



GÉOGRAPHIE DE L'INDUSTRIE FINANCIÈRE AUX ÉTATS-UNIS

ÉRIC MONNET *
PIERRE UHEL **

La localisation des activités financières aux États-Unis est soumise aux deux forces opposées de la géographie. Un mouvement de concentration tout d'abord, dû au mouvement historique d'unification juridique et monétaire du pays depuis le début du vingtième siècle, ainsi qu'à la polarisation des activités économiques et financières autour des villes de New York et Chicago. L'harmonisation progressive des lois entre États, le mouvement dit de « dérégulation bancaire » depuis les années 1980 qui a permis de nombreuses fusions et acquisitions entre États, et la disparition progressive d'un nombre important de Bourses régionales - on en comptait 22 en 1935 contre 9 aujourd'hui - ont contribué à ce mouvement.

A l'inverse, il existe un mouvement de diversification géographique. Il faut revenir sur les particularités des États-Unis, pays de grande taille, dont l'histoire et la logique fédérale n'ont pas à l'origine favorisé la centralisation. L'unification tardive du système monétaire¹, le maintien d'une compétence étatique en matière de régulation, le choix réglementaire d'une séparation stricte des activités bancaires², et les particularités de l'organisation du système boursier³ continuent d'entretenir plus fortement qu'ailleurs la concurrence entre les centres financiers.

* École Normale Supérieure Lettres et Sciences Humaines (ENS-LSH), École d'Économie de Paris (PSE).

** Directeur de l'Agence financière de New York, ancien élève de l'ENS St Cloud.

Cet article est issu d'un rapport réalisé lors d'un stage d'Éric Monnet à l'Agence financière de l'Ambassade de France aux États-Unis à New York. Il remercie tous les membres de l'Agence pour leur accueil et leur aide précieuse. Le rapport original avec toutes les données est disponible sur demande.



Enfin, certaines tendances récentes de l'industrie financière créent ou accroissent théoriquement le potentiel de décentralisation : la dématérialisation totale des opérations financières, le développement accéléré des systèmes de gestion de l'information, l'émergence de nouveaux acteurs de marché (les fonds alternatifs), la réévaluation du risque opérationnel à la suite des attentats du 11 septembre.

Si l'extension géographique mondiale des marchés financiers a pu faire prédire par certains la prédominance de cette seconde force et une dissémination géographique des places financières, il apparaît cependant dans le cas des États-Unis que les développements actuels ont plutôt renforcé le pouvoir des places financières existantes, et en particulier de la principale et peut être la seule : New York. Comme l'a montré Saskia Sassen dans son ouvrage de référence *The Global City* (2001), la mondialisation financière renforce le rôle d'un petit nombre de centres qui deviennent les sites de la dynamique mondiale en centralisant la gestion et la coordination, la levée et la consolidation des capitaux investis.

Ce renforcement de l'activité et du pouvoir new-yorkais ne réside pas dans un accroissement simple et proportionnel du volume des titres gérés, des entreprises installées et des emplois financiers, mais il accompagne au contraire les mutations structurelles de l'industrie financière vers une qualification et une spécialisation accrues. Il est ainsi frappant de constater que la part relative de New York dans l'ensemble des emplois financiers recule alors que la productivité, les salaires et la qualification de ces mêmes emplois augmentent à grande vitesse.

Dans le reste du pays, en contrepartie, la décennie des années 1990 a été marquée par une tendance à un rééquilibrage des activités financières avec une augmentation des emplois financiers dans les États qui en étaient le plus dépourvus, et l'implantation de gestionnaires d'actifs ou de courtiers dans quelques nouvelles villes sans tradition financière. Cette géographie demeure toutefois marquée par une relative dispersion qui varie fortement d'un secteur à l'autre, et peut s'expliquer tant par l'héritage juridique (banques, assurances) que par des facteurs stratégiques (gestionnaires de fonds). En outre, plusieurs autres centres - dont certains ont une envergure mondiale - maintiennent un dynamisme très important et se développent principalement en exploitant leurs avantages comparatifs dus à une spécialisation historique, sans atteindre la force et l'amplitude extrême du réseau new-yorkais. Boston, ville historique de la gestion de *mutual funds* demeure ainsi leader dans ce secteur tandis que Chicago, ville de forte tradition boursière, domine le marché mondial de dérivés avec deux marchés dont la fusion est d'actualité : le CME et le CBOT. Le paradoxe américain est que New York est devenu au début du vingtième siècle une place financière



mondiale, éclipsant tout rival étranger pendant la majeure partie du siècle, tout en demeurant un centre domestique certes prééminent mais en aucun cas unique.

Cette étude se propose de fournir une vue d'ensemble de la géographie de l'industrie financière aux États-Unis, et d'en décrire les principales tendances, tout en mettant en lumière la forte diversité suivant les secteurs. Elle essaye également de mesurer l'effet de réseau en construisant un indice incluant plusieurs indicateurs et permettant ainsi de comparer le dynamisme des activités financières des villes des États-Unis. La première partie dresse un panorama et présente une carte des villes avec l'indice regroupant le volume et la densité des activités financières, puis la tendance d'évolution des emplois financiers. La deuxième insiste sur les spécificités de chaque secteur et, enfin, la conclusion tente d'explicitier les facteurs importants de concentration ou de dispersion.

VUE D'ENSEMBLE

La forte concentration du réseau financier

Il est convenu de ne pas assimiler une place financière à la présence d'opérateurs de marchés comme les Bourses, mais cette notion ne peut pas pour autant être définie en termes de critères géographiques ou fonctionnels (Gehrig, 1998). Une place financière est plus qu'une forte concentration d'activités financières dans un lieu circonscrit, elle consiste d'une part en des emplois (une masse salariale) et d'autre part en une circulation d'information ; c'est-à-dire des effets d'agglomération entre emprunteurs, entreprises, investisseurs, analystes, banques (Artus, 2006). Ces effets d'agglomération donnent en réalité naissance à un véritable réseau financier dont la force et l'intensité ne peuvent se réduire à la masse des emplois et s'évaluent plutôt par la nature des liens entre les agents, créatrice de normes⁴ influentes et de forte valeur ajoutée.

Pour tenter de chiffrer l'importance de tels effets de réseaux, nous construisons un indice de densité des activités financières qui donne une vue d'ensemble de la diversité des activités financières dans chaque ville, tout en tenant compte de l'importance de ces activités.

Comparé au volume d'actifs gérés, il permet de différencier les villes qui doivent leur force financière à un secteur particulier, de celles qui, au contraire, possèdent un dynamisme global de leur réseau financier. Les huit catégories d'activités utilisées pour la construction de cet indice sont les suivantes⁵ : courtiers, avocats d'affaires, Bourses, lobbies, activités de courtage en assurance, fournisseurs de données financières, consultants, investisseurs institutionnels.

Carte 1
Volume et densité des activités financières



74

Légende :

- Indice de densité des activités financières égal à 8,9. ●
 - Indice de densité des activités financières égal à 4,1. ●
 - Indice de densité des activités financières égal à 2,5. ●
 - Indice de densité des activités financières supérieur à 1,5. ●
 - Indice de densité des activités financières supérieur à 0,75. ●
 - Indice de densité des activités financières inférieur à 0,75. ○
- Volume d'actifs :
- 0 000 milliards d'actifs ○
 - 1000 milliards ○
 - 2000 milliards ○
- Zones principales d'activités financières : - - -

Source : calcul des auteurs, cf. *infra* et bibliographie.

On distingue assez nettement (carte 1) les trois zones géographiques où se concentre essentiellement l'activité financière, avec la large domination du nord-est, et le leadership écrasant et incontestable de New York. Entre Boston et New York, de nombreuses villes importantes (dans le New Jersey, la Gold Coast du Connecticut et l'État de New York) produisent une véritable dynamique de réseau financier interurbain.



Seules Atlanta (notamment avec sa plateforme d'échange électronique ICE) et, dans une moindre mesure, Denver, Houston et Birmingham, sont des villes qui présentent une activité financière assez diversifiée sans être dans une de ces trois zones. Cleveland se situe entre les deux zones du nord. Chicago est importante par sa diversité financière autour des Bourses et des banques, et devance ainsi Boston dont la spécialité demeure la gestion traditionnelle d'actifs. D'une côte à l'autre, Philadelphie et les deux villes californiennes sont des centres secondaires majeurs.

Quant à la capitale fédérale, Washington D.C., elle concentre peu d'actifs mais possède une dynamique financière propre car le rôle administratif central de la ville attire avocats, lobbies mais aussi des consultants.

Enfin, à l'image de Charlotte pour le secteur bancaire (Bank of America et Wachovia), ou Newport Beach et San Mateo pour la gestion d'actifs, certaines villes sont importantes du fait de leur spécialisation dans un secteur mais ne possèdent pas de véritable amplitude financière généraliste.

La dynamique des emplois financiers : rééquilibrage géographique mais forte augmentation des inégalités en termes de productivité

75

Le nombre d'emplois financiers par État réserve peu de surprise et indique, d'une manière très générale, que l'activité financière est fortement corrélée avec l'activité économique globale des États et leur taille (tableau 1). L'observation des *location quotient* (LQ) calculés par le Bureau of Labor Statistics permet alors de mieux rendre compte de la spécialisation des États les uns par rapport aux autres (tableau 1)⁶. Un LQ de 1,25 signifie que la proportion des emplois financiers de l'État (dans l'emploi total de l'État) est supérieure de 25 % à la moyenne nationale. L'inégale répartition des emplois financiers apparaît ainsi évidente puisque seuls 16 des 50 États américains ont un quotient supérieur à 1. Parmi les dix États au *location quotient* le plus élevé, on retrouve le trio de tête New York-Boston-Chicago (New York, Massachusetts, Illinois). La forte spécialisation financière dans l'État de New York et ses États proches apparaît également comme un phénomène majeur et robuste. Ce classement, ainsi que le tableau de l'évolution des emplois financiers (tableau 2) font apparaître l'important développement des activités financières dans le centre des États-Unis, dans le Nebraska, le Colorado, le Missouri et l'Iowa, avec de villes comme Omaha, Kansas City, Saint Louis ou Denver, portées vers l'avant par des groupes financiers majeurs⁷. Le phénomène de concentration financière s'est également accentué récemment autour de New York avec de très fortes progressions dans le Delaware, le Maryland, Rhode Island et

le New Jersey ; seul le Connecticut fait exception, ayant connu préalablement ce phénomène dans les années 1980.

D'une manière générale, on constate une faible hausse, voire une stagnation ou un recul du nombre d'emplois financiers dans les grands États leaders du secteur que sont New York, le Massachusetts et l'Illinois, alors qu'une grande partie des fortes augmentations d'emplois financiers a eu lieu dans des États où ce secteur est peu important comme le Nevada, les Dakota Nord et Sud, le Montana, l'Idaho, le Wyoming et le Kentucky. Un phénomène de rattrapage semble donc en marche mais sans menacer pour autant la hiérarchie traditionnelle.

A New York, le nombre d'emplois financiers a stagné depuis 15 ans alors que, en dix ans, les actifs gérés par les fonds mutuels ont été multipliés par deux et ceux gérés par les assurances-vie ont augmenté de 30 %. Le salaire moyen new-yorkais est aujourd'hui 60 % plus élevé que la moyenne nationale contre 20 % dans les années 80. La hausse de la

Tableau 1
Localisation des emplois financiers

États	Emplois financiers en milliers	États	Location quotient (LQ)
California	897	Delaware	1,7
New York	702	Connecticut	1,41
Texas	587	New York	1,38
Florida	489	Rhode Island	1,18
Illinois	405	Colorado	1,16
Pennsylvania	339	New Jersey	1,14
Ohio	313	Massachusetts	1,14
New Jersey	280	Illinois	1,13
Massachusetts	222	Nebraska	1,13
Michigan	218	Arizona	1,12
Georgia	217	Minnesota	1,09
North Carolina	192	Iowa	1,09
Virginia	190	New Hampshire	1,09
Minnesota	178	Florida	1,08
Missouri	163	California	1,02
Arizona	161	Texas	1,02
Wisconsin	160	Maryland	1,02
Maryland	157	Missouri	0,99
Colorado	155	Utah	0,96
Washington	155	Pennsylvania	0,95
Connecticut	144	Ohio	0,94

Résultats pour les vingt premiers États.

Source : BLS, FDIC.

productivité dans les secteurs à haute qualification, en particulier la finance, est en effet une tendance profonde de l'évolution de l'économie new-yorkaise depuis le début des années 1990 (Orr, Topa, 2006).

La carte de la contribution du secteur financier au PIB (carte 2 en annexe) montre ainsi que cet indicateur est fort à la fois pour certains États connaissant une forte hausse de leurs emplois financiers depuis dix ans (Nevada, Floride, Arizona), mais aussi pour les États ayant historiquement une intense activité financière et dont le niveau d'emploi de ce secteur est pourtant en phase de stabilisation (New York, Pennsylvanie, Illinois). C'est pour l'État de New York que ce phénomène est le plus important avec une baisse de 4 % des emplois financiers en dix ans (et de 0,5 % en 2004) mais la deuxième plus grande contribution du pays (1,7 points de croissance) en 2004.

Tableau 2
Évolution des emplois financiers par État de 1993 à 2003

État	2000-2003		État	1993-2003			
Delaware	14.0 %	Virginia	3.4 %	Nevada	61.2 %	Wisconsin	20.8 %
Wyoming	12.9 %	Georgia	3.4 %	Arizona	52.1 %	Nebraska	20.5 %
Nevada	11.5 %	South Dakota	3.3 %	South Dakota	49.5 %	Tennessee	19.5 %
California	11.1 %	Michigan	3.2 %	Utah	42.9 %	Kansas	19.2 %
Montana	9.7 %	Arkansas	2.6 %	Delaware	40.8 %	Ohio	18.5 %
North Dakota	9.4 %	Oklahoma	2.1 %	Rhode Island	37.6 %	Oregon	18.2 %
Idaho	9.2 %	Texas	2.0 %	North Carolina	35.1 %	Alabama	17.7 %
Washington	8.5 %	Ohio	1.8 %	Georgia	33.8 %	Arkansas	17.6 %
Utah	8.3 %	Nebraska	1.7 %	North Dakota	31.7 %	Louisiana	16.3 %
New Hampshire	7.5 %	Missouri	1.5 %	South Carolina	30.9 %	West Virginia	15.6 %
Iowa	7.4 %	Mississippi	1.3 %	New Hampshire	30.3 %	Massachusetts	14.0 %
North Carolina	7.0 %	Maine	1.2 %	Maine	30.1 %	Maryland	13.5 %
Kansas	6.3 %	New Mexico	0.9 %	Montana	29.1 %	California	13.3 %
Minnesota	6.2 %	Tennessee	0.8 %	Colorado	29.1 %	Mississippi	12.8 %
Wisconsin	6.1 %	Louisiana	0.1 %	Iowa	28.5 %	New Mexico	12.5 %
Rhode Island	5.3 %	Vermont	0.0 %	Virginia	28.4 %	Michigan	12.5 %
Maryland	5.1 %	Connecticut	-0.3 %	Florida	28.1 %	Missouri	12.5 %
Alaska	5.1 %	Illinois	-0.6 %	Idaho	28.0 %	Alaska	11.5 %
New Jersey	4.8 %	Pennsylvania	-0.7 %	Texas	26.6 %	Illinois	5.1 %
Kentucky	4.7 %	West Virginia	-1.6 %	Wyoming	26.5 %	Pennsylvania	5.0 %
South Carolina	4.4 %	Alabama	-2.6 %	Washington	24.5 %	Vermont	4.8 %
Arizona	4.3 %	Indiana	-2.7 %	Kentucky	24.2 %	Indiana	4.5 %
Oregon	4.2 %	Hawaii	-4.0 %	New Jersey	23.7 %	Connecticut	3.2 %
Florida	4.0 %	Massachusetts	-4.5 %	Minnesota	23.7 %	New York	-4.1 %
Colorado	3.9 %	New York	-6.9 %	Oklahoma	21.2 %	Hawaii	-11.7 %

Source : BLS, 2003.



DE FORTES DIVERGENCES ENTRE SECTEURS

Chaque secteur de l'industrie financière possède son histoire propre, et par conséquent sa géographie propre, avec ses déterminants légaux et économiques. New York est une exception car les autres villes possèdent principalement une ou deux spécialisations du secteur financier. Suivant les spécificités commerciales, stratégiques ou techniques des secteurs, certains types de localisation peuvent ainsi être privilégiés : la géographie financière des banques et des assurances diffère fortement de leur géographie commerciale car les facteurs d'implantation sont très différents. Enfin, certains secteurs portent de nouvelles tendances toutefois non généralisables ; ainsi la localisation périphérique des *mutual funds* est influencée par des facteurs de cadre de vie.

Le poids de l'histoire économique et légale

La dispersion des activités résulte en partie de l'histoire des différentes particularités législatives de chaque État et du développement de places régionales où se sont établies les Bourses et les Federal Reserve Banks. L'influence du cloisonnement réglementaire est encore très sensible dans le secteur bancaire et la dépendance vis-à-vis des capitales administratives des États est un facteur majeur d'explication de la géographie des compagnies d'assurance. La correspondance entre l'existence de centres financiers secondaires et la présence historique de Bourses fait enfin émerger le rôle structurant de ces dernières (tableau 3).

Depuis le début des années 1980, le secteur bancaire a cependant connu une recomposition structurelle sans précédent marquée par une concentration importante du fait des manœuvres de fusion-acquisition suite à la vague de dérégulation bancaire. Rhoades (2000) fait apparaître que les conséquences importantes de l'évolution de ces deux décennies sont la diminution importante du nombre de banques, la concentration des dépôts et actifs dans les plus grandes banques nationales, la concentration des sièges sociaux dans les grandes zones métropolitaines, mais l'augmentation constante du nombre de bureaux de banques dans tout le pays. Le classement des villes bancaires (tableau 4) révèle ainsi la forte concentration du secteur dans les plus grandes banques situées dans certaines grandes villes historiques du secteur (en particulier New York, Charlotte, San Francisco ou Chicago).

La carte du secteur de l'assurance (tableau 7) est la seule (avec celui des fonds de pension) où l'on voit apparaître en majorité les capitales administratives des États, dont certaines peu présentes



Tableau 3
Bourses et banques fédérales régionales

Anciennes villes boursières (1930)	Villes boursières 2006 ⁸	Regional Federal Banks
Baltimore		Atlanta
Boston	Boston (Boston Stock Exchange)	Boston
Buffalo		Chicago
Chicago	Chicago (CBOT, CSE, CME, National Stock Exchange)	Cleveland
Cincinnati		Dallas
Cleveland		Kansas City
Denver		Minneapolis
Detroit		New York
Los Angeles		Philadelphie
Minneapolis		Richmond
New York	New-York (NYSE, NASDAQ, AMEX, NYMEX, ISE)	Saint Louis
Philadelphie	Philadelphie (Philadelphie Stock Exchange)	San Francisco
Pittsburgh		
St Louis		
Salt Lake City		
San Francisco	San Francisco (Pacific Stock Exchange)	
Spokane		
Washington		

79

Source : Gehrig (1998) et SEC.

voire totalement absentes des précédents classements : St Paul, Des Moines, Madison, Columbus ou Topeka. Ce phénomène peut s'expliquer par la forte dépendance du secteur vis-à-vis des administrations générales des États. Chaque État dispose en effet d'une agence de réglementation et de contrôle des assurances à laquelle il incombe de définir les conditions d'agrément des assureurs, de contrôler les tarifs, les activités et la situation financière des assureurs de l'État. Il faut enfin noter le rôle primordial de Kansas City dans ce secteur. Bien que ne concentrant qu'un volume modeste d'actifs d'assurances, cette ville abrite, du fait de sa position géographique centrale, le siège de l'instance régulatrice nationale du marché, la NAIC (National Association of Insurance Commissioners).

Tableau 4
Classement des 20 plus grandes villes bancaires

Ville	État	Actifs (milliards)	Groupes importants
1 - New York	NY	3258	AllianceBernstein L.P., Morgan Stanley Goldman Sachs Group, Inc. Merrill Lynch & Co., Inc. BlackRock, Inc.
2 - Charlotte	NC	2100	Bank of America Corporation Wachovia Corporation
3 - San Francisco	CA	603	Wells Fargo & Company Charles Schwab Corporation UnionBanCal Corp
4 - Prospect Heights	IL	442	HSBC North America Holdings
5 - Seattle	WA	363	Washington Mutual, Inc. Washington Federal
6 - Cleveland	OH	266	Ohio Savings Financial Corp National City Corporation Third Federal Savings and Loan Association (MHC) KeyCorp
7 - Mineapolis	MN	213	U.S. Bancorp
8 - Chicago	IL	206	ABN AMRO North America Holding Company Northern Trust Corporation
9 - Atlanta	GA	181	SunTrust Banks, Inc.
10 - Birmingham	AL	172	Regions Financial Cor Compass Bancshares, Inc.
11 - Providence	RI	160	Citizens Financial Group, Inc.
12 - Pittsburg	PA	151	Federated Investors, Inc. Mellon Financial Corporation Dollar Bank, FSB PNC Financial Services Inc.
13 - Mc Lean	VA	149	Capital One Financial Corp
14 - Salt Lake City	UT	144	American Express Bank, FSB Zions Bancorporation Merrill Lynch Bank USA UBS Bank USA
15 - Oakland	CA	128	Golden West Financial Corp
16 - Wilmington	DE	123	ING Bank, FSB Harris Financial Corp Lehman Brothers Bank, FSB
17 - Winston Salem	NC	117	BB&T Corporation
18 - Boston	MA	108	Eastern Bank (MHC) State Street Corporation
19 - Cincinnati	OH	106	Fifth Third Bancorp
20 - Philadelphia	PA	84	Sovereign Bancorp, Inc.

Tableau construit à partir des données SNL de 2006, comprenant les banques et les *thrifts*.



Des localisations déterminées par la spécificité des activités

Dans certains secteurs, la localisation du siège social est déterminée par des raisons directement liées au type d'activité pratiquée et à la stratégie qui en découle.

Ainsi la localisation des fonds de pension dépend du siège des autorités fédérales lorsqu'ils sont publics, ou de l'administration des entreprises lorsqu'ils sont privés. Pour des raisons similaires les Government Sponsored Enterprises (GSE), entreprises au statut mixte, à la fois public et privé, se regroupent autour de Washington. Les deux principales, Freddie Mac et Fannie Mae, sont respectivement situées à Mc Lean en Virginie et à Washington DC et pèsent 700 et 500 milliards d'actifs.

Pour les activités de conseil et de supports techniques, juridiques et politiques - activités qui ne réalisent ni échange, ni gestion d'actifs, mais sont indispensables au fonctionnement du réseau financier - le choix de la localisation est avant tout stratégique, déterminé par la proximité des clients ou d'autres relations commerciales. Leur localisation confirme ainsi l'avance de New York et la force de l'effet réseau dans cette place financière. Elles font également apparaître le rôle particulier de Washington D.C. en tant que capitale politique et administrative.

New York domine très nettement le secteur des cabinets d'avocat d'affaires avec 12,7 % des avocats américains. Cette avance est encore plus marquée en ce qui concerne les avocats d'affaires spécialisés en opérations de fusions et d'acquisitions. Les quatre principaux cabinets d'audit (les « big four ») qui représentent 99 % du secteur, Deloitte & Touche, KPMG, Ernst & Young et PricewaterhouseCoopers, sont présents dans plus de 80 villes avec plusieurs bureaux dans les centres financiers. Dans le secteur clé des fournisseurs d'information financière et des agences de notation, New York est loin devant avec les sièges de Bloomberg, Mc Graw Hill (S&P), Moody's Corporation, Value Line. On distingue deux exceptions, FactSet Research System à Norwalk dans le Connecticut et surtout Morningstar qui a un rôle majeur en ce qui concerne la gestion d'actifs traditionnelle et qui est basé à Chicago. New York accueille également la majorité des grands cabinets de consultants spécialisés dans plusieurs domaines comme l'informatique ou le management. Chicago et Boston sont les seuls autres centres secondaires à faire preuve d'une véritable force et de diversité dans ce domaine. Enfin, les différents lobbies financiers sont tous situés à Washington, c'est-à-dire près du centre de décision politique. La plupart ont cependant un second siège dans la ou les villes où l'activité des entreprises qu'ils représentent est la plus dynamique⁹.



La géographie de la gestion d'actifs traditionnelle, les *mutual funds*, (tableau 5) révèle également l'importance des facteurs stratégiques de localisation, en particulier lorsqu'on la compare avec les banques et les nouvelles formes de gestion alternative¹⁰. L'observation des chiffres de 2005 confirme les principales conclusions obtenues par Graves (1998) dix ans auparavant concernant la distribution géographique des fonds. Premièrement, ces derniers ne sont pas tous concentrés dans les plus grands centres urbains : on remarque en effet la présence de villes comme Hartford, San Mateo, Newport Beach, Akron, qui n'ont rien d'importantes métropoles. Ensuite, les fonds ne tendent pas à s'installer dans les grands centres financiers. Cette conclusion, si elle reste en partie vraie, doit cependant être nuancée puisque New York, Boston, Los Angeles et San Francisco semblent avoir connu les plus fortes progressions de la décennie. Boston demeure la ville historique des *mutual funds*, abritant le premier créé (MFS, 270 milliards d'actifs aujourd'hui), et les grands leaders Fidelity et Putnam, la ville se place même devant New York en volume d'actifs. Enfin, la distribution géographique n'est pas identique à celle des banques. Ce dernier résultat, sans doute le plus manifeste encore aujourd'hui, peut s'expliquer par trois différences principales entre le secteur bancaire et le secteur des fonds. Tout d'abord, la législation des fonds est nationale contrairement à celle des banques qui doivent se plier à des réglementations locales même si celles-ci tendent à s'amoinrir. Un deuxième argument tient au fait que les *mutual funds* sont moins contraints que les banques par la localisation de leurs clients, et un troisième au fait que ceux-ci bénéficient moins d'économies d'échelles (contrairement aux banques, le nombre de fonds n'a cessé d'augmenter parallèlement à l'accroissement des actifs ; mais néanmoins de moins en moins proportionnellement).

Contrairement au secteur des *mutual funds* dont les gestionnaires interagissent principalement avec les entreprises dans lesquels ils investissent et avec leurs mandants, la proximité physique avec la place joue un rôle décisif pour les *hedge funds* (tableau 6). Le modèle économique de la gestion alternative repose en effet sur l'interaction permanente avec les places de marché, les courtiers (*prime brokers*), les services d'études et les prestataires technologiques. C'est pourquoi la présence importante de villes plus petites (qui ne sont pas des centres financiers importants dans d'autres domaines) notamment en Californie, caractérise la gestion d'actifs traditionnelle mais pas le nouveau secteur de la gestion alternative - à l'exception de la Gold Coast du Connecticut (Greenwich, Westport et Stamford principalement : 20 % des *hedge funds*) dont la proximité de New York (40 % des *hedge funds* américains) est un atout majeur. Ces deux zones réunies constituent la principale concentration mondiale d'actifs dans ce secteur devant Londres.

Tableau 5
Les villes des mutual funds 1996-2005¹¹

1996	Graves. W	2005	
Villes	Assets	Villes	Assets
New York	723	Boston	1774
Boston	629	New York	1620
Philadelphie	300	Los Angeles	1300
Los Angeles	205	San Francisco	1069
San Francisco	195	Chicago IL	838
Chicago	139	Philadelphie (malvem) PA	650
Providence	115	San Mateo CA	280
Denver	111	Pittsburgh PA	204
Minneapolis	106	Baltimore MD	190
Pittsburgh	105	Rye NY	185
Kansas City	73	Newport Beach CA	180
Baltimore	72	Kansas City MO	145
Houston	53	Denver CO	134
Wilmington	35	Houston TX	130
Milwaukee	28	Jersey City NJ	101
Columbus	20	Milwaukee WI	52
San Antonio	18	Akron OH	15
Charlotte	18	Pawtucket RI	10
Hartford	9	Hartford CT	9
Portland	8		
Toledo	6		
Washington	6		
Atlanta	6		
Detroit	5		
Richmond	5		

Sources : Graves (1998), ICI, Morningstar, FYB, Plunkett's Almanac.

Enfin, le fait que pour les banques et les assurances, la géographie générale du secteur diffère largement de la géographie proprement financière, souligne l'importance et le rôle des facteurs stratégiques d'implantation propre à la finance¹². Ainsi pour les banques, bien que le secteur bancaire soit très concentré sur le plan des richesses (les vingt premières villes concentrent 90 % des actifs nationaux), la localisation des institutions bancaires dépend assez peu de l'importance financière des villes alentour et est très éclatée. L'avantage de la proximité dans les activités commerciales de dépôts et de prêts explique sans doute ce constat. A l'opposé, la localisation des banques d'investissement répond à une logique proprement financière, ce qui explique que New-York, qui accueille le siège des cinq plus grandes, domine totalement ce secteur. Un constat identique peut être tiré pour le

Tableau 6
Les principaux hedge funds

Ville	État	Assets (milliards)	Hedge funds		
New-York	NY	140	Renaissance tech Asset Alliance Millenium Partners	Highbridge Cap Atticus Capital Perry Corp	AQR Capital DE Shaw Glenview
Greenwich	CT	35	RBS Partners Lone Pine	Tudor Investment	Jeffrey Gendel
Chicago	IL	29	Citadel	UBS Oconnor	
Boston	MA	25	Adage Capital	AEW	Highfields Capital
Stamford	CT	16	SAC Capital		Columbus Circle
Westport	CT	16	Iridian	Pequot Capital	
Princeton	NJ	13	Caxton		
Dallas	TX	9	Maverick Capital		
Pasadena	CA	7	First Quadrant		
San Francisco	CA	7	Farallon Capital		
Denver	CO	6	Cambiar Inv		
Los Angeles	CA	5	Kayne Anderson		

Sources : Bloomberg, Financial Yellow Book, Plunkett's Almanac.

secteur de l'assurance dont le poids dans la gestion d'actifs ne cesse d'augmenter : d'une manière générale ce marché apparaît très éclaté mais son activité proprement financière est également fortement concentrée. En particulier le volume d'actifs gérés est concentré dans le nord-est malgré un nombre plus important de compagnies dans le sud. Beaucoup de compagnies d'assurance sont en effet de petites entités autonomes, spécialisées dans l'assurance de biens, et n'incluant pas de programmes d'assurance-vie ou d'activités financières. Leur localisation dépend alors principalement de la présence de risques, de la taille de la population et de l'économie, ainsi que de l'environnement réglementaire et de la pyramide des âges en ce qui concerne l'assurance-vie. D'où la présence en tête de classement des États du Sud et des États les plus peuplés. Ce constat est confirmé par le fait que le choix de localisation des courtiers d'assurances les plus importants en valeur financière (Marsh McLennan, National Finl, etc.) répond plus à la logique de la géographie des actifs d'assurance qu'à la logique générale de localisation des compagnies. Cette tendance montre que le rôle des brokers fait partie intégrante du réseau financier et qu'ils ont intérêt à exploiter les externalités informationnelles positives des centres financiers.

Tableau 7
Les grandes villes de l'assurance¹³

Ville	État	Assets	Principales compagnies
New York	NY	1110	AMERICAN INTERNATIONAL GROUP (AIG) GUARDIAN LIFE INSURANCE COMPANY OF AMERICA METLIFE INC AXA GROUP NEW YORK LIFE INSURANCE CO TIAA-CREF
Newark	NJ	282	PRUDENTIAL FINANCIAL
Boston	MA	256	LIBERTY MUTUAL GROUP INC SUN LIFE MANULIFE FINANCIAL
Baltimore	MD	169	AEGON USA
Atlanta	GA	159	ING AMERICAS
Minneapolis	MN	130	ALLIANZ LIFE USA AMERICAN EXPRESS FINANCIAL THRIVENT FINANCIAL FOR LUTHERANS
Milwaukee	WI	123	NORTHWESTERN MUTUAL LIFE INSURANCE CO
Springfield	MA	108	MASSACHUSETTS MUTUAL LIFE INSURANCE CO
Berwyn	PA	106	NATIONWIDE FINANCIAL NETWORK
Des Moines	IA	101	PRINCIPAL FINANCIAL GROUP
Omaha	NE	98	MUTUAL OF OMAHA COMPANIES BERKSHIRE HATTAWAY
St. Paul	MN	93	ST PAUL TRAVELERS COMPANIES
Philadelphie	PA	91	LINCOLN NATIONAL CORP
Bloomington	IL	89	STATE FARM INSURANCE COMPANIES
Stamford	CT	86	GE FINANCIAL
Northbrook	IL	84	ALLSTATE CORPORATION (THE)
Hartford	CT	76	HARTFORD FINANCIAL SERVICES PHOENIX COMPANIES
Newport Beach	CA	69	PACIFIC MUTUAL HOLDING CO
Chicago	IL	66	CNA FINANCIAL CORPORATION
San Antonio	TX	66	USAA
Kansas City	MO	50	GE INSURANCE SOLUTIONS
Madison	WI	49	AMERICAN FAMILY CORP
Birmingham	AL	28	PROTECTIVE LIFE CORP
Columbus	OH	17	NATIONWIDE MUTUAL INSURANCE CO
Topeka	KS	14	SECURITY BENEFITS GROUP OF COMPANIES
Los Angeles	CA	10	ZURICH FINANCIAL SERVICES/FARMERS
Greensboro	NC	10	JEFFERSON PILOT CORPORATION

Sources : ACLI, III, Plunkett's Almanac.



CONCLUSION

LA DYNAMIQUE DE LA CONCENTRATION

La minimisation des coûts de transaction et les économies d'échelle résultant de la concentration des informations sont un bénéfice important pour les entreprises et la principale force du réseau financier. Elles peuvent justifier non seulement la concentration des activités financières mais aussi leur localisation dans de grandes métropoles. Théoriquement, l'agglomération est favorisée si les coûts de transaction sont forts (et diminuent avec la distance) mais aussi s'ils sont faibles dans le cas d'industries où les économies d'échelle sont importantes. Cela explique en partie pourquoi la diminution des coûts de transaction n'entraîne pas la fin de la concentration urbaine des activités mais la favorise au contraire (Fujita, Thisse, 1997). Ce phénomène explique bien la concentration de la géographie financière des États-Unis, malgré les forces historiques de dispersion dues en grande partie aux héritages juridiques, et à la taille du pays. Cependant, pour des activités où les économies d'échelle sont encore faibles voire nulles ou négatives comme les *mutual funds*¹⁴, on observe des localisations en dehors des centres urbains et financiers traditionnels.

Les effets de réseau et les facteurs humains sont fondamentaux. Même si la mobilité de la main-d'œuvre est forte aux États-Unis, la proximité d'autres activités financières ou de lieux résidentiels importants est cruciale comme l'atteste le développement de la Gold Coast au Connecticut. La concentration de capital humain crée également de nombreuses externalités positives dont peuvent profiter les entreprises ; ceci est également vrai à un niveau plus général puisque la géographie de l'industrie financière montre des correspondances avec la présence de grandes universités¹⁵. Plus généralement, un résultat important de cette étude est que les centres financiers les plus importants (New York, Chicago, Boston, Connecticut) connaissent une diminution du nombre de leurs emplois financiers, mais voient augmenter très fortement la qualification de leurs employés, et leur volume d'actifs gérés (Demsetz, 1997, Glaeser, Saiz, 2003, Orr, Toap, 2006).

L'environnement réglementaire spécifique explique bien la géographie des banques et des compagnies d'assurances. Son évolution vers une harmonisation nationale, principalement en ce qui concerne les banques a favorisé un grand nombre de concentrations ces vingt dernières années. Si les réglementations propres à chaque secteur sont donc un facteur fondamental, on ne trouve pas de lien évident entre la charge fiscale individuelle par États et la localisation des activités. Au contraire, les États où le pourcentage de taxes sur le revenu est le plus important comptent parmi ceux où l'activité financière est la plus dynamique¹⁶.

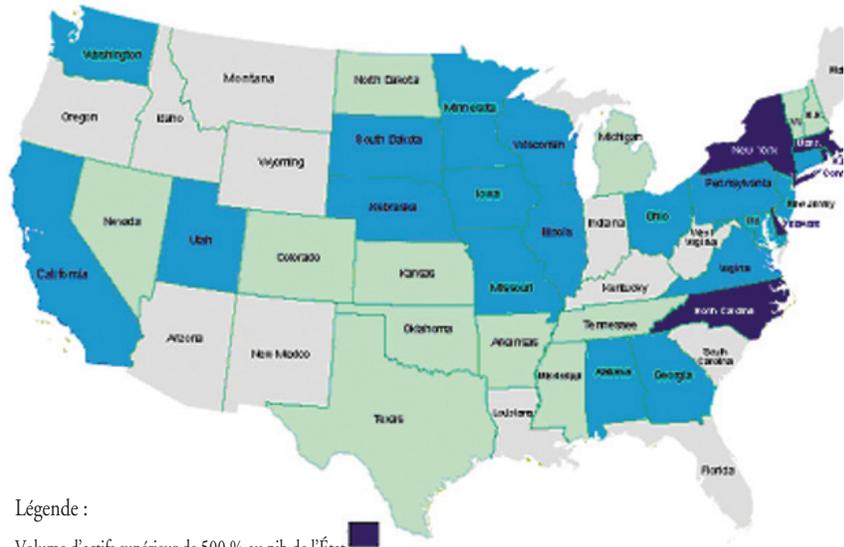


La capacité des grands centres financiers à évoluer et à résister aux chocs apparaît également comme une raison majeure de la concentration des activités et peut s'observer dans les évolutions récentes de la place de New York (Glaser, Saiz, 2003).

Enfin, le mouvement général de dématérialisation des échanges, et notamment le développement des plateformes de *trading* électronique a un impact très faible sur la géographie des activités puisque la localisation de ces nouvelles sociétés répond souvent à l'alternative traditionnelle : rejoindre la place de New York ou un centre financier secondaire. Il faut donc se garder de prédire un éclatement du paysage financier suite à ces mutations car les nouveaux acteurs viennent s'installer principalement à New York et Chicago. Une place de marché nécessite en effet d'importantes activités périphériques et un environnement dense en emplois et informations, comme l'ont montré récemment Bessembinder et Venkataraman (2003). Cette étude a montré comment la dématérialisation des relations économiques et la concentration géographique peuvent paradoxalement progresser de concert.



Poids économique relatif des activités financières par État

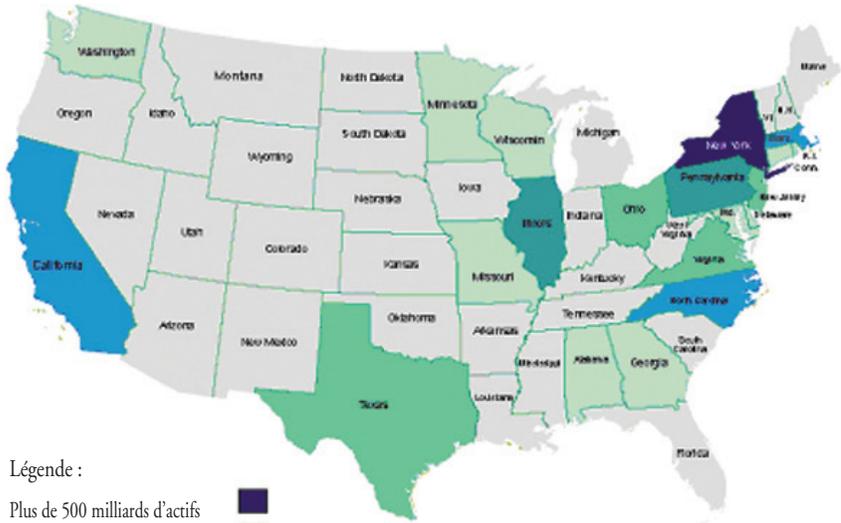


Légende :

- Volume d'actifs supérieur de 500 % au PIB de l'État
- Entre 200 et 500 %
- Entre 100 et 200 %
- Entre 50 et 100 %
- Moins de 50 %

Note : Les actifs de Washington D.C. représentent 850 % de son PIB.
 Les actifs pris en compte sont ceux gérés par les banques, *mutual funds*, *hedge funds*, GSE et assurances.
 Le calcul a été effectué par sommation des résultats de l'étude pour chaque secteur. Il ne prend donc en compte qu'environ 90 % de l'activité financière des USA.

Poids des activités financières par État



Légende :

Plus de 500 milliards d'actifs

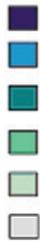
Entre 2000 et 5000

Entre 1000 et 2000

Entre 500 et 1000

Entre 200 et 500

Moins de 200 milliards



Note : Washington D.C. regroupe 710 milliards d'actifs.

Les actifs pris en compte sont ceux gérés par les banques, *mutual funds*, *hedge funds*, GSE et assurances. Le calcul a été effectué par sommation des résultats de l'étude pour chaque secteur. Il ne prend donc en compte qu'environ 90 % de l'activité financière des USA.



NOTES

1. La création du système de réserve fédéral ne date que de 1913.
2. Après la crise de 1929, le Glass-Steagall Act (1933) instaure notamment une incompatibilité entre les métiers de banque de dépôt et de banque d'investissement. Critiqué et contourné depuis les années 1970, il a été abrogé en 1999. La fusion constitutive de Citigroup fut la première conséquence de cette abrogation.
3. Absence de monopole des lieux de cotation (marché primaire) dans la négociation des titres (marché secondaire), possibilité corollaire de *secondary listing*, absence de monopole des marchés réglementés sur les transactions (absence de carnet d'ordre central et principe de l'internalisation des ordres par les *brokers-dealers*).
4. Cf. notamment Remay et Champarnaud (2000).
5. Pour chaque type d'activités, nous donnons la note 10 à la ville leader puis échelonnons les notes des autres villes par rapport à ce référent. L'indice est ensuite la moyenne de ces notes sur 10 pour chaque ville. La catégorie « investisseurs institutionnels » est différente des autres. Il aurait été légitime de constituer une catégorie pour chacune des activités d'investissement, mais nous voulons ici insister sur l'importance des activités de lien et de support de l'investissement. Cependant nous attribuons un coefficient 2 à cette catégorie alors que toutes les autres ont un coefficient égal à l'unité. La méthodologie diffère légèrement de celle utilisée pour les autres activités car la note 10 est attribuée si tous les types d'investisseurs sont présents, ce qui n'est le cas pour aucune ville. Les investisseurs retenus sont au nombre de sept : *mutual funds*, GSE, banques de dépôt, banques d'investissement, assurances, *pension funds*, *hedge funds*. Dans l'ensemble de l'étude, nous nous intéressons seulement à la localisation des sièges sociaux des entreprises en question, alors même que les entreprises peuvent disposer de bureaux dans d'autres villes. Ce choix s'impose en raison de la disponibilité des données, mais il se justifie également par la volonté de mettre en valeur les centres de pouvoir et de décision (cf. Monnet, 2006).
6. Ce quotient se calcule simplement en divisant la part des emplois financiers dans les emplois totaux de l'État par la part des emplois financiers dans les emplois totaux nationaux.
7. Omaha est notamment le siège de Berkshire Hathaway, Denver celui de Janus Corp. et Kansas City celui de American Century Companies, Clipper Fund ou Oakmark.
8. Les Bourses que nous indiquons sont celles enregistrées à la SEC. On pourrait ajouter deux Bourses entièrement électroniques : l'Arizona Stock Exchange, et surtout l'Intercontinental Exchange (ICE) basé à Atlanta.
9. C'est surtout le cas des lobbies généraux des investisseurs comme la Bond Market Association, Futures Industry Association (FIA) et Securities Industry Association (SIA). Le premier a un bureau conjoint à New York, le second à New York et Chicago (ce qui met encore au premier plan l'activité boursière de Chicago), et enfin la SIA a un siège conjoint à New York mais aussi d'importants bureaux de représentation régionale à Chicago, Pittsburgh, Fairfield, Atlanta et San Francisco ; cinq villes au cœur de zones financières majeures et situées à proximité des Bourses de Chicago, Philadelphie, Boston, Atlanta (ICE) et San Francisco (Pacific SE).
10. Un *mutual fund* n'a pas plus de réalité géographique que d'employés puisque c'est seulement une forme de placement. Les *mutual funds* sont donc généralement organisés par des sociétés de gestion, les sponsors (sociétés mères ou parrain), qui sont souvent des sociétés d'investissement (*investment advisory firms*) mais peuvent également être des banques, des fonds de pension ou des sociétés d'assurance. Nous nous attachons donc à localiser ces sponsors, tout en sachant que pour certains la gestion de *mutual funds* n'est pas leur principale activité et qu'il est parfois difficile de chiffrer cette part. Les 9500 milliards d'actifs sont aujourd'hui répartis entre plus de 8500 *mutual funds* gérés par environ 600 *sponsors* enregistrés à l'Investment Company Institute (ICI).
11. Pour le classement de 2005, nous n'avons pas pu utiliser une méthode équivalente à celle de W. Graves, ce qui rend la stricte comparaison délicate. Notre classement résulte d'un chiffrage et d'une localisation des 45 plus importantes sociétés de gestion (97 % du secteur), en dehors des banques et assurances, obtenues à l'aide des bases de données suivantes : ICI, Morningstar, Plunkett's Almanac et Financial Yellow Book. Pour la méthodologie plus précise de Graves (1998) qui raisonne proprement par *mutual funds*, se reporter à son article p. 247.
12. Ce point est largement développé dans notre étude originale (cf. Monnet, 2006).
13. Ce classement a été effectué à partir de données sur les 40 premières compagnies américaines, ce qui représente environ 80 % du secteur de l'assurance en termes d'actifs financiers.

14. Pour une preuve détaillée, cf Monnet, 2006.
15. Nous effectuons la comparaison détaillée dans Monnet (2006). Voir aussi sur l'exemple londonien (Thiry, 2000).
16. Pour les tableaux des différentes taxes par État, cf. Monnet (2006).

BIBLIOGRAPHIE

- ARTHUR W.B. (1990), « Silicon Valley Locational Clusters: When Do Increasing Returns Imply Monopoly? » *Mathematical Social Sciences*, 19.
- ARTUS P. (2006), « Qu'est-ce qu'une place financière ? », Flash CDC-IXIS, 15 juin 2006.
- BESSEMBINDER H. et VENKATARAMAN K. (2003), « Does an Electronic Stock Exchange Need an Upstairs Market? », *Journal of Financial Economics*.
- CHAMPARNAUD F. et REMAY V. (2000), « Places financières et concurrence entre marchés boursiers », *Revue d'économie financière*, n° 57.
- CHOPPIN-ANSIDEI J. (2000), « Géographie des activités financières internationales », *Revue d'économie financière*, n° 57.
- DEMSETZ S. (1997), « Human Resources Needs in the Evolving Financial Sector », *Federal Reserve Bank of New York*.
- FUJITA M. et THISSE J.-F. (1997), « Économie géographique : problèmes anciens et nouvelles perspectives », *Annales d'économie et statistique*, 45.
- GHERIG T. (1998), « Cities and the Geography of Financial Center », CPER Working Paper.
- GLAESER E. et SAIZ A. (2003), « The Rise of the Skilled City », Working Paper, Harvard.
- GRAVES W. (1998), « The Geography of Mutual Funds Assets », *Professional Geographer*, n° 50.
- KRUGMAN P. (1991), « History vs Expectations », *Quarterly Journal of Economics*, 106.
- MONNET E. (2006), « Localisation des activités financières et effets de place aux États-Unis », *Lettre Financière*, Ambassade de France aux États-Unis.
- ORR J. et TOPA G. (2006), « Challenges Facing the New York Metropolitan Area Economy », Federal Reserve Bank of New York, January.
- RHOADES S. (2000), « Bank Mergers and Banking Structure in the USA, 1980-1998 », Board of Governors of the Federal System.
- SASSEN S. (2001), *The Global City: New York, London, Tokyo*. Princeton University Press.
- SCHMIDT M. (2006), « A Trader's Train to Wall Street, Connecticut », *New York Times*, 4 août 2006.
- THIRY B. (2000), « Recherche académique et places financières : la relation nécessaire », *Revue d'économie financière*, n° 57.

Principales sources des données sur les entreprises :

- Plunkett's Investment 300
- Financial Yellowbook
- Pensions & Investments
- ICI (Investment Company Institute)
- FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation)
- Morningstar