



GÉOGRAPHIE DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES INTERNATIONALES : ÉCLAIRAGES THÉORIQUES ET TENDANCES RÉCENTES

JULIE CHOPPIN-ANSIDEI*

« Urban and regional economics, which concern themselves with cities, discuss the location of commerce, industry, housing, but rarely that of finance. (...) At a same time, a vigorous new literature on money and capital markets and their role in economic development takes no interest in geographical location or relations among financial centres.

Apart from a sentence or two, one would think that the money and capital market was spread evenly throughout a country. » (Ch. P. Kindleberger, 1974, p. 1)

15

A lors que les historiens (Braudel, de Roover, Kindleberger), les sociologues (Sassen) ou les géographes (Leyshon, Thrift) ont cherché à comprendre les raisons de l'émergence des centres financiers internationaux (CFI) et leur fonctionnement, les économistes (à l'exception d'Abraham, Davis et quelques autres) les ont rarement adoptés comme objet théorique d'étude. Cependant, les dernières années ont vu naître un intérêt croissant pour le sujet, en particulier dans le contexte européen de concurrence accrue entre les différentes places financières. Dans le même temps, la théorie de la localisation a connu un profond renouvellement et développé de nouveaux outils, qui peuvent être utilisés pour comprendre la géographie contemporaine des CFI.

La mise en place d'organismes de promotion tels que Paris Europlace ou Deutsche Finanzplatz, ainsi que l'implication de la City Corporation à Londres, ou encore de la Federal Reserve et du State Deputy à New York, montrent l'importance accordée aux activités financières internationales. Les avantages mis en avant sont nombreux : financement plus efficace de l'économie, création de richesses pour l'économie locale et régionale par l'intermédiaire des emplois directs et indirects, de la demande de services auxiliaires, de la consommation induite et des taxes

* CREFED/CERPEM, Université Paris Dauphine, Email : ansidei@club-internet.fr
Cet article repose sur mon travail de thèse (Ansidei, 1999).

versées, et enfin, insertion dans les réseaux mondiaux d'information et d'innovation¹. À Paris comme ailleurs, la promotion de la place financière domestique apparaît comme un objectif économique et politique majeur². Paris Europlace a ainsi été créée en 1993 par la Banque de France, la Caisse des dépôts et consignations (CDC), l'Association des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (AFECEI), ParisBourse^{SBF}, la Région Ile-de-France, la Chambre de commerce et d'industrie (CCIP) et la Mairie de Paris. Elle est donc le reflet de l'implication des institutionnels, des autorités professionnelles et des responsables locaux dans l'avenir de la place financière de Paris. Plus largement, les investissements réalisés, les décisions réglementaires et fiscales adoptées³ et les dépenses de publicité illustrent le comportement stratégique caractérisant désormais la place de Paris, qui évolue dans un environnement de plus en plus concurrentiel et qui doit mettre en place des actions pour assurer sa compétitivité et retenir les activités.

Alors que les travaux réalisés sur les CFI s'intéressent surtout aux atouts respectifs des différents centres, nous proposons dans cet article d'aborder la question de l'avenir de la place financière de Paris à partir d'une réflexion théorique sur la géographie des activités financières internationales. Nous utilisons des résultats des modèles de concurrence entre marchés et de l'économie spatiale. Nous insistons, d'une part, sur les tendances à la concentration des marchés financiers, et à la polarisation géographique des activités financières dans les plus grands centres, et, d'autre part, sur les stratégies d'organisation géographique des activités cherchant à tirer parti des avantages spécifiques des localisations.

CONCENTRATION DES MARCHÉS FINANCIERS

La concentration des marchés financiers se traduit par la multiplication des alliances et fusions conclues au niveau national, puis international, tant dans le domaine boursier que des produits dérivés. Du point de vue de la théorie des marchés, il est autorisé par l'affaiblissement des barrières traditionnelles à la concentration. Du point de vue de l'organisation industrielle traditionnelle, il constitue la réponse à une concurrence accrue dans l'industrie de la finance réglementée.

Affaiblissement des barrières à la concentration

L'agglomération des agents au sein d'un marché, fournissant une infrastructure commune de négociation et chargé d'assurer la bonne fin des opérations, engendre des externalités liées à la production de liquidité et aux possibilités de diversification. L'approche théorique des marchés met ainsi en exergue les bénéfices pour les participants lorsque la taille du marché augmente ; de plus, la concentration des transactions

sur un seul marché apparaît toujours comme un résultat possible des modèles (et augmente généralement le bien-être des agents).

Les modèles théoriques expliquent la coexistence de plusieurs marchés, en dépit des externalités de taille, par la prise en compte de barrières à la concentration :

- coûts engendrés par l'obligation de se rendre sur des marchés de plus en plus distants : il existe un arbitrage entre la liquidité et le nombre de marchés existants ; la liquidité (Economides & Siow, 1988) et la diversité (Gehrig, 1998) dépendent du nombre de *traders*, supposés séparés spatialement, qui se rendent sur le marché. Plus la taille du marché croît, plus les participants viennent de loin. Dès lors, les « coûts de transport » empêchent que tous les *traders* ne se regroupent sur le même marché ;

- coûts liés aux opérations sur les marchés étrangers par rapport à celles réalisées sur les marchés domestiques : les opérations sur titres étrangers peuvent être limitées par des obstacles réglementaires ; Martin & Rey (1999) tiennent compte des risques de change ainsi que de la nécessité de se familiariser à un environnement différent (systèmes réglementaire, juridique et comptable, pratiques locales, appréciation de la demande et du management local, etc.). Leur modèle utilise un coût de transaction semblable aux coûts de transport de type iceberg utilisés dans les modèles d'économie géographique à la Krugman ;

- obstacles informationnels : la transmission des informations localisées, gênée par la distance, peut constituer une barrière à la concentration ; Gehrig & al. (1994) mettent en avant l'existence d'un avantage informationnel pour les investisseurs locaux, pouvant expliquer la survie d'un petit marché financier en présence d'un grand⁴ ;

- existence de différences exogènes entre les marchés : Pagano (1989) insiste sur les différences de coûts de transaction entre marchés, tandis que Foucault & Parlour (1998) considèrent que les marchés peuvent offrir des services différenciés pour subsister (les populations de firmes sont alors « triées » selon leur sensibilité aux coûts et à la « qualité » du marché). Les plus petits marchés peuvent compenser l'effet taille par un coût inférieur.

Ces obstacles ne sont pas tous aussi importants selon la nature des activités concernées. Par exemple, le marché des changes est déjà fortement concentré, et la part de Londres et de New York dans les échanges s'est encore accrue ces dernières années⁵. Ceci s'explique par la diffusion instantanée des informations pertinentes pour l'évolution des cours et par la taille très importante des institutions présentes sur le marché. Au contraire, pour les marchés des actions, les obstacles informationnels favorisent des marchés financiers de proximité, sauf pour les plus grandes entreprises. Les marchés boursiers dont la cote est concentrée et

dépend de valeurs fortement internationalisées (les Bourses d'Amsterdam ou de Stockholm, en particulier) sont moins protégés par ces barrières ; par ailleurs, plus la différence de taille est importante, plus la tendance à la concentration est forte, fragilisant les plus petits marchés.

Les évolutions du système économique et financier international tendent aujourd'hui à réduire l'influence des barrières à la concentration. Nous pouvons distinguer les obstacles liés à l'éloignement et les différences exogènes entre les marchés.

Premièrement, les coûts liés à la distance se réduisent :

- les progrès des moyens de communication et de diffusion des informations et le développement des systèmes électroniques de négociation permettent la gestion à distance des activités et l'accès à un nombre de plus en plus important de marchés ;
- la taille croissante des investisseurs et des intermédiaires financiers leur permet de supporter les coûts et les risques liés aux opérations sur les marchés étrangers, par exemple, en investissant dans des équipes d'analyse ;
- l'interdépendance croissante des économies et l'internationalisation des stratégies productives et commerciales des entreprises réduisent l'influence des facteurs locaux, et donc l'avantage informationnel des investisseurs domestiques. Les analyses sectorielles remplacent ainsi les analyses par pays. Par ailleurs, l'harmonisation des règles comptables, les progrès dans la communication financière et dans le gouvernement d'entreprise et l'importance croissante des agences de notation réduisent les problèmes d'information sur les titres étrangers.

Ces tendances sont, bien sûr, renforcées dans le cadre européen, avec l'introduction de l'euro et la disparition du risque de change, la mise en place d'une politique monétaire unique et le rapprochement croissant des économies. La constitution d'un marché financier intégré, si elle offre une plus grande liquidité et profondeur aux participants, accroît donc la concurrence entre les marchés et les pressions à la concentration.

Deuxièmement, les différences exogènes entre les marchés financiers se sont réduites ces dernières années, en raison du niveau croissant de concurrence, et pour satisfaire les exigences des participants, notamment celles des investisseurs institutionnels :

- convergence et réduction des tarifs appliqués (commissions de négociation et de compensation, etc.)⁶, adoption de politiques tarifaires en faveur des grands intervenants ;
- harmonisation des règles (négociation de blocs, délais de publication et transparence des transactions, etc.) et des systèmes (passage à l'électronique sur les marchés dérivés, introduction d'éléments de tenue de marché dans les marchés dirigés par les ordres, vente de systèmes à d'autres marchés, comme les systèmes NSC de ParisBourse^{SBF} et Click du marché suédois OM, renforcement de la sécurité, etc.).

La réduction des différences de coûts et de services offerts entre les marchés favorise la concentration. La littérature sur les coopérations industrielles montre aussi qu'elle facilite la conclusion d'accords avec des concurrents (cf. Jacquemin & Slade, 1989 et Ravix, 1996)⁷.

Rapprochements entre marchés financiers concurrents

Les alliances entre marchés financiers organisés, de titres et de produits dérivés, dépassent désormais le cadre national. Après les premiers accords entre les marchés de Francfort et Londres (juillet 1998), du Bénélux (décembre 1998), de Paris, Zurich et Milan (début 1999), et après le projet de bourse européenne à huit (mai 1999), les nouvelles entités Euronext et iX, annoncées en mars et avril 2000, bouleversent de nouveau la donne des marchés européens. Il s'agit de la fusion des bourses d'Amsterdam, Bruxelles et Paris, et de la fusion des marchés de Londres et Francfort, qui seront rejoints sans doute par Madrid et Milan (iX a aussi créé une *joint-venture* avec le Nasdaq Europe pour les valeurs de croissance). Une répartition des activités entre les places, dans le sens d'une spécialisation, est envisagée dans les deux accords. En Europe du Nord, les marchés de Stockholm, Copenhague, Oslo, et Reykjavik, et bientôt des pays baltes, ont fusionné leur système de négociation sous le nom Norex.

Des négociations se déroulent aussi dans le reste du monde (entre l'ASX de Sydney et le NZSE d'Auckland et le Nasd, entre le NYSE et le Tokyo Stock Exchange, entre les Bourses d'Amérique Latine, etc.)⁸. Dans le domaine des produits dérivés, la multiplication des projets d'alliances (autour d'Eurex, de Globex et des marchés de Londres et de Chicago) reflète la vigueur des restructurations en cours dans l'industrie.

Les projets prévoient le regroupement des membres des marchés (processus rapide d'autorisation et sans frais supplémentaire) et la mise en commun de la liquidité (déroulement des négociations sur une interface commune, système unifié de règlement-livraison). Les consensus établis restent encore instables, notamment entre concurrents *leaders*, en raison de la complexité de la mise en œuvre des accords (choix de la structure juridique, répartition des tâches et des investissements, harmonisation des systèmes, etc.), de l'ouverture possible des alliances à d'autres partenaires, et du niveau élevé d'incertitude dans l'industrie. Comme dans d'autres industries, les changements des conditions de marché risquent de rendre caduques les formes organisationnelles de coopération choisies et augmentent les risques de comportement opportuniste.

Néanmoins, la multiplication des accords et des projets reflète une tendance forte et désormais inéluctable à la concentration des marchés existants. Si les accords cités prolongent les mouvements de fusion entre

marchés régionaux (1991 en France, voir Arnold & *al.*, 1999 pour les États-Unis⁹), ils font suite à plusieurs tentatives manquées de coopération européenne (Eurolist, Nordquote, FEX, PIPE, DTB/Matif). Aujourd'hui, le mouvement de concentration apparaît comme le résultat d'un double processus : d'une part, comme nous l'avons montré, l'affaiblissement des barrières traditionnelles à la concentration, et d'autre part, une modification brutale des conditions concurrentielles et productives dans l'industrie de la finance organisée : concurrence internationale croissante de marchés rivaux, changements réglementaires (Directive européenne sur les Services d'investissement, évolution des positions de la SEC et de la CFTC américaines), arrivée de nouveaux entrants (notamment les systèmes privés de négociation, mais aussi sur les activités de diffusion des cours et de règlement-livraison), généralisation des systèmes électroniques de négociation, développement des transactions sur Internet, pressions des grandes maisons de titres et des investisseurs...

Les accords de coopération affaiblissent les pressions concurrentielles. Ils réduisent le coût et accroissent l'efficacité des actions stratégiques entreprises par les marchés pour faire face à la concurrence (dépenses de publicité, investissements de capacité, lancement de nouveaux produits et services, changements tarifaires, etc.). Ils répondent aussi aux attentes des participants en offrant une liquidité et des possibilités d'arbitrage accrues, ainsi qu'une réduction des coûts.

De tels accords peuvent par ailleurs conduire à une réorganisation géographique des activités concernées. Les frontières des marchés semblent en effet difficiles à définir à partir du moment où les adhésions fusionnées et les plates-formes communes de négociation permettent de regrouper les membres et de mettre en commun la liquidité. Ce dernier aspect pose la question du devenir individuel des marchés et des centres financiers concernés, tout particulièrement les plus petits. La section suivante insiste sur les tendances à la concentration spatiale des activités financières internationales au sein des principaux CFI.

EFFETS EXTERNES D'AGGLOMÉRATION ET CFI

Les résultats récents de l'économie géographique mettent en lumière l'importance des effets d'agglomération dans la croissance. Ils montrent aussi que la réduction des coûts de transport et de communication et la complexification de l'environnement économique favorisent la concentration géographique des activités (*cf.* Fujita & Thisse, 1997 pour une revue). En dépit des progrès des technologies de communication, l'organisation localisée de la production des activités financières internationales au sein des CFI reste privilégiée par rapport à une organisation spatialement dispersée. Le nombre de centres susceptibles d'accueillir

une masse critique d'activités financières internationales a tendance à diminuer.

Organisation localisée de la production

La classification des économies d'agglomération (Hoover) distingue les économies de localisation, associées aux entreprises appartenant au même secteur d'activité, et les économies d'urbanisation, associées à la juxtaposition de tous les producteurs installés en un même lieu. Selon la nature de la transaction, on distingue aussi (Scitovski) les externalités technologiques, qui résultent des interactions hors-marché et sont à l'origine de la diffusion des connaissances et des idées, et les externalités pécuniaires, qui renvoient aux bénéfices des interactions économiques médiatisés par le système de prix (partage des biens intermédiaires et existence d'un marché local du travail). Cette deuxième typologie a donné lieu à deux générations de modèles, avec externalités pures et avec diversité des facteurs intermédiaires, aboutissant à la formation endogène de l'agglomération.

Les effets externes ont une importance déterminante dans la production des activités financières. L'organisation localisée de la production au sein des CFI autorise la constitution d'une main-d'œuvre et de services auxiliaires spécialisés. Par la proximité physique et la connaissance des participants, elle permet aux institutions financières, engagées dans des opérations complexes, multiples et soumises à une forte incertitude, de réduire leurs coûts de transaction. Les stratégies organisationnelles des participants au sein d'un centre financier passent donc par un modelage de la structure spatiale pour assurer la proximité physique. Le Square Mile, Wall Street ou le Tokyo Triangle en sont les illustrations les plus immédiates (à opposer d'ailleurs au mode d'organisation plus éclaté de Paris). Mais le développement de nouveaux quartiers financiers comme à Paris (La Défense), ou, récemment, à Londres (Canary Wharf)¹⁰, montre que cette tendance n'est pas révolue.

L'approche des districts industriels, développée par A. Marshall et redécouverte récemment (cf. Lecoq, 1993 par exemple), se révèle ainsi pertinente pour les centres financiers internationaux. En premier lieu, elle souligne l'importance et la variété des relations instaurées au sein du centre financier, et leur rôle dans la diffusion des idées et des informations. En second lieu, elle insiste sur l'efficacité des CFI dans la production des activités financières internationales, et notamment, sur leur efficacité dynamique. Le CFI est ainsi à l'origine d'un processus de création de ressources différenciées, répondant aux attentes des institutions financières internationales, et s'adaptant aux évolutions de l'environnement extérieur.

Les participants apparaissent liés au sein de la place financière par des



modes d'organisation des activités et de coopération spécifiques, ainsi que par la production de normes communes et la définition de « concernements collectifs » (sécurité systémique, efficacité, coûts, réputation, dynamisme, *lobbying*, etc.). Ces éléments participent à la fidélité des institutions financières au CFI.

Concentration géographique des activités

L'environnement financier international est de plus en plus intégré, complexe et instable. Il se caractérise par la diffusion immédiate et commune d'un grand nombre d'informations (à travers les réseaux des fournisseurs d'informations et de données), et, en même temps, la valorisation des informations non codifiables. Cette évolution renforce l'importance des externalités positives d'agglomération dans les grands centres financiers et favorise une polarisation de la géographie financière.

Premièrement, le rythme d'introduction des innovations et d'évolution des techniques financières va croissant. La concentration des opérateurs favorise les externalités d'apprentissage, accélérant ainsi la date de répliation.

Deuxièmement, l'intégration croissante des marchés financiers à l'échelle internationale et la vitesse de diffusion des chocs imposent une capacité de réaction très rapide. La concentration des acteurs favorise la gestion des crises et la mise en place des mécanismes de solidarité de place.

Troisièmement, si la concurrence spatiale à la Hotelling (concurrence en prix entre les producteurs) est exacerbée dans les grands centres financiers internationaux, la concentration de la demande y justifie la localisation. Notamment, la gestion externalisée des actifs crée une concurrence entre les grands gestionnaires de fonds internationaux ; de plus, elle valorise, non seulement le succès des stratégies d'investissement, mais aussi la similarité par rapport aux résultats des autres. Ces caractéristiques favorisent le regroupement des acteurs dans quelques centres.

Enfin, l'industrie financière fait appel à une main-d'œuvre de plus en plus qualifiée et spécialisée (*cf.* Demsetz, 1997 notamment) ; la variété et la sophistication des services auxiliaires auxquels ont recours les institutions financières augmentent aussi. La différenciation de la main-d'œuvre constitue une contrainte d'agglomération très forte. Seuls des centres financiers de taille croissante permettent la confrontation d'une offre et d'une demande de travail de plus en plus spécialisées. En outre, les grandes agglomérations permettent de mieux faire face à l'alternance des phases de contraction et d'expansion qui caractérisent l'industrie financière internationale.



STRATÉGIES D'ORGANISATION GÉOGRAPHIQUE DES ACTIVITÉS

Si le système financier international favorise une concentration des activités dans les plus grandes places, les institutions financières internationales sont incitées, de manière parallèle mais non indépendante, à délocaliser un certain nombre d'activités pour réduire leurs coûts.

Délocalisation d'activités

Les institutions financières internationales cherchent à augmenter leur rentabilité en réorganisant géographiquement leurs activités selon les avantages spécifiques des sites. En particulier, elles peuvent délocaliser une partie de la production dans des sites moins onéreux que les grandes places financières, résultat d'un arbitrage entre économies d'agglomération et avantages de coûts. Les mouvements concernent les régions à la périphérie des CFI, particulièrement dans les années 1980, mais aussi les centres *offshore* ou de support, tels que l'International Financial Services Centre (IFSC) de Dublin, créé en 1987¹¹.

Ce processus de désintégration verticale de la chaîne de production des activités financières internationales dans des sites éventuellement éloignés est rendu possible par les progrès des moyens de communication. Il est aussi favorisé par le mouvement de concentration dans l'industrie financière internationale et la croissance de la taille des institutions. Celles-ci apparaissent de plus en plus souples dans leurs contraintes de localisation. Elles peuvent collecter des informations sur les choix de localisation et sont promptes à profiter des différentiels de coûts ou de profits entre les centres financiers. Elles sont incitées à rationaliser l'organisation de leurs activités (centralisation des activités de back-office, pôles de services partagés).

D'un point de vue théorique, l'organisation spatiale des firmes multi-établissements est analysée par Ota & Fujita (1993) : les firmes sont constituées d'une unité centrale (UC), qui bénéficie des interactions avec les autres entreprises pour échanger de l'information, et d'une unité annexe (UA), qui ne communique qu'avec son UC (il existe un coût de communication intra-firme, fonction de la distance séparant les unités). Chaque firme cherche la paire de localisations optimale et peut éventuellement délocaliser son UA en périphérie. Certains sites peuvent alors chercher à attirer des institutions financières internationales.

Émergence d'un nouveau centre

L'organisation géographique des activités économiques est soumise à une certaine inertie. En particulier, les effets d'agglomération peuvent



conduire à des phénomènes de *lock-in* (Arthur, 1990), difficiles à renverser (quand une localisation est choisie par un nombre suffisamment important de firmes, il n'est pas toujours possible d'en développer d'autres). Les anticipations exacerbent généralement les tendances au monopole de localisation (les firmes effectuant leur choix renforcent leurs croyances). Cependant, le développement d'anticipations coordonnées des agents peut aboutir à un équilibre différent (prophéties auto-réalisatrices : Krugman, 1991¹²).

Les configurations spatiales sont ici le résultat des décisions adoptées individuellement par des agents de taille négligeable. Dans le cas des activités financières internationales, il faut prendre en compte les politiques de promotion des centres financiers et le rôle des autorités¹³.

D'une part, le rôle des anticipations sur les choix de localisation expliquent les dépenses de publicité (*road shows*, publications, etc.) engagées par les marchés et les organismes de promotion des places, puisqu'il importe que les agents continuent de croire au développement futur du marché ou de la place concernés pour qu'ils y restent.

D'autre part, les résultats théoriques sont modifiés lorsque l'on introduit un agent de taille importante. Rauch (1993), par exemple, montre qu'un aménageur peut coordonner les décisions de relocalisation des entreprises en discriminant dans le temps sur le marché foncier (il subventionne les premières firmes), et surmonter ainsi le « poids de l'histoire ». Les autorités politiques nationales, ou les aménageurs, peuvent influencer les décisions d'organisation spatiale des activités des institutions financières, en coordonnant les projets de délocalisation des activités. L'auteur souligne aussi que certaines firmes (de taille importante, connues) peuvent avoir un effet positif sur l'image du centre, et faciliter ensuite l'attraction d'autres firmes. Ce qui paraît avoir joué dans le cas de Canary Wharf ou de l'IFSC.

Géographie des activités financières internationales

Les barrières à la concentration des marchés financiers ont vu leur influence diminuer, tandis que les investisseurs renforcent leurs transactions transfrontières et ont des exigences fortes en matière de liquidité, de diversification et de coûts. Le mouvement de consolidation (fusions, accords de coopération) se poursuit donc et modifie profondément l'architecture financière internationale.

La mondialisation et la complexification des systèmes financiers poussent à la polarisation des fonctions les plus sophistiquées de l'intermédiation financière internationale, à fort contenu informationnel, et à forte valeur ajoutée, dans un nombre de plus en plus réduit de centres. Ces centres d'attraction, issus des nouvelles possibilités de



décentralisation, valorisent les effets externes d'agglomération et ne remettent pas en cause la forme géographique traditionnelle d'organisation de la production des activités financières internationales, fondées sur la proximité spatiale urbaine.

En même temps, les progrès des technologies de communication, les déréglementations et la concentration de l'industrie au niveau global, autorisent une désintégration accrue des activités dans des centres distincts. Les rapprochements dans l'industrie peuvent favoriser, dans un premier temps, une concentration géographique des activités, mais, dans un second temps, une répartition plus éparpillée des activités, selon une stratégie globale. Se met alors en place une organisation géographique plus dispersée et plus mouvante, cherchant à tirer parti des avantages spécifiques des localisations. L'expansion des services financiers en ligne pourrait aussi amener les institutions financières à revoir leur organisation pour la distribution de services à la clientèle de détail.

Paris, Place financière internationale

Les intuitions théoriques présentées dans cet article suggèrent quelques remarques pour Paris, Place Financière.

Premièrement, les relations marchés - intermédiaires - place apparaissent désormais de plus en plus souples, et peuvent même entrer en conflit. Aux États-Unis, plusieurs projets de marchés privés, créés par des intermédiaires et concurrents des marchés existants, voient le jour (Cantor Exchange sur les produits du CBoT, alliance Goldman Sachs / Salomon Brothers sur les titres du NYSE, etc.). En retour, les marchés recherchent aujourd'hui des accords avec ces concurrents potentiels pour élaborer des systèmes électroniques communs. En Europe, le projet BrokerTec, soutenu par les grandes banques d'affaires internationales, doit concurrencer les marchés boursiers existants et a sans doute contribué à accélérer les projet de fusion.

La coopération avec des marchés financiers étrangers et le développement des accès à distance apparaissent comme la solution pour faire face à la concurrence dans l'industrie de la finance organisée et répondre aux attentes des intervenants. Cependant, cette évolution (ainsi que les changements de la structure de gouvernance et les stratégies de diversification recherchées) accroissent l'autonomie des marchés vis-à-vis de leur place d'origine. La Bourse de Paris a développé des activités de vente de systèmes de négociation, de logiciels de front-office et de systèmes de diffusion de données et s'est diversifié vers le gré à gré. Bien que ces activités participent au rayonnement de la Place de Paris (et éventuellement à la conclusion d'accords de coopération avec des marchés concurrents, à travers le système NSC), elles sont indépendantes de l'évolution de la Place française. Plus généralement, l'inscription géographique de

marchés dont les membres sont répartis dans le monde entier devient de plus en plus floue.

Deuxièmement, cet article permet de reconsidérer la concurrence entre centres financiers internationaux. La concurrence entre CFI accroît la liberté des institutions financières (*footlooseness*) vis-à-vis de leurs localisations. Elle revêt des formes multiples. La concurrence réglementaire est limitée en raison de la mise en place de normes internationales et de la prise de conscience accrue des risques (à l'exception de certains centres *offshore*, dont l'environnement reste opaque). La concurrence fiscale (imposition de l'épargne, mais aussi des entreprises et des revenus) influence par contre encore les positions des différents centres financiers, y compris en Europe.

Il existe d'autres formes d'actions pour faire face à la concurrence internationale de places rivales, notamment au niveau des investissements réalisés et des innovations introduites. Par ailleurs, les centres financiers doivent développer la fidélité des institutions financières internationales déjà présentes, et susceptibles d'attirer d'autres intervenants. Cet aspect n'est pas attaché aux variables réglementaires et fiscales, puisqu'un autre centre peut toujours proposer des conditions plus avantageuses, mais dépend des modes d'organisation développés dans le centre. Comme le note Jayet (1993), dès lors, « *un transfert de localisation n'est pas envisageable car il affecte les modes de coopération eux-mêmes* ». C'est dans ce cadre que doivent aujourd'hui être appréciées la compétitivité des places et leurs perspectives de développement.

Les tendances à la concentration existent et la concurrence entre CFI est très forte ; néanmoins, la Place financière de Paris peut capitaliser sur ses avantages spécifiques (taille et liquidité des marchés, importance de la gestion collective, infrastructures technologiques, etc.) et offrir un lieu de production efficace des activités financières internationales. Elle doit pour cela impliquer les institutions, domestiques mais surtout étrangères, dans son développement et dans les orientations stratégiques adoptées.

NOTES

1. Nous renvoyons notamment aux travaux de la City Corporation (www.cityoflondon.gov.uk).
2. Notons que l'objectif de promotion d'une place financière n'a pas toujours été aussi clairement défini : Francfort, notamment, a longtemps fait primer la stabilité monétaire sur le développement des marchés financiers.
3. Rappelons par exemple l'élargissement du régime des quartiers généraux aux activités de support des activités financières, ou, plus récemment, la création d'un nouveau statut fiscal pour les centrales de trésorerie internationales.
4. C'est la composante informationnelle qui doit d'ailleurs être soulignée dans le coût de transaction introduit par Martin & Rey (1999). Gordon & Bovenberg (1996) notent que l'hypothèse de coûts de transaction plus élevés pour les titres étrangers et le risque de change ne peuvent seuls expliquer la préférence pour les actifs domestiques.



5. Selon les chiffres de l'Enquête triennale de la BRI pour avril 1998, Londres et New York (en fait, les États-Unis) représentent respectivement 32 % et 18 % des transactions sur les marchés des changes.

6. On peut d'ailleurs noter que, d'un point de vue théorique, le modèle de Gehrig (1998) montre que les taux de commission imposés par les marchés sont bornés par les coûts de transport. Une plus grande mobilité des participants pousse donc les taux d'équilibre vers le bas. Entre 1992 et 1997, les tarifs de la Bourse de Paris ont chuté de plus de 60 %.

7. Les marchés financiers ont aussi largement abandonné leur structure de coopérative au profit d'un actionariat ouvert ; cette évolution facilite la résolution des conflits internes et les coopérations avec des marchés concurrents. L'échec de l'accord DTB/Matif a été attribué à la confrontation d'un marché électronique et d'un marché à la criée, ainsi qu'à l'opposition des négociateurs individuels à Paris.

8. Rappelons aussi la fusion aux États-Unis entre le Nasd et l'Amex et le projet canadien qui prévoit une répartition géographique des activités (les actions à Toronto - à l'exception des valeurs de croissance à Vancouver et Alberta, dont les marchés ont eux-mêmes fusionné -, les produits dérivés à Montréal). On évoque même aujourd'hui un projet de fusion entre le Nyse et le Nasd. Enfin, EURO.NM regroupe cinq partenaires (dont Le Nouveau marché français), et bientôt huit, mais l'accord risque d'être remis en cause pour le projet iX. Dans le domaine de la compensation, la Deutsche Börse a créé une filiale commune avec Cedel International, tandis que Euroclear et la Sicovam française ont annoncé fin mars 2000 leur fusion.

9. Les auteurs montrent que la vague de fusions entre marchés régionaux, qui a débuté à la fin des années 1950, répondait à une concurrence croissante. Elle s'est traduite par une augmentation de la part de marché des bourses ayant fusionné. Outre les fusions, plusieurs marchés régionaux ont fermé entre les années 1980 et 1990 en Europe, notamment en Allemagne, en Suisse et aux Pays-Bas.

10. Canary Wharf se situe à plus de 3,5 kilomètres de la City à l'est. Après la faillite du promoteur Olympia & York en 1992 et plusieurs années de crise, de nombreuses institutions financières y ont aujourd'hui installé tout, ou partie, de leurs activités (State Street, CSFB, Morgan Stanley DW, BZW, Citibank, Bear Stearns, HSBC, etc., ainsi que la Personal Investment Authority). Début 1999, 25 000 personnes y étaient déjà employées. À Paris, le développement de La Défense s'est fait sur une période de temps plus longue, avec une forte implication des autorités (notamment au niveau des investissements) et une ouverture à une gamme plus large d'activités.

11. Le centre connaît depuis quelques années une croissance rapide, notamment dans le domaine de la gestion de fonds. Les autorités irlandaises ont su tirer parti des avantages de Dublin (langue anglaise, proximité avec le Royaume-Uni, main-d'œuvre qualifiée et jeune, coûts modérés, appartenance à l'Union européenne, forte internationalisation, système financier développé) et mis en place une politique active d'attraction des institutions financières internationales, fondée notamment sur un taux d'imposition fiscale de 10 %.

12. Pagano (1989) montre aussi que, si les anticipations des *traders* d'un marché se coordonnent, les inerties liées à la liquidité peuvent être renversées.

13. À Dublin, la promotion de l'IFSC est assurée par l'Irish Development Agency (IDA), dans le cadre de la politique générale d'attraction des investissements directs internationaux ; elle est relayée au niveau local par la Dublin Docklands Development Authority (DDDA) (l'IFSC est localisé dans les anciens docks de la ville, comme d'ailleurs Canary Wharf à Londres).

BIBLIOGRAPHIE

ANSIDEI J. (1999), *Économie industrielle et spatiale des centres financiers internationaux*, Thèse de Sciences économiques, Université Paris Dauphine, déc.

ARNOLD T., HERSH P., MULHERIN J.H., NETTER J. (1999), « Merging markets », *Journal of Finance*, LIV(3), pp. 1083-1107

ARTHUR W.B. (1990), « Silicon valley' locational clusters : when do increasing returns imply monopoly ? », *Mathematical Social Sciences*, 19, pp. 235-251

DEMSETZ R.S. (1997), « Human resources needs in the evolving financial sector », *Current Issues in Economics & Finance*, 3(13), Federal Reserve Bank of New York

ECONOMIDES N., STOW A. (1988), « The division of markets is limited by the extent of liquidity (Spatial competition with externalities) », *American Economic Review*, 78, pp. 108-120

- FOUCAULT TH., PARLOUR CH. (1998), « Competition for listings », mimeo, HEC
- FUJITA M., THISSE J.-F. (1997), « Économie géographique - Problèmes anciens et nouvelles perspectives », *Annales d'Économie et de Statistique*, 45, pp. 37-88
- GEHRIG TH., STAHL K., VIVES X. (1994), « Competing exchanges », in CEPR, *The location of economic activity: New theories and evidence*, pp. 549-582
- GEHRIG TH. (1998), « Competing markets », *European Economic Review*, 42, pp. 277-310
- GORDON R.H., BOVENBERG A.L. (1996), « Why is capital so immobile internationally? Possible explanations for capital income taxation », *American Economic Review*, 86(5), déc., pp. 1057-1075
- JACQUEMIN A., SLADE M.E., (1989), « Cartels, collusion and horizontal merger », in R. Schmalensee, R.D. Willig, eds., *Handbook of Industrial Organisation*
- JAYET H. (1993), « Territoires et concurrence territoriale », *Revue d'Économie Régionale et Urbaine*, 1, pp. 651-677
- KINDLEBERGER CH. P. (1974), « The formation of financial centres: A study in comparative economic history », *Princeton Studies in International Finance*, 36
- KRUGMAN P. (1991), « History vs expectations », *Quarterly Journal of Economics*, 106(2), pp. 651-667
- LECOQ B. (1993), « Dynamique industrielle, histoire et localisation : Alfred Marshall revisité », *Revue Française d'Économie*, 4, pp. 195-234
- MARTIN PH., REY H. (1998), « Financial super-markets : Size matters for asset trade », mimeo, CERAS-ENPC & LSE
- OTA M., FUJITA M. (1993), « Communication technologies and spatial organisation of multi-unit firms in metropolitan areas », *Regional Science & Urban Economics*, 23, pp. 695-729
- PAGANO M. (1989), « Trading volume and asset liquidity », *Quarterly Journal of Economics*, 104, pp. 255-274
- RAUCH J.E. (1993), « Does history matters only when it matters little ? The case of city-industry location », *Quarterly Journal of Economics*, 108, pp. 843-67
- RAVIX J.L., éd., 1996, *Coopération entre les entreprises et organisation industrielle*, CNRS Éditions