses sociétés d'investissement étrangères ont des bureaux à Paris, par exemple, qui gèrent certes quelques fonds de droit français, mais emploient surtout des analystes pour s'informer sur les sociétés françaises et des commerciaux pour distribuer leurs produits maisons auprès d'institutionnels français. En revanche, certaines activités à forte valeur ajoutée, comme les activités de front office par exemple, n'ont pas besoin d'être à proximité des utilisateurs finaux. Aussi peut-on craindre que la mutation financière, en renforçant les externalités au niveau du secteur (*cf. supra*), favorise la concentration de ces activités et donc leur délocalisation (pour tous les pays sauf un - si tous les acteurs se concentrent sur une place donnée, c'est nécessairement que les autres places y ont délocalisé leurs activités).

#### *Des places financières de plus en plus spécialisées ?*

C'est surtout en Europe, où les places financières nationales ont traditionnellement une vocation généraliste, que les changements concernant la localisation des activités financières devraient être les plus importants. Jusque dans les années 1980, sur les places intégrées, tous les métiers de la finance étaient réunis. Ce n'est désormais plus une nécessité. Si l'on s'en tient à la théorie traditionnelle des avantages comparatifs, on devrait donc assister à une diversification par métiers



et à une polarisation des places financières à l'image de la situation qui prévaut aux États-Unis.

La restructuration des Bourses canadiennes en 1999 est tout à fait révélatrice de ces évolutions. Jusque-là, les différentes Bourses canadiennes, à l'image de ce qui se faisait en Europe, avaient une vocation généraliste. L'accord de 1999 prévoit au contraire une spécialisation par secteur de marché : les titres des grandes sociétés sont désormais tous négociés à la Bourse de Toronto ; ceux des petites sociétés à la Bourse Alberta-Vancouver ; enfin, les produits dérivés sont tous négociés à la Bourse de Montréal. De même, depuis le rapprochement avec le LIFFE, c'est à Londres que sont centralisées les activités sur produits dérivés d'Euronext. C'est aussi dans cet esprit qu'Henri Lachmann, auteur d'un rapport éponyme commandité en 2006 par Paris Europlace, proposait, comme alternative à la fusion avec le NYSE, que la Deutsche Börse apporte son activité de négociation sur actions à Euronext en échange d'une participation de 15 à 20 % dans le capital.

Pour ce qui est de la place financière de Paris, la question est donc surtout de savoir quelles activités seront à l'avenir localisées à Paris, et plus largement en Ile-de-France. Pour Bollon (2000), par exemple, la place de Paris a de nombreux atouts pour s'imposer comme la capitale de la gestion d'actifs en Europe.

La mutation financière a contribué à reconfigurer l'espace financier et impose de reconsidérer la notion de place financière en abandonnant la référence exclusive à la Bourse. La dynamique spatiale des places financières est complexe. D'abord, elle joue à différents niveaux. Les activités financières ne sont plus exclusivement localisées dans le centre-ville des grandes métropoles, mais ceci n'est pas contradictoire avec l'idée d'une augmentation de la concentration géographique au niveau international. La mutation financière a, en effet, réduit les externalités au sein de l'entreprise (du groupe), mais a renforcé les externalités au niveau du secteur. Ensuite, les métiers de la finance sont fortement hétérogènes et ne sont donc pas exposés de la même façon aux forces centripètes et centrifuges ; seule une analyse fine des métiers permet de prédire la géographie financière future. Malgré tout, les risques de délocalisation se posent à la fois pour les activités à faible et à forte valeur ajoutée.

Face à ce renouveau de la géographie des places financières, l'État peut-il encore jouer un rôle ? Même si l'on voudrait croire aujourd'hui à la dépolitisation de la finance, les places financières restent un champ d'influence du politique où l'État exerce un contrôle. La fiscalité, la réglementation mais aussi la formation, les infrastructures sont autant de leviers de l'action publique pour attirer les activités financières.



## NOTES

1. En 2006, la *Revue d'économie financière* a consacré un numéro au devenir des Bourses de valeur (déjà en 2000, elle s'interrogeait sur le devenir des places financières), les entretiens de l'AMF ont porté sur l'adaptation de la Place de Paris au nouvel environnement réglementaire, le Premier ministre a commandé au Conseil d'analyse économique un rapport sur « La place financière de Paris et la consolidation des Bourses mondiales », pour ne citer que quelques initiatives.
2. Déjà, sous Napoléon III, la crainte de l'hégémonie londonienne avait motivé le soutien des politiques français à la constitution de banques d'envergure internationale (Cassis, 2006). Plus récemment, à la fin des années soixante-dix, les responsables politiques français s'inquiétaient du déclin de la place parisienne (Rapport Pérouse, 1979). Ces inquiétudes ont motivé, à l'initiative des pouvoirs publics, une refonte en profondeur de la Bourse de Paris dans les années quatre-vingt qui lui a permis de retrouver une stature internationale (de Boissieu, 1987).
3. Alors même que la Bourse de Francfort était en première ligne dans cette bataille boursière, Angela Merkel, au cours de la même conférence de presse, défendait (officiellement) une position diamétralement opposée à celle de la France : « Lorsque des décisions purement économiques sont prises, les responsables politiques n'ont pas à intervenir ».
4. L'idée d'un lien de causalité de la finance vers la croissance n'a pas toujours fait consensus. Dans l'analyse macroéconomique traditionnelle, la finance était reléguée au second rang, voire considérée comme une activité parasite. Ainsi, pour Joan Robinson (1952, p. 86) « *where enterprise leads, finance follows* », pour Robert Lucas (1988, p. 6) « *[finance is] an «over-stressed» determinant of economic growth* ».
5. Pour l'anecdote, c'est à l'emplacement de l'ancien siège du Parti ouvrier unifié polonais (PZPR) qu'a été installée la Bourse de Varsovie (*Gielda*).
6. « L'argent » d'Emile Zola décrit fort bien l'effervescence autour du palais Brongniart au XIX<sup>ème</sup> siècle.
7. Pour donner une idée de la très forte concentration géographique des activités financières à Paris, on peut, par exemple, indiquer que boulevard des Italiens, dans le 2<sup>ème</sup> arrondissement à Paris, on trouve au numéro 16 le siège de BNP Paribas et au numéro 19 la direction générale de LCL (le siège social étant à Lyon).
8. Voir de Boissieu (2006) pour une présentation générale de la mutation financière et de ses effets.
9. On continue pourtant, bien souvent, à mesurer l'importance d'une place financière aux volumes de transaction ou à la capitalisation boursière pour des raisons pratiques, cf. Poon et al. (2004) par exemple. Par ailleurs, ce choix n'est pas neutre : cela revient à avantager les pays anglo-saxons, traditionnellement « orientés marchés », au dépend des pays d'Europe continentale ou du Japon, davantage « orientés banques ».
10. La part des salariés dans le secteur banque-finance-assurance s'élève à 12 % au Luxembourg, contre 11 % pour Londres, entre 5 % et 6 % pour l'Île-de-France et la région de Francfort ; la moyenne européenne se situe autour de 3 % (Capelle-Blancard et al., 2007).
11. Pour re-dynamiser leur économie, les autorités luxembourgeoises à la fin des années 1960 ou irlandaises au milieu des années 1980 (pour ne parler que des pays d'Europe de l'Ouest) ont décidé d'instaurer un cadre fiscal et réglementaire accommodant permettant d'attirer l'implantation *offshore* de succursales de groupes financiers et développer ainsi leur secteur financier et économique (Ansidei, 2001).
12. Un examen attentif fait d'ailleurs douter de la robustesse d'un tel classement. Celui-ci est établi à partir d'une analyse factorielle regroupant trois variables financières (les transactions de change, les transactions sur produits dérivés et les transactions internationales sur actions) et six variables non-financières (la qualité des infrastructures de télécommunication, le nombre de sièges de grandes entreprises, le poids de la fiscalité, le nombre de banques étrangères, un indice de « qualité » du marché du travail, un indice mesurant l'implantation d'une cinquantaine de firmes multinationales du secteur tertiaire). Le volume de transactions de change est deux fois plus élevé à Francfort qu'à Paris, mais Paris est en tête pour ce qui est du volume des produits dérivés (la période s'étend de 1998 à 2001). Le montant des prêts est environ 50 % plus élevé à Francfort qu'à Paris, mais on ne sait pas si la variable est vraiment mesurée au niveau régional ou (plus vraisemblablement) au niveau national. Il s'agit là d'un détail important qui, éventuellement, joue en faveur de Francfort étant donné la structure fédéraliste allemande, par opposition au centralisme français. Ensuite, plus gênant encore, le volume des transactions internationales sur actions serait 2 000 fois plus élevé à Francfort qu'à Paris ! La source mentionnée est OCDE (2002),



sans plus de détails. Qu'il s'agisse ou non d'une erreur, on obtient un résultat bien différent si l'on considère une autre variable pour qualifier le poids des investisseurs étrangers comme, par exemple, la part des investisseurs étrangers dans le capital des entreprises cotées : elle est de 17,5 % en Allemagne contre 34,8 % en France (FESE, « *Share Ownership Structure in Europe* », 2004). Enfin, notons que Paris l'emporte sur Francfort, ou fait jeu égal avec, pour les six critères non financiers.

13. De fait, notre approche rejoint la définition simple proposée par Porteous (1995, p. 93) : « (...) *a financial centre is an area, usually a city, although often more localized within city boundaries in which high-level financial functions are concentrated.* » à ceci près qu'on ne se limite pas aux activités à forte valeur ajoutée.

14. Sur ce point, voir aussi Clark et O'Connor (1997).

15. C'est grâce aux progrès technologiques que les paradis fiscaux et réglementaires, tels la Suisse, le Luxembourg ou le Delaware sont devenus, à partir des années 1970, des concurrents aux places financières historiques. On pourrait considérer cela comme une forme de dispersion des activités ; en fait, bien qu'il s'agisse d'une délocalisation de certains établissements ou de leurs filiales, c'est au profit d'un autre centre financier et les activités restent très concentrées, voire le sont davantage encore.

16. Remarquons que même au sein de l'UE, l'intégration n'est pas totale. Ainsi, par exemple, pour distribuer un fonds dans un pays européen sans passer par une délégation de gestion, il est nécessaire de disposer d'une succursale locale, composée d'au moins deux personnes. Mais cette obligation devrait disparaître avec la mise en place d'un passeport européen sur les sociétés de gestion (cf. Livre blanc publié par la Commission européenne le 15/11/2006).

17. Krugman (1991) est souvent considéré comme un article pionnier ; voir Combes, Mayer et Thisse (2006) pour une présentation générale.

18. En particulier, on connaît le pouvoir d'attraction d'une place financière comme celle de Londres qui accueille chaque année des diplômés du monde entier attirés par la perspective de carrières très lucratives.

19. C'est aussi ce qui explique que les facteurs socioculturels jouent tant dans la formation et le développement des places financières (Thrift, 1994 ; Agnes, 2000).

20. Les effets de cliquet ou de « dépendance au chemin » (path dependency) sont classiques dans la littérature en économie géographique. Par exemple, pour Ottaviano et Thisse (2001, p. 117), « *There is a great deal of flexibility in the choice of locations but a strong rigidity of spatial structures once the process of agglomeration has started.* »

21. Parmi les innovations qui ont contribué à redessiner le paysage financier, on peut également citer l'apparition de la lettre de change au Moyen-âge, qui a remodelé la géographie bancaire en créant un réseau européen (Favier, 1995), même si l'effet sur la concentration des activités financières est ici incertain.

22. Voir Plihon, Couppey-Soubeyran et Saïdane (2006) pour une analyse détaillée des stratégies de développement du secteur bancaire.

23. Bodenman (1998) examine également le phénomène de suburbanisation des activités financières dans une étude consacrée à la localisation des sociétés de gestion de portefeuille pour le compte des investisseurs institutionnels.

24. En septembre 2001, la ville de New York a perdu 25 000 emplois dans le secteur de la finance de marché.

25. Orr et Rosen (1997) évaluait déjà à près de 9 000 le nombre d'emplois dans l'industrie des titres qui ont quitté New-York pour le New Jersey entre 1993 et 1996.

26. Ainsi, en France, les activités de courtiers en ligne se sont massivement implantées à Tours, dont la région est devenue un pôle important pour les services en ligne et les centres d'appel.

27. Voir Pujals (2005) pour une étude complète du phénomène de délocalisations des activités financières.

28. Jusqu'à présent, les grandes banques n'ont délocalisé leur siège social que pour cause de bouleversements politiques. Ce fut le cas, par exemple, de la Deutsche Bank qui, après la partition de l'Allemagne, a déménagé de Berlin à Francfort ou de HSBC qui, anticipant la rétrocession de Hong-Kong à la Chine, s'est installé à Londres en 1993.

## BIBLIOGRAPHIE

- AGNÈS P. (2000), « The End of Geography in Financial Services: Local Embeddedness and Territorialization in the Interest Rate Swaps Industry », *Economic Geography*, 76(4), 347-366.
- ANSIDEI J. (2001), *Les centres financiers internationaux*, Economica, Paris.
- ANSIDEI J. et GUILLAIN R. (2002), « Réorganisation spatiale de l'activité financière et émergence d'un nouveau centre : le cas de l'IFSC à Dublin », *Revue d'économie régionale et urbaine*, 2, 203-216.
- ARNOLD T., HERSH P., MULHERIN J.-H. et NETTER J. (1999), « Merging Markets », *The Journal of Finance*, 54(3), 1083-1107.
- BODENMAN J.E. (1998), « The Suburbanization of the Institutional Investment Advisory Industry: Metropolitan Philadelphia, 1983-1993 », *The Professional Geographer*, 50(1), 112-126.
- BOLLON P. (2000), « Gestion : Paris peut-il être le Boston de l'Europe », *Revue d'économie financière*, 57, p. 127-138.
- BOISSIEU (de) Ch. (1987), « L'analyse économique des innovations financières : quelques leçons tirées de l'expérience française », *Proceeding of the Ninth Anglo-French Colloquium in Political Economy*, CEPR.
- CAPELLE-BLANCARD G., CROZET M. et TRIPIER F. (2007), « La localisation des activités financières dans l'Union européenne », dans *La Place financière de Paris et la consolidation des Bourses mondiales* (dir. J. Hamon, B. Jacquillat et Ch. Saint Etienne), Rapport du CAE n° 67, La Documentation française, Paris.
- CASSIS Y. (2006), *Les capitales du capital*, Ed. Slatkine, Genève.
- CLARK G.L. (2002), « London in the European Financial Services Industry: Locational Advantage and Product Complementarities », *Journal of Economic Geography*, 2, 433-453.
- CLARK G.L. et O'CONNOR K. (1997), « The Informational Content of Financial Products and the Spatial Structure of the Global Finance Industry », in *Spaces of Globalization: Reasserting the Power of the Local*, ed. K. Cox. New York: Guilford, 89-114.
- COMBES P.-Ph., MAYER Th. et THISSE J.-F. (2006), *Economie géographique*, Economica, Paris.
- FAULCONBRIDGE J.R. (2004), « London and Frankfurt in Europe's Evolving Financial Centre Network », *AREA*, 36(3), 235-244.
- FAVIER J. (1995), *De l'or et des épices*, Hachette, Paris.
- FERGUSON N. (2001), *The Cash Nexus: Money and Power in the Modern World, 1700-2000*, Basic Books, New York.
- FRIEDMANN J. (1986), « The World City Hypothesis », *Development and Change*, 17, 69-83.
- GARBADE K.D., SILBER W.L. (1978), « Technology, Communication and the Performance of Financial Markets: 1840-1975 », *The Journal of Finance*, 33(3), 819-831.
- HEVESI A.G. et BLEIWEAS K.B. (2004), « The Impact of Wall Street on Jobs and Tax Revenues », *New York State Office of the State Comptroller*.
- KINDELBERGER Ch. (1974), « The Formation of Financial Centres: A Study in Comparative Economic History », *Princeton Studies in International Finance*, 36.
- KRUGMAN P. (1991), *Geography and Trade*, MIT Press, Cambridge Mass.
- LEVINE R. (2005), « Finance and Growth: Theory, Evidence, and Mechanisms », in *Handbook of Economic Growth*, (eds. Ph. Aghion et S. Durlauf), North-Holland Elsevier Publishers, Amsterdam.
- O'BRIEN R. (1992), *Global Financial Integration: The End of Geography*, London: Royal Institute of International Affairs.
- ORR J. et ROSEN R. (1997), « New York-New Jersey Job Recovery », *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, 3(12).
- OTTAVIANO G.I.P. et THISSE J.-F. (2001), « On Economic Geography in Economic Theory: Increasing Returns and Pecuniary Externalities », *Journal of Economic Geography*, 1, 153-180.
- PLIHON D., COUPPEY-SOUBEYRAN J. et SAÏDANE D. (2006), *Les banques : acteurs de la globalisation financière*, La Documentation française, Paris.
- POHL N. (2004), « Where is Wall Street ? Financial Geography after 09/11 », *The Industrial Geographer*, 2(1), 72-93.

- POON J. (2003), « Hierarchical Tendencies of Capital Markets among International Financial Centers », *Growth and Change*, 34(2), 135-156.
- PORTEOUS D. (1999), « The Development of Financial Centres: Location, Information, Externalities and Path Dependence », in *Money and the Space Economy*, (éd. R.L. Martin), John Wiley & Sons, UK.
- PUJALS G. (2005), « Délocalisations et externalisations dans le secteur financier », *Revue de l'OFCE*, 94, 211-238.
- ROBINSON J. (1952), « The Generalisation of the General Theory », in *The Rate of Interest and Other Essays*, MacMillan, London.
- ROSENTHAL S.S. et STRANGE W.C. (2005), « The Geography of Entrepreneurship in the New York Metropolitan Area », *FRBNY Economic Policy Review*, 29-53.
- SASSEN S. (1991), *The Global City*, Princeton University Press, Princeton (NJ).
- SASSEN S. (1999), « Global Financial Centers », *Foreign Affairs*, 78(1), 75-87.
- THIRY B. (2000), « Recherche académique et place financière : la relation nécessaire », *Revue d'économie financière*, 57, p. 411-419.
- THRIFT N. (1994), « On the Social and Cultural Determinants of International Financial Centres: The Case of the City of London », in *Money, Power and Space*, (eds. S. Corbridge, R.L. Martin et N. Thrift), Blackwell, Oxford.

