



LES CAPITALES FINANCIÈRES : LA PLACE DE FRANCFORT ET SES PERSPECTIVES

HANS-HELMUT KOTZ *
REINHARD H. SCHMIDT *

Il y a une trentaine d'années, Charles Kindleberger était frappé par « le fait curieux que la formation des centres financiers n'est plus étudiée en économie », et il présuma que le sujet devait être tombé « entre deux chaises » et se situait désormais quelque part entre l'économie urbaine et l'économie financière. En suivant cette seconde piste, on pourrait aboutir à l'idée « que les marchés monétaires et de capitaux se sont uniformément répandus à travers chaque pays » (Kindleberger, 1974, p. 1), ce qui n'est, de toute évidence, pas le cas. En partant de ces premiers principes, on peut encore ajouter à la confusion en soutenant que « le marché crée une distance géographique infinitésimale, et une distance personnelle infinie » (Leamer, 2007, p. 99). La thèse de Leamer convient particulièrement bien à la description des marchés financiers, et aboutit à une conclusion simple : la finance peut parfaitement bien se passer de dimension spatiale et de localisation naturelle. Les frontières devenant toujours moins importantes, ceci conduit à accrédi- ter l'idée qu'il existe une échelle mondiale, au moins pour les trois zones temporelles¹.

Cette idée aboutit à une véritable aporie dans la mesure où l'activité financière n'est évidemment ni une affaire d'implantation locale, ni dispersée à l'infini. Alors qu'en Europe, les distances ont été réduites par l'introduction d'une monnaie unique et d'innovations aussi bien politiques (Plan d'action pour les services financiers) que technolo-

* Banque fédérale d'Allemagne et Université Goethe, Francfort.



riques, il existe encore malgré tout beaucoup de centres financiers tout à fait spécifiques. Francfort est l'un de ces « entrepôts » financiers ; c'est de loin la place dominante en Allemagne et l'une des plus importantes du continent européen, et la place financière de Francfort joue également un rôle d'une certaine importance au plan international.

L'histoire financière de Francfort a été particulièrement intéressante car elle n'a pas toujours été ce qu'elle est aujourd'hui. Pendant des siècles, à partir des foires de la fin du Moyen-âge, Francfort a été un nœud de communication pour le commerce des denrées et un lieu d'échange des capitaux financiers. Pourtant, après l'unification de l'Allemagne en 1871, la ville perdit son rôle et son influence financière au profit de Berlin, capitale du nouvel empire. Il est intéressant de noter que « l'émergence d'un centre financier unique... s'est produite deux fois, dans les deux cas à l'occasion d'une guerre : la première avec l'influence grandissante de Berlin sur Cologne, Francfort, Darmstadt... et la seconde avec l'émergence progressive de Francfort en tant que capitale financière de l'Allemagne de l'Ouest... » (Kindleberger 1974, p. 24)². De ce fait, Francfort n'a regagné sa position initiale que tard dans les années cinquante du dernier siècle et ceci largement grâce à un accident de l'histoire, si l'on peut qualifier ainsi les décisions politiques. A cette époque, ses grands concurrents au niveau national étaient Hambourg, en raison de ses infrastructures portuaires, et Düsseldorf qui desservait la forteresse de l'Allemagne de l'Ouest, le district industriel de la Ruhr. Pour des raisons politiques évidentes, Berlin n'était pas candidate à cette fonction.

Ainsi, ce qui apparaît unique du point de vue des réalités actuelles, c'est que Francfort a retrouvé sa position en Allemagne relativement récemment, rejoignant ainsi un ensemble choisi de villes internationales, qui, elles, ont été des centres financiers sur une période beaucoup plus longue. De ce fait, pour apprécier si l'Europe (ou « l'Euroland » seulement) est éventuellement mûre pour se doter d'un pôle financier unique - question posée par Charles Kindleberger dès 1974 et à laquelle il avait répondu par l'affirmative - l'Allemagne peut apparaître comme une étude de cas particulièrement intéressante.

Cet article traite des questions que soulève la situation actuelle de Francfort en tant que place financière, des forces qui sont les siennes et des atouts dont elle dispose pour défendre sa position. Nous commencerons par analyser la nature et la fonction des centres financiers. Puis, nous définirons les termes de la concurrence entre centres financiers en général, tout en esquissant les conditions de la réorganisation récente du paysage financier européen en particulier. Ensuite, nous nous intéresserons à la place actuelle de Francfort dans le système



national et international des centres financiers. Enfin, nous concluons par un aperçu de ce que pourraient être les perspectives de Francfort sur le plan financier.

LES FONCTIONS DES CENTRES FINANCIERS

Les centres financiers sont des sites caractérisés par une très forte concentration d'activité financière, la présence d'institutions spécialisées dans la réalisation de ces activités, et de gens qui travaillent dans ces institutions. La mesure de la concentration financière et de sa croissance est une question incontournable, il suffit de penser à la City de Londres, au quartier de la finance à New York et au centre-ville de Francfort.

Une telle concentration n'est pas inhabituelle. En réalité, à l'intérieur de leurs propres marchés, les industries présentent fréquemment un haut degré de concentration. C'est une réalité que l'économie de l'urbanisme ne cesse de nous rappeler (voir par exemple McDonald, 1997). La logique sous-jacente à ces concentrations réside dans les avantages que l'on trouve à exercer certaines activités à proximité les unes des autres. Rassembler des activités engendre ainsi des effets de renforcement mutuel. Ces économies d'implantation étaient déjà observées et analysées de façon convaincante par Alfred Marshall : « Quand une industrie s'est choisie une implantation, il y a des chances que ce soit pour longtemps, tant les agents opérant dans le même domaine d'activité tirent tous ainsi avantage de leur proximité mutuelle » (Marshall, 1920, p. 225).

Les avantages qui découlent de ce « proche voisinage » - ce que nous appelons aujourd'hui les économies d'agglomération - sont donc essentiels à la formation de *clusters* locaux. Ils favorisent les échanges d'informations ; ils stimulent la concurrence ; et ils engendrent l'innovation. Les effets de « proche voisinage » se perçoivent dans les économies externes des entreprises. Ils découlent de la taille de l'industrie locale et en dépendent. Le tissu interindustriel est, de ce point de vue, particulièrement pertinent. C'est lui qui permet le partage du travail spécialisé, des consommations intermédiaires, tout en attirant dans le même temps les fournisseurs de ces biens et services spécialisés. De ce point de vue, comme l'ont montré Michael Piore et Charles Sabel (1984) dans des études de cas convaincantes, ce sont là les facteurs déterminants pour analyser la compétitivité des régions.

Si l'on suit Michael Porter (1990), ces externalités d'agglomération fondent localement (tout comme elles sont définies par) un meilleur accès aux facteurs de production, une demande plus pointue et plus exigeante, des services d'accompagnement innovants au meilleur prix et,



en définitive, une structure de marché fondée sur une compétition permanente et stimulante.

Tout ceci produit un avantage comparatif pour les entreprises qui appartiennent à ce *cluster* (Krugman, 1991) : cet avantage peut reposer sur un bassin d'emploi spécialisé et sur l'accès à des biens intermédiaires de haute qualité et, ce qui est plus important encore, il stimule les capacités de créer, de transmettre et de transformer efficacement l'information. Ce dernier point semble particulièrement pertinent pour les activités de connaissance, auxquelles appartient à l'évidence le secteur financier. L'agglomération favorise la création, la mobilité et l'applicabilité des idées. C'est l'argument du « climat de mystère » développé par Marshall qui écrit : «... l'énigme des échanges... est qu'ils se produisent comme s'ils étaient dans l'air ». La distinction entre une orientation vers les intrants, les marchés ou les activités destinées à la clientèle fournit encore une dimension significative à la problématique de la localisation : avec des coûts de communication décroissants, la disponibilité et la qualité des facteurs de production deviennent plus importantes dans le choix d'une localisation. Il s'en suit que les économies d'implantation, qui sont des économies externes, génèrent en définitive des *clusters*.

Ces « externalités marshalliennes » engendrent des économies d'échelle et de gamme. Elles sont le résultat d'une interaction de rendements croissants (les coûts fixes sont répartis sur une base productive plus large), d'une réduction des coûts de transport ou de communication (qui réduisent la distance sous diverses formes) et enfin d'une demande sophistiquée et stimulante. Tout ceci, en définitive, entraîne une concentration géographique qui développe son avantage en fondant des effets de masse critique (Krugman, 1991, p. 15, 28). Lorsque les avantages des utilisateurs augmentent avec le nombre des autres utilisateurs, comme c'est évidemment le cas pour la liquidité disponible sur de vastes plates-formes d'échange (l'externalité dite des flux d'ordres), les effets de réseau, les rétroactions positives renforcent les éventuelles tendances centripètes.

Pour ce qui est de la géographie des places financières, il existe une dimension arbitraire inhérente à leur localisation. Les avantages naturels qui ont pu avoir leur importance par le passé n'ont pas pour autant été toujours décisifs. Les foires médiévales, par exemple, étaient implantées dans des lieux géographiquement propices. Mais elles tiraient leur principal pouvoir d'attraction, au sens le plus littéral du terme, du fait qu'elles étaient réglementées plus soigneusement (Braudel, 1979, pp. 79-96). En d'autres termes, ce sont les décisions politiques qui ont toujours été déterminantes. En outre, la localisation a fréquemment été la conséquence d'une forme d'accident historique. Francfort, comme nous l'avons déjà dit, a retrouvé son influence passée à la suite d'une



redéfinition du paysage financier allemand après la Seconde guerre mondiale. Il s'est agi d'une « opération financière publique » (*financial statecraft*) au sens où l'entendent Benn Steil et Robert Litan (2006), à savoir une restructuration de l'économie allemande selon le modèle fédéral des États-Unis. Séparer la capitale financière de la capitale politique impliquait que Francfort, notamment en raison de la présence de la Banque fédérale d'Allemagne et de l'institution qui l'avait précédée, bénéficie d'un avantage certain (en particulier pour les marchés monétaires). Cependant, depuis les années 1980, la dynamique qu'a connue Francfort par rapport à ses concurrents allemands, doit beaucoup à son attractivité, du point de vue de la clientèle, en termes de coûts comme d'innovation.

De ce fait, bien que cela ne soit pas toujours ouvertement reconnu, la politique fait partie intégrante de l'avantage concurrentiel des places financières (voir pour un inventaire plus général des rôles cachés de la puissance publique, voir Pastré (2006) ainsi que Tyson (1994)). La « Corporation of London » est probablement très utile aux protectionnistes heureux que décrit si bien Olivier Pastré (*ibid.*, p. 77). La réglementation, l'existence d'une infrastructure fiable ainsi que d'un bassin de compétences professionnelles suffisant ont toujours fait et continuent à créer la différence. Et le secteur public joue, évidemment, un rôle déterminant dans ce domaine. L'environnement institutionnel que définit le système politique peut encourager ou au contraire freiner le développement des places financières. Cette influence peut concerner l'input (facteurs de production et création de valeur) aussi bien que l'output (clients, dispersion régionale des consommateurs).

Les centres financiers abritent, évidemment, de nombreux types d'activités commerciales, de l'intermédiation bancaire à la négociation de toutes sortes d'instruments, y compris les infrastructures nécessaires. Leur particularité découle de la forme qu'elles donnent à ces objectifs. Fondamentalement, les centres financiers sont des nœuds de communication, qui assurent le traitement de l'information à un coût efficient. Les Bourses se sont, historiquement, développées comme des lieux d'échange, des dispositifs permettant de réduire le coût des transactions (voir notamment Braudel (1979) ou Max Weber (1896)). Avec les progrès des technologies de communication, le coût moyen de conception et d'exploitation des systèmes d'information n'a cessé de diminuer. Ce qui implique un étalement des coûts fixes, engendre des forces centripètes et explique en grande partie la concentration des marchés qui est en cours (Harris, 2003, p. 159). Avec la baisse du coût du traitement de l'information, le flux de celle-ci est en augmentation, ce qui permet davantage de transactions (Kotz, 2005). Ainsi, la technologie exerce un fort effet de réduction sur le coût, et donc sur la distance. En outre, les



progrès de la technologie ont un effet sur l'ensemble de la chaîne de valeur, ils augmentent l'efficacité des systèmes de compensation et de règlement ainsi que les services auxiliaires. Avec un ratio coûts variables aux coûts fixes en baisse, l'échelle ou la taille devient un avantage compétitif, ce qui pousse à la concentration.

Deux facteurs ont donc traditionnellement favorisé l'apparition et l'importance durable d'un centre financier donné : (1) la proximité ou les économies d'agglomération et (2) la taille ou les économies d'échelle et de gamme. La meilleure illustration de l'interaction entre ces facteurs est donnée par le cas des Bourses des époques antérieures et celles de l'époque actuelle. Le facteur d'agglomération était autrefois important dans la mesure où les échanges financiers exigeaient une présence physique qui, à son tour, supposait la présence d'institutions financières opérant les transactions associées aux affaires à proximité de la Bourse, et inversement.

La valeur d'un échange pour un opérateur dépend de la liquidité du marché, laquelle dépend à son tour du nombre d'opérateurs et du volume de transactions que ceux-ci apportent au marché, ce qui augmente les externalités de réseau aussi bien que les économies d'échelle. En d'autres termes, le succès d'une Bourse qui était et demeure un élément névralgique de tout centre financier, dépendait du nombre de professionnels de la finance qui travaillaient à proximité de la Bourse. En plus, la concentration des activités de négociation et des opérateurs sur une même place concourait au développement d'activités connexes telles que la compensation et le règlement, effectuées à proximité afin de limiter la distance et les coûts de transaction.

Il est intéressant de constater que l'exemple précédent sert également à illustrer l'idée que la concentration des activités, des institutions et des personnes en un lieu unique n'a peut-être plus de sens aujourd'hui. Il n'est désormais plus nécessaire d'assurer une présence physique sur un lieu de transaction, quand on peut accéder à distance à des systèmes d'échange comme XETRA. En outre, la localisation physique des capacités informatiques centrales qui constituent la colonne vertébrale de tout système de transactions électronique, n'a pratiquement plus d'importance aujourd'hui. Enfin, depuis que les documents commerciaux ne sont à proprement parler plus déplacés dans les opérations de compensation et de règlement, la proximité entre les Bourses et les centres de compensation et de règlement n'importe guère plus. Certains observateurs ont tendance à généraliser, et font valoir que la proximité, l'agglomération et, somme toute, la localisation, ne sont plus un facteur déterminant. O'Brien (1992) a synthétisé cette tendance par l'expression « la fin de la géographie ». Cette notion semble particulièrement appropriée pour les activités financières apparemment



nomades et incite à se demander si les centres financiers pourront conserver une quelconque importance.

Tout ceci, à l'évidence, induit la question de savoir jusqu'où ces centres de services, caractérisés par leur concentration, répondent à une logique géographique. Quelle est, en d'autres termes, la géographie de la finance et qu'est-ce qui « produit de la distance » et autorise ainsi la création d'une multitude de centres régionaux ? Comment la distance, dans ses diverses acceptions, affecte-t-elle la localisation de la finance ?

LE PAYSAGE FINANCIER EUROPÉEN EN COURS DE REMODELAGE

Les facteurs qui génèrent de la distance ne proviennent pas seulement des coûts de transport (Frankel, 2000 ; Leamer, 2007). La distance - et donc la géographie des marchés - peuvent être créées par différents types de barrières à la communication ou aux échanges comme la langue, la culture, les lois et les institutions juridiques. En outre, même dans un cadre légal et réglementaire identique, des modalités d'application différentes génèrent des failles que viennent combler des intermédiaires : « Parmi les nombreuses preuves que la distance au sens large est encore importante, il suffit de constater la tendance des industries à se concentrer géographiquement... qui met en évidence aussi bien les coûts de transport et de communication que les rendements d'échelle croissants... » (Frankel, 2000, p 12-13).

Dans les marchés financiers européens, nous avons connu récemment, comme nous l'avons déjà évoqué brièvement, deux importantes innovations institutionnelles qui tendent à réduire les distances : l'introduction d'une monnaie commune et la reconfiguration des marchés de capitaux européens sous l'effet du très vaste Plan d'action pour les services financiers, qui fait lui-même partie du Processus de Lisbonne. Ces deux innovations institutionnelles supposent que certaines caractéristiques des marchés nationaux - la monnaie nationale et les règles nationales - ont été remplacées par des équivalents européens. Devant la diminution de la nécessité d'adapter l'offre de services financiers aux préférences locales, on peut s'interroger sur les raisons d'existence de centres financiers locaux dans l'Europe (continentale) d'aujourd'hui.

Du point de vue des centres régionaux comme Francfort, Paris ou Amsterdam, leur positionnement relève de décisions stratégiques qui doivent être prises au regard des zones d'opération, des produits et des clients auxquels ces centres voudraient s'adresser (Saunders et Walter, 1994, pp. 20-22). Au bout du compte, les clients n'achètent pas



des produits mais des services. De ce fait, les utilisateurs des centres financiers sont attirés par les spécificités de tel pôle financier qui le différencient de tous les autres. Cela ressemble tout à fait au modèle de la concurrence monopolistique qui tient compte de la variété et de sa localisation dans l'espace du produit (pour une analyse concise, voir Frank, 1994). Dans notre cas, cela signifie que le nombre et l'attractivité des places financières seraient le résultat d'un compromis entre les économies et les déséconomies d'échelle, reflétant les tensions intrinsèques entre forces centripètes et centrifuges. Ainsi, comme le soutient Frankel (1996), compte tenu de la quasi-indétermination des implantations boursières, de petites variations des coûts peuvent avoir des effets puissants sur la concentration se traduisant par la consolidation d'un grand nombre de petites places boursières et créant ainsi quelques grandes places. Mais, là encore, on doit établir les coûts et les avantages de la concentration et ceux de la diversité. En règle générale, la concentration des marchés résulte de la capacité croissante à desservir à distance les marchés et les clients locaux au moindre coût.

Nous voudrions ici entrer davantage dans le détail et ajouter un commentaire au débat actuel sur la meilleure organisation de l'industrie des transactions boursières : Les marchés devraient permettre un échange à un coût efficient des créances financières et contribuer ainsi à une bonne formation des prix. L'ensemble des demandes d'achat et des offres de vente de créances financières génère un flux d'ordres dont le traitement dépend des procédures, règles, etc. des différents marchés. Les transactions ont un coût qui est représenté par des commissions auxquelles s'apparentent en réalité à une taxe sur les transactions, ce qui tend à réduire les volumes. Un marché optimal permet d'opérer dans un environnement liquide et transparent, générant de lui-même des prix adéquats à des coûts peu élevés. En outre, la possibilité de vendre et d'acheter rapidement dans un marché sans modifier le prix, en d'autres termes la liquidité, est la caractéristique d'un bon marché. Accessoirement, les prix ne devraient pas varier entre les transactions effectuées dans un même laps de temps - les bons marchés se distinguent par une continuité des prix, ce qui est plus ou moins synonyme de liquidité. Ceci exige une certaine profondeur du marché ou, pour le dire autrement, de nombreux vendeurs et acheteurs prêts à échanger au-dessus comme au-dessous du prix du marché. En définitive, et du point de vue fondamental que constitue une perspective fonctionnelle, les marchés doivent être efficients en terme d'information, et refléter ainsi une connaissance pertinente de la trajectoire attendue des valeurs des titres échangés.

Dans un environnement dépourvu de coûts de transaction, ces enchaînements se réaliseraient sans aucune perturbation. En tout cas,



la localisation n'aurait aucune espèce d'importance. Dans la réalité cependant, différents types de marchés répondent aux différentes caractéristiques des titres négociables et aux besoins des divers investisseurs qui les utilisent - qu'ils soient des particuliers ou des institutionnels. Le lieu où les transactions se déroulent prend de l'importance en fonction des préférences des intervenants. En outre, dans la réalité, les marchés, même les marchés financiers, ne sont pas faits « d'innombrables acheteurs sans visage rencontrant d'innombrables vendeurs, et effectuant exactement les mêmes transactions » (Leamer, 2007, p. 99). Au contraire, les marchés dans le monde réel ont toujours rempli un certain nombre de fonctions au-delà de la simple confrontation des ordres. La vraie raison de l'existence de nombreux marchés - locaux et virtuels - est que les échanges ne peuvent pas être réduits à la seule formation des prix.

Un argument similaire peut servir à expliquer la coexistence de différents *business models* dans l'industrie boursière. Certaines Bourses n'offrent que les fonctions centrales de tout marché, à savoir la définition des contrats et la fixation des prix, alors que d'autres intègrent ces fonctions à des activités complémentaires comme la collecte d'informations préalables au règlement, le traitement d'informations sur les transactions, la compensation et le règlement, la diffusion d'informations relatives au marché et les services de conservation de titres. L'intégration verticale semble être un corollaire logique des économies de gamme (et d'échelle) : elle est consubstantielle à une telle gamme de fonctions étroitement intégrées.

Comme on le sait, cette thèse traditionnelle en faveur de l'intégration des fonctions associées à l'échange a été récemment très contestée. Pourtant, la position en faveur de la séparation de ces activités n'a jusqu'ici pas été étayée par de véritables arguments économiques mais s'appuie, au contraire, sur des métaphores de management comme les « cœurs de métier » (*core competencies*). En tout cas, sur la base de la simple logique de marché, la structure optimale de l'industrie boursière devrait être le résultat du libre jeu de l'offre et de la demande. Il appartient donc aux clients de décider si un « découpage » de la chaîne de valeur traditionnelle de l'industrie boursière est dans leur intérêt. Ceux qui plaident en faveur d'une intervention régulatrice qui définirait ce que peut être le modèle de transaction optimal, devraient au moins fournir quelques explications sur les raisons qui les poussent à croire qu'ils connaissent mieux la situation que les intervenants du marché. Il nous semble qu'il est justifié de proposer aux clients des espaces variés de rencontre et de transaction et que cet argument milite en faveur de la coexistence d'un ensemble de centres financiers offrant chacun leurs espaces propres.



A la suite de l'importante réduction des coûts induits par la distance (grâce, notamment, aux progrès des technologies de l'information et de la communication), les centres financiers semblent menacés de « dé-localisation », de devenir de simples « places virtuelles ». La réalité est pourtant sans ambiguïté : les places financières sont toujours parfaitement réelles et ne se dissolvent nullement dans l'immatériel. Bien au contraire, les fonctions centrales se sont concentrées ; l'ancrage dans l'espace réel a même gagné en importance. La City de Londres, Wall Street et le quartier financier du centre de Francfort sont des centres bien visibles dans le sens concret du terme et, encore aujourd'hui, ce sont les quartiers de ces villes où les loyers sont les plus élevés. Comment cela se fait-il ? L'économiste Thomas Gehrig (2000) a décrit avec précision les forces centripètes (économies d'échelle, afflux d'information, externalités d'un grand marché) et les forces centrifuges (coût d'accès au marché, information localisée et complexité d'accès à l'information) qui s'exercent dans le cas des centres financiers. Les géographes de l'économie sont arrivés à déterminer une liste de facteurs explicatifs à peu près similaires. L'un de ces facteurs tient à l'avantage pour les employeurs comme pour les employés (ayant des demandes ou des offres de compétence spécialisée) de pouvoir accéder à un marché du travail localement concentré, autorisant ainsi les meilleurs ajustements. Un autre avantage consiste à disposer d'éléments d'infrastructure propres au site, tels qu'un réseau de données de haute qualité et particulièrement robuste (comme c'est le cas au centre-ville de Francfort) et enfin d'un grand aéroport facile d'accès. La concentration d'institutions financières à son tour attire les prestataires de services spécialisés, associés à la finance tels que cabinets juridiques, informaticiens, cabinets de consultants et cabinets comptables.

10

Cependant, le principal facteur expliquant la persistance des centres financiers est que la concentration d'institutions financières et de personnes offre des opportunités considérables de contacts personnels et professionnels, formels et informels. C'est un dispositif très efficace pour traiter des actifs financiers sensibles à l'information (Thomas Gehrig) ou chargés d'information. C'est également à cela que fait allusion Saskia Sassen (2002) lorsqu'elle explique les avantages de la « connectivité sociale ».

Les contacts personnels sont importants. Certains types d'informations comme les prix, les taux d'intérêt et les détails des transactions se prêtent à la banalisation, c'est-à-dire à être numérisés puis à être diffusés et traités de manière électronique. Mais ce n'est pas le cas pour des informations plus complexes et pour le type de connaissances que l'on désigne sous les termes de « connaissance implicite ». Dans bien des cas, cette information est confidentielle et ambiguë. Pour qu'il puisse savoir



si l'information est acceptée et comprise par son destinataire potentiel, il est nécessaire que celui qui l'émet puisse évaluer la réaction de la personne à laquelle il s'adresse. Il importe d'observer la personne qui parle aussi bien que celle qui est censée écouter. Plus encore, il peut y avoir, pour celui qui écoute, la possibilité d'émettre un signal discret indiquant qu'il ou elle souhaite interrompre celui qui parle pour lui poser des questions ; ceci suppose que l'émetteur de l'information soit capable de réagir aux questions ainsi qu'à l'expression de doutes ou de réticences. L'interactivité est ici essentielle. La finance est un domaine dans lequel ce transfert d'information complexe est d'une importance déterminante (voir Lo, 2003, pour la question des fusions et acquisitions à Francfort).

Argument supplémentaire en faveur de l'importance de la proximité, la concentration renforce le rôle de la confiance. De toute évidence, la confiance est un élément fondamental des transactions financières et cet élément est d'autant plus important qu'il s'agit de transmettre une information complexe et dépendante du contexte. Les contacts personnels sont indispensables pour développer des relations de confiance.

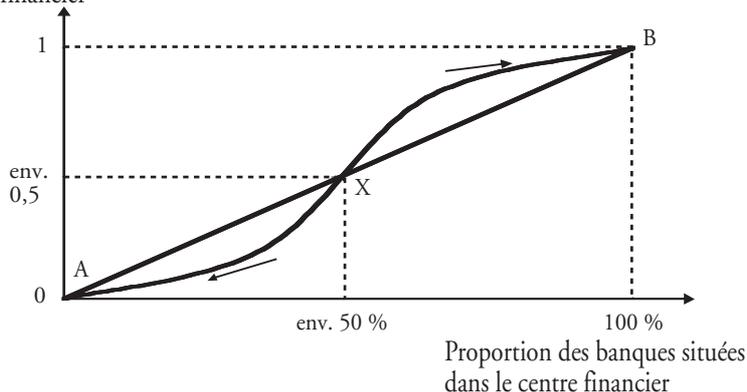
En définitive, la proximité autorise des contacts qui ne visent pas tel ou tel objectif spécifique, tel que la fourniture d'une information donnée ou la négociation d'un arrangement particulier et qui peuvent même être fortuits, mais qui véhiculent éventuellement une information concernant, par exemple, des événements et des opportunités d'affaires importantes à venir. Enfin, et ce n'est pas l'élément le moins intéressant, la connaissance concernant les innovations est souvent l'objet d'une communication informelle, à l'occasion de contacts fortuits. La proximité et la possibilité de communication directe demeurent ainsi des atouts essentiels des pôles financiers et c'est l'une des raisons principales pour lesquelles des places comme Francfort sont probablement moins menacées par la tendance à la « virtualisation » que ne le prétendent certains experts.

LE RÔLE DE FRANCFORT...

Cependant, nous ne savons toujours pas ce qu'est, et ce que peut être, la place de Francfort dans le système européen des centres financiers. L'histoire nous enseigne que, dans la dynamique de la monnaie unique, une seule place peut prétendre à la position dominante et l'Allemagne, comme le montre clairement l'histoire de Francfort, est susceptible d'y prétendre. S'il y a une logique derrière l'émergence d'un centre financier unique, cette logique tient très précisément dans un modèle à la fois simple et hautement intuitif où le choix de localisation résulte des économies d'agglomération.

Figure 1
Part de marché et probabilité de choix d'implantation

Probabilité que la nouvelle banque
choisisse de s'installer dans
le centre financier



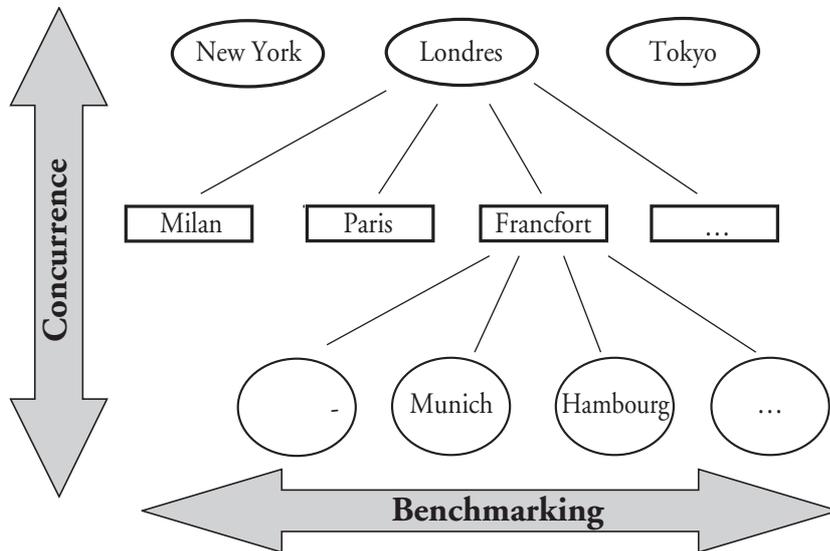
L'idée, illustrée dans la figure 1 ci-dessus, se fonde sur le travail de Brian Arthur (1994) sur les développements dépendant du sentier (*path-dependent developments*). Considérons qu'il existe deux pôles financiers en concurrence et que les choix des banques concernant leurs implantations dépendent seulement des avantages d'agglomération sur la place choisie. Le nombre de banques déjà implantées dans chacun des deux centres financiers - tel qu'il est fourni par la valeur figurant sur l'axe horizontal de la figure 1 - détermine l'avantage d'agglomération qui s'associe à la localisation dans ce pôle, tel qu'il apparaît sur l'axe vertical. Tout à fait spontanément, toute banque qui cherche à s'établir dans l'un des deux centres ou qui cherche à changer d'implantation, préférera, dans ces circonstances, le pôle le plus grand, lequel procurera un niveau plus élevé d'avantages d'agglomération.

Chaque intersection de la courbe et de la droite de la figure 1 indique une position d'équilibre. Au point X (il peut être représenté à 50 % mais peut tout à fait ne pas atteindre cette part de marché), la course est ouverte dans la mesure où les parts de marché désirées et réalisées dans les deux implantations sont égales. Mais le point X représente un équilibre instable. Toute position à gauche comme à droite du point X conduit à une dynamique d'auto-renforcement qui tend vers un pôle unique et réduit l'importance de la concurrence dans la localisation, comme ce fut pratiquement le cas lorsque Francfort l'emporta jadis sur Hambourg. Une évolution semblable peut-elle mettre Francfort sur la touche dans le contexte élargi de l'Europe et d'un système financier européen largement intégré ?

Le modèle d'Arthur n'est pas suffisant pour expliquer l'évolution future possible en Europe et donc pour saisir de manière adéquate la situation concurrentielle de Francfort dans le marché de la localisation des pôles de services financiers. Il fait l'hypothèse un peu réductrice que les avantages que tire une banque de la proximité d'autres institutions financières sont le seul facteur déterminant dans le choix de son implantation. Il oublie nombre d'autres facteurs pertinents. Par exemple la nécessité d'être proche des clients potentiels - l'importance de l'hinterland économique - ainsi que la facilité avec laquelle l'information relative aux clients peut être obtenue ou acquise.

D'un point de vue global, il semble qu'il y ait une hiérarchie entre les centres financiers. Les principaux sont New York, Londres et Tokyo (ou peut-être Hongkong, Shanghai ou Singapour). A un deuxième niveau l'on trouve des centres financiers nationaux comme Francfort, Paris, Milan et Amsterdam, et en dessous se trouvent divers centres de troisième rang dans chaque pays. La situation concurrentielle de Francfort - la « structure du secteur » - peut être évaluée dans le cadre de ce système hiérarchique des centres financiers décrits dans la figure 2.

Figure 2
Concurrence vs. benchmarking



La figure 2 présente les aspects de la concurrence entre centres financiers qui sont déterminants pour Francfort. D'un point de vue allemand, il peut être agréable de savoir que Francfort a gagné en



importance et en qualité dans un « concours de beauté » direct avec Paris dans les années 1990, comme l'a montré Sophia Harschar-Ehrnborg dans une étude intéressante de 2002 ; et du même point de vue, il serait regrettable qu'une nouvelle étude arrive à la conclusion inverse en 2010. Une comparaison directe entre Francfort et Paris peut être utile dans une optique de *benchmarking* et peut certainement apporter des enseignements utiles pour les décideurs locaux sur la manière dont ils peuvent conforter leur place financière, mais est probablement inutile dans le domaine de la concurrence. La raison en est qu'il y a probablement peu de banques qui envisageraient de s'établir à Francfort ou à Paris, ou de déplacer leurs activités principales de l'un de ces deux centres financiers à l'autre. La concurrence à laquelle Francfort est soumise ne relève pas de la dimension horizontale dans la figure 2 ci-dessus.

Pour les centres financiers de second rang comme Francfort et Paris, la question pertinente est de savoir quelle part de leur activité financière ils perdent au profit de Londres, en tant que centre dominant en Europe, ou de Munich et Hambourg ou, dans le cas de Paris, de Lyon ou Bordeaux, en tant que centres financiers de rang inférieur dans leur propre pays, et quelle part d'activité ils peuvent regagner sur les centres financiers situés au-dessus comme au-dessous d'eux. La forme pertinente de la concurrence entre centres financiers de second et de troisième rang se développe selon la dimension verticale. Les effets d'agglomération tendent à attirer l'activité vers les centres de niveau supérieur, c'est-à-dire à partir de Francfort (ou de Paris) vers Londres ou encore, à partir de Munich ou de Lyon, vers Francfort ou Paris ; dans le même temps, la pression des contacts et de l'information locaux renforcera Francfort (ou Paris) par rapport à Londres ainsi que Munich et Hambourg (ou Lyon et Bordeaux) par rapport à leurs centres financiers nationaux respectifs. Dans son étude approfondie sur l'évolution de Francfort en tant que centre financier, Michael Grote (2004) a montré qu'après avoir longtemps accru son volume au niveau national, Francfort a commencé récemment à perdre de l'activité au bénéfice des centres régionaux, ce qui a aggravé sa tendance de long terme à perdre de l'activité au profit de Londres comme centre du premier rang. Cependant, l'influence relative des forces centripètes et centrifuges peut changer assez rapidement. Elles dépendent notamment des stratégies d'entreprise des grands prestataires de services financiers (banques, Bourses, etc.) ainsi que de leurs clientèles respectives. Il se peut donc que les tendances décrites par Grote il y a quelques années ne soient plus à l'œuvre aujourd'hui.

Quoi qu'il en soit, un grand nombre de banques allemandes sont actuellement domiciliées à Francfort. La Bourse de Francfort s'est affirmée comme le principal et le plus rentable des centres financiers

allemands, et Francfort est aussi le siège de deux banques centrales : la Banque centrale européenne et la Banque fédérale d'Allemagne. En fait, la création de cette dernière en 1957 fut probablement le facteur décisif qui donna à la ville son statut actuel sur la scène nationale. De la même façon, l'implantation de la BCE a très probablement renforcé le rôle et la place de Francfort. De grands cabinets comptables et juridiques ont développé des capacités importantes, l'industrie informatique (matériels et logiciels) s'est implantée à proximité de l'un de ses plus gros clients, et l'aéroport de Francfort s'est imposé comme un des nœuds de transports les plus importants d'Europe. Dans le même temps, les déséconomies d'agglomération demeurent plutôt limitées. Plus récemment encore, la région de Francfort, au sens large, est devenue un pôle important de recherche académique et d'enseignement dans les domaines associés à la finance.

Tableau 1
Centres financiers - quelques chiffres

	Francfort	Paris	Londres	New York
Nombre de banques	280	200	340	-
Nombre de banques étrangères	150	160	260	-
Actifs bancaires	2 700	3 900	6 900	-
Capitalisation boursière	1 200 000	2 800 000	2 900 000	11 700 000
Nombre de sociétés cotées	760	1 210	3 256	2 280
Volume des transactions	2 100 000	2 900 000	5 700 000	16 500 000
Volume quotidien (actions)	8 200	11 400	22 800	65 800
Volume de marché obligataire	218 300	295 600	2 504 200	300
Volume des produits dérivés	1 270	240	1 000	-
Volume des dérivés de gré à gré	42	125	453	-
Changes	100	55	626	384

Source : Banque fédérale d'Allemagne.

Quoi qu'il en soit, à l'échelle internationale, la position de Francfort est moins évidente. Quel que soit le critère choisi, Londres et New York sont plus importants et, à l'échelle européenne, Paris a toujours été un redoutable concurrent pour la première place. Donc, d'un point de vue international, Francfort n'est qu'une place financière secondaire parmi d'autres en Europe. C'est la raison d'être principale des initiatives politiques visant à préserver la capacité de Francfort à tenir son rang et à ne pas reculer par rapport aux autres centres financiers internationaux, à commencer par Londres. La préoccupation profonde - ou la motivation politique - est que les progrès dans les technologies de la finance,

de l'information et de la communication tendent à favoriser la concentration et à réduire ainsi l'importance de tous les centres financiers secondaires.

Les chiffres du tableau 2 montrent qu'au cours du dernier quart de siècle, Francfort est devenu un important centre financier en Europe continentale. Près de 300 banques ont leur siège à Francfort et près des deux tiers de ces institutions (sans compter les bureaux de représentation) sont étrangères. Avec un volume de 2 milliards USD, la Deutsche Börse est la sixième Bourse de valeurs du monde. 90 % de toutes les transactions en Allemagne se font sur le marché de Francfort. La position d'EUREX, le plus grand marché des contrats à terme du monde, est particulièrement remarquable.

Tableau 2
Les banques à Francfort

	Effectifs bancaires	Volume des opérations
1985	45 000	n.d.
1990	57 000	677,6 md euros
1995	64 500	1 152,6 md euros
2000	75 100	2 371,0 md euros
2006	72 200	2 790,9 md euros

Source : Banque fédérale d'Allemagne.

Près de 72 000 personnes travaillent dans le secteur bancaire. Il faut y ajouter quelques 20 000 personnes travaillant dans les assurances et la gestion d'actifs et, bien sûr, un grand nombre de comptables, de juristes, de consultants et de gens de relations publiques qui travaillent pour l'industrie financière.

... ET SES PERSPECTIVES

Comme nous l'avons déjà souligné, la finance et la banque ne sont apparemment pas fortement dépendantes de certains facteurs de localisation, ce qui les différencie de bien des industries. Ce constat pourrait donner à penser que le rôle de pôle financier majeur pourrait changer fréquemment de titulaire. Mais ce n'est pas ce qui s'est produit par le passé. Les centres financiers ont conservé leur position pendant des décennies, voire des siècles. L'histoire a son importance, elle crée une dépendance de sentier (Braudel, 1979 ou North, 1990). Ce qui nous ramène à un raisonnement circulaire : le facteur déterminant pour décider si une ville donnée est un centre financier et sera un centre financier dans l'avenir est que cette ville a



été jusqu'ici un centre financier et que les décideurs prévoient qu'elle conservera ce statut.

L'avantage (*franchise value*) de Francfort vient principalement de la position comparativement forte de ses banques et de la forte demande émanant de son hinterland. En outre, elle a développé la réputation de fournir au moindre coût l'accès aux principaux facteurs de production ainsi qu'à une infrastructure fiable et pérenne. De la même façon, les institutions financières basées à Francfort ont développé une solide expertise dans certains domaines de l'ingénierie financière, tels que le traitement de données, les opérations de back-office ainsi que la compensation et le règlement.

De surcroît, dans les dix dernières années, Francfort a également développé un profil universitaire orienté vers les marchés financiers (voir Schmidt et Grote, 2006, pour plus d'informations). Le land de Hesse a investi 125 millions d'euros dans une Maison de la finance qui sera inaugurée l'été prochain, afin de créer un cadre stimulant pour la recherche et pour un enseignement de haute qualité. La Maison de la finance accueillera les départements spécialisés dans le domaine financier de l'université Goethe de Francfort ainsi qu'un ensemble d'instituts de recherche associés, en particulier le Centre d'études financières, l'Institut de droit et de finance et le Laboratoire d'e-finance. Outre l'université, la Goethe Business School et le MathFinance Lab s'emploient à fournir un enseignement d'excellent niveau, en phase directe avec l'industrie financière. Par ailleurs, la région du Grand Francfort abrite l'université réputée de Mannheim et deux écoles de commerce de renom spécialisées dans le domaine de la finance. En pratique, ces quatre institutions constituent un centre d'enseignement et de recherche financiers sans équivalent en Allemagne, dans la mesure où elles couvrent tous les grands domaines de la finance - du back-office à l'ingénierie financière et à la relation-client.

En résumé, Francfort n'a pas craint de montrer ses ambitions. Cela laisse transparaître, d'une certaine manière, un changement d'attitude. L'Allemagne, qui jouit largement de la déréglementation des marchés de capitaux (il n'y a plus de contrôle des changes ni de limitation des taux d'intérêt depuis le milieu des années 1960), a pourtant été plutôt lente à accueillir les produits financiers « innovants » jusqu'au milieu des années 1990, et ceci principalement parce que, dans un environnement caractérisé par une faible volatilité et un faible niveau d'inflation, il n'existait pas le besoin manifeste d'outils permettant de traiter l'incertitude des marchés financiers. C'était une des principales raisons de la réticence de la Banque fédérale d'Allemagne à l'égard des nouveaux instruments. En outre, un système moins innovant, mais résistant aux chocs, facilitait le contrôle de la masse monétaire. La stabilité du secteur



financier contribuait aussi, après tout, à la stabilité des prix. Dans l'ensemble, l'attitude à l'égard des questions financières était alors plutôt conservatrice. Mais cela a changé depuis la moitié des années 1990, et en grande partie en raison de l'eupéanisation de la réglementation financière. Ceci est vrai pour le domaine de la réglementation en général.

Aujourd'hui, Francfort jouit d'avantages comparatifs qui résultent en particulier de son réservoir de capital humain hautement compétent et spécialisé. De plus, l'infrastructure technique qui est un facteur de production décisif dans les marchés financiers, est fiable et efficiente en matière de coûts. Tout ceci explique que l'industrie financière se soit développée comme une fonction essentielle de la base économique de la région de Francfort. Ainsi, au regard d'effets cumulatifs de croissance, et du chemin déjà parcouru, Francfort paraît bien positionnée pour consolider sa situation dans la compétition des places financières.

NOTES

18

1. Avec un monde où les marchés sont ouverts 7 jours sur 7, même ceci serait discutable.
2. Darmstadt, à 30 km au sud de Francfort, est devenue une place financière intéressante pour les banquiers vers la fin du 19^{ème} siècle car elle se situait juste au-delà de la zone dominée par la Prusse et son régime restrictif de régulation financière (voir Adolf Weber, 1902).

BIBLIOGRAPHIE

- ARTHUR W.B. (1994), *Increasing Returns and Path Dependence in the Economy*, Ann Arbor.
- BRAUDEL F. (1979), *Civilisation matérielle, économie et capitalisme, XV^{ème} - XVIII^{ème} siècle. 2. Les enjeux de l'échange*, Armand Colin, Paris.
- FRANK R. (1994), *Microeconomics and Behavior*, 2nd ed., McGraw-Hill, New York.
- GEHRIG T. (2000), « Cities and the Geography of Financial Centers », in: Jean-Marie Huriot and Jacques-François Thisse (eds.), *Economics of Cities: Theoretical Perspectives*, Cambridge: CUP, pp. 415-445.
- GROTE M.H. (2004), *Die Entwicklung des Finanzplatzes Frankfurt*, Duncker & Humblot, Berlin.
- HARRIS L. (2003), *Trading and Exchanges. Market Microstructure for Practitioners*, OUP, Oxford.
- HARRSCHAR-EHRNBORG S. (2002), *Finanzplatzstrukturen in Europa*, Lang Verlag, Frankfurt/M.
- HOLTFRERICH C.-L. (1999), *Finanzplatz Frankfurt. Von der mittelalterlichen Messestadt zum europäischen Bankenzentrum*, Beck, München.
- KINDLEBERGER C. (1974), «The Formation of Financial Centers », *Princeton Studies in International Finance*, N° 36.



- KOTZ H.-H. (2005), « Public Policy Issues in Financial Data Processing », in: Volker Deville et al. (eds.), *Issues on Monetary Theory and Policy* (Festschrift for Wolfgang Gebauer). Bankakademie Verlag, Frankfurt, pp. 39-48.
- KRUGMAN P. (1991), *Geography and Trade*, MIT, Cambridge.
- LEAMER E. (2007), « A Flat World, a Level Playing Field, a Small World After All, or None of the Above? A Review of Thomas L. Friedman's *The World is Flat* » *Journal of Economic Literature*, Vol. XLV, pp. 83-126.
- LO V. (2003), *Wissensbasierte Netzwerke im Finanzsektor*, DUV, Wiesbaden.
- MARSHALL A. (1920), *Principles of Economics*, MacMillan, London.
- MCDONALD J.F. (1997), *Fundamentals of Urban Economics*, Prentice Hall, Upper Saddle River.
- NORTH D.C. (1990), *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*, CUP, Cambridge.
- O'BRIEN R. (1992), *Global Financial Integration: The End of Geography*, Royal Institute of International Affairs, London.
- PASTRÉ O. (2006), *La méthode Colbert*, Perrin, Paris.
- PIORE M. & SABEL C. (1974), *The Second Industrial Divide*, Alfred Knopf, New York.
- PORTER M. (1990), *The Competitive Advantage of Nations*, MacMillan, London.
- SASSEN S. (2002), « Towards a Sociology of Information Technology », *Current Sociology*, Vol. 50, pp. 365-88.
- SAUNDERS A. & WALTER I. (1994), *Universal Banking in the United States*, OUP, New York.
- SCHMIDT R.H. & GROTE M.H. (2006), « Was ist und was braucht ein 'bedeutender Finanzplatz'? », Bankhistorisches Archiv, Special Issue *Europäische Finanzplätze im Wettbewerb*, Stuttgart, pp. 11-27.
- STEIL B. & LITAN R. (2006), *Financial Statecraft*, CFR and Brookings, New York & Washington D.C.
- TYSON L. (1993), *Who's Bashing Whom? Trade Conflict in High-Technology Industries*, Institute for International Economics, Washington.
- WEBER A. (1938, 1st ed. 1902), *Depositenbanken und Spekulationsbanken*, Duncker & Humblot, München und Leipzig.
- WEBER M. (1999, 1st ed. 1896), *La Bourse*, Transition, Paris.

