

La localisation des activités financières dans l'Union européenne*

Gunther CAPELLE-BLANCARD^a, Matthieu CROZET^b et Fabien TRIPIER^c

En 2003, dans l'Union européenne, plus de 5,2 millions de salariés travaillent dans le secteur des activités financières (banque-finance-assurance), soit un peu plus de 3% de l'emploi total. Ceci représente une masse salariale annuelle de plus de 180 milliards d'euros (environ 5% de la masse salariale totale) et une valeur ajoutée brute de plus de 500 milliards d'euros (entre 6 et 7% de la valeur ajoutée totale).

Depuis 1995, le nombre de salariés dans le secteur banque-finance-assurance est relativement stable, mais leur part diminue régulièrement. Pour ce qui est des rémunérations, elles ont augmenté de près de 45% sur la période (en euros courants), soit à un rythme plus élevé que pour les autres secteurs de l'économie.

Ces résultats globaux masquent, en fait, de fortes disparités, non seulement entre les pays de l'UE, mais aussi entre les régions au sein même de ces pays. Si l'on s'en tient à la théorie traditionnelle du commerce international, l'abaissement des barrières aux échanges et l'augmentation des flux internationaux devraient entraîner une spécialisation accrue de chaque pays, voire de chaque région. Appliquées à l'Europe et aux activités financières, ces théories dressent le portrait futur d'une Europe où les activités financières seraient essentiellement concentrées dans les régions qui bénéficient d'avantages dans la production de services financiers. A l'extrême, elles justifient les craintes d'un déplacement de l'ensemble des activités financières vers une ou quelques places financières dominantes en Europe. La bataille boursière que se livrent les bourses européennes illustre à quel point ces craintes sont bien présentes.

Ce document propose un état des lieux de la localisation des activités financières dans l'Union européenne et de sa dynamique depuis 1995, avec un éclairage particulier sur la région Ile-de-France. Nous commençons par un bref rappel théorique qui met en lumière les arguments qui plaident pour une concentration des activités financières et ceux qui soutiennent l'idée d'une dispersion (1). Nous examinons ensuite la répartition des activités financières parmi les pays et les régions de l'UE (2), avant de nous concentrer sur le cas de l'Ile-de-France (3).

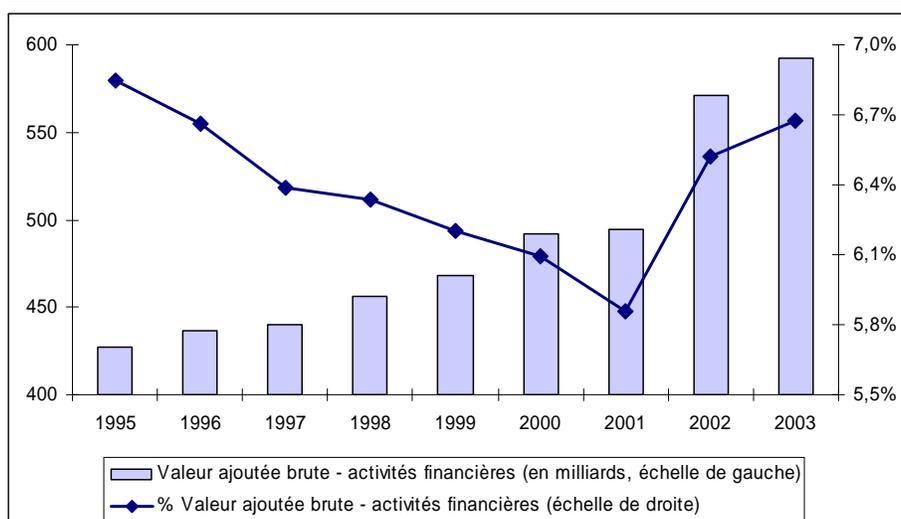
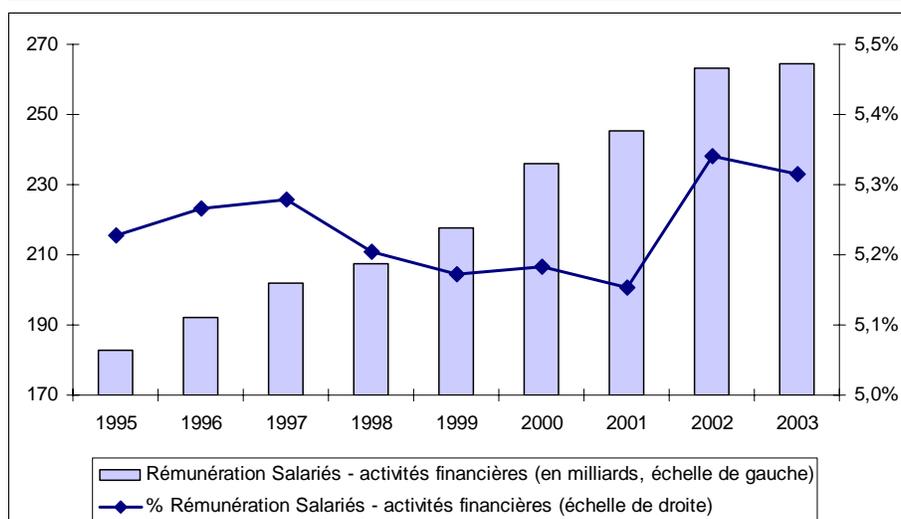
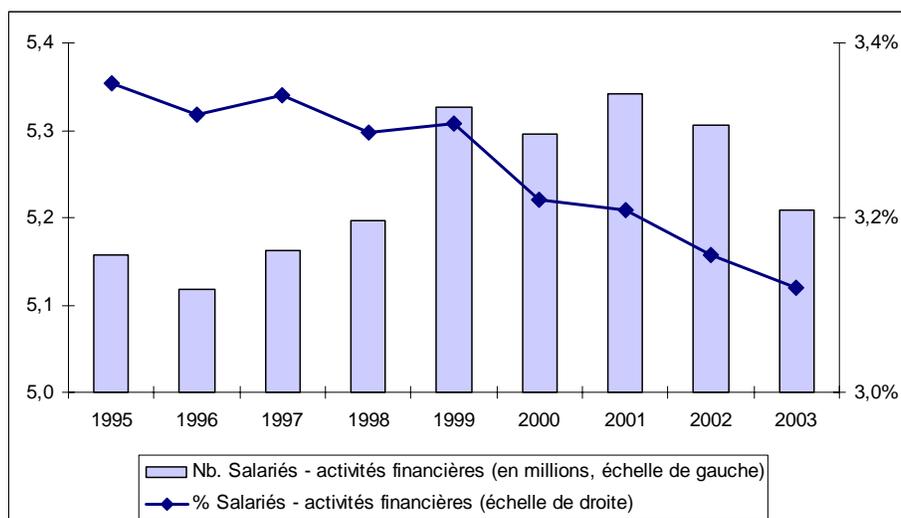
* Les auteurs remercient Julie Ansidei, Michel Boutillier, Arnaud de Bresson, Rachel Curbinon, Elyès Jouini, Bertrand Jacquillat, Alain Leclair, Valérie Oheix, Florence Puech, Hélène Raymond-Feingold, Jean-Charles Rochet et Yamina Tadjeddine pour leurs remarques.

^a EconomiX, Université Paris X Nanterre & Panthéon-Sorbonne Economie, Université Paris 1.

^b Université de Reims, Panthéon-Sorbonne Economie, Université Paris 1 & CEPII.

^c EconomiX, Université Paris X Nanterre & Université de Nantes.

Figure 1. Les activités financières dans l'UE



Source : Eurostat (SEC 95). Calculs des auteurs.

1. Concentration *versus* dispersion des activités financières

Le point de départ de nos travaux est le constat du caractère non uniforme de la répartition des activités économiques : il existe des zones où elles se concentrent. Ce constat pose les questions suivantes : Pourquoi de telles zones se forment-elles et pourquoi ici plutôt qu'ailleurs ? Quelles sont les forces de concentration et de dispersion ? Mais avant de répondre à ces questions, il nous définit un cadre d'analyse.

1.1 Quel paradigme ?

Notons d'emblée que rares sont les travaux des économistes sur la localisation des activités financières. Les recherches sur ce thème sont essentiellement l'œuvre d'historiens (Kindelberger, 1974 ; Braudel, 1979), voire de sociologues (MacKenzie et Millo, 2003). Ceci se comprend aisément si l'on considère la forte inertie dont les Places financières étaient historiquement victimes.

Mais bien sûr, depuis quelques années, avec l'essor des moyens de communications et l'ouverture des économies, le paysage boursier a radicalement changé. La rivalité entre les bourses s'est accompagnée de nombreuses recherches théoriques et empiriques sur la microstructure des marchés. Ces travaux étudient principalement le comportement des acteurs, les avantages et inconvénients des différents systèmes de cotation, *etc.* A ce titre, ils éclairent certaines des questions concernant la concurrence de place – voir, par exemple, Pagano, Roël et Zechner (2002) sur la double cotation. Ils permettent, par exemple, d'expliquer pourquoi les volumes de transactions sont plus importants sur telle ou telle place, mais ne permettent pas d'examiner les conséquences sur la localisation des activités elles-mêmes.

Il existe bien quelques modèles théoriques généraux (Economides et Siow, 1988 ; Gehrig, 1998) qui mettent en lumière l'arbitrage entre, d'une part, les coûts liés à la distance au marché et, d'autre part, les avantages que procurent un marché concentré – *i.e.* plus la taille du marché est importante, plus grande est la probabilité de trouver une contrepartie. Ces modèles permettent d'insister sur l'importance de la liquidité comme déterminant de la localisation et sur son caractère auto-entretenu (voir également sur ce point Duffie et Rahi, 1995), mais là encore, en se focalisant sur le marché et les échanges de titres ils retiennent une définition restrictive de la notion de Place financière. Or, ce n'est pas tant la concentration des volumes de transaction qui nous intéressent ici, mais la concentration des activités, que l'on peut mesurer en termes d'emplois par exemple.

Au final, le cadre d'analyse qui nous semble pertinent pour analyser la localisation des activités financières est celui de l'économie géographique. Ce corpus théorique prend ses racines dans les travaux d'économie internationale, mais a connu de nombreux développements autonomes ces dernières années. Par ailleurs, toute une littérature en finance – essentiellement empirique – s'est développée autour de la notion de biais domestique. C'est à la lumière de ces développements que nous proposons une analyse des forces de concentration et de dispersion des activités financières.

1.2 Les forces de concentration des activités financières

L'analyse des avantages comparatifs constitue une première approche pour expliquer la localisation des activités économiques. Les différences spatiales en termes de productivité et de dotations en facteurs de production génèrent un processus de spécialisation du tissu industriel. Chaque zone se spécialisera là où son efficacité relative est la plus élevée. Une des particularités des activités financières est que l'intensité factorielle y est très marquée : ces activités sont intensives en main d'œuvre, particulièrement en main d'œuvre qualifiée (et spécialisée), et grandes utilisatrices des techniques de l'information et de la communication.

Une seconde approche s'appuie sur les analyses récentes de la Nouvelle économie géographique (Krugman, 1991 ; Combes, Mayer et Thisse, 2006) qui montrent que le phénomène d'agglomération résulte essentiellement de la présence d'externalités.

- Tout d'abord, la concentration d'entreprises d'un même secteur en un même lieu tend à y attirer des fournisseurs spécialisés. Là où une seule entreprise (non monopolistique) ne réussirait pas à attirer les fournisseurs spécialisés nécessaires à sa production, le regroupement de plusieurs entreprises peut y parvenir. Ce rapprochement des fournisseurs spécialisés augmente la concurrence entre eux et accroît la disponibilité des inputs tout en diminuant leurs coûts. La localisation commune en un même lieu est donc un avantage lorsque la production nécessite des inputs relativement spécifiques (qui nécessitent une certaine spécialisation des fournisseurs). Dans le cas des activités financières, c'est notamment les avantages liés à la proximité des entreprises informatiques et de télécommunications qui peut conduire à des effets d'agglomération.
- Une deuxième source d'externalités positives liées à une localisation commune provient de l'effet d'attraction sur la main d'œuvre spécialisée. La présence d'un grand nombre d'entreprises d'un même secteur en un même lieu accroît la probabilité d'un salarié qualifié dans ce secteur de (re-)trouver rapidement l'emploi désiré, sans avoir à supporter les coûts d'un déménagement. Les entreprises bénéficient aussi de cette concentration de main d'œuvre qualifiée et spécialisée, dans la mesure où elles parviennent plus facilement à pourvoir leurs postes par du personnel adapté et diminuent ainsi les coûts de rotation de la main d'œuvre.
- Enfin, une troisième source d'externalités positives peut être trouvée dans les transferts de savoirs spécialisés. Les entreprises des secteurs les plus innovants sont ici les plus concernées : dans leur cas le maintien à la pointe des connaissances est crucial. Or ce sera plus facile dans le cadre d'une localisation commune de ces entreprises. La localisation commune facilite l'étude des produits des concurrents (et le transfert des technologies et savoirs associés). Elle facilite aussi les échanges informels (en particulier entre personnels des différentes entreprises), source de diffusion des derniers savoirs. Cet argument est bien sûr particulièrement pertinent dans le cas des activités financières.

Au final, ces trois sources d'économies d'agglomération peuvent justifier la concentration en une même localisation des entreprises d'une industrie qui utilise

des produits entrants, de la main d'œuvre et/ou des savoirs spécialisés. Ces entreprises peuvent en « s'agglomérant » bénéficier d'externalités positives, qui aboutissent à des rendements d'échelle croissants au niveau de l'industrie. En effet, les régions qui au départ ont l'industrie la plus importante en terme de taille, bénéficient des économies d'agglomération les plus élevées et ont ainsi un avantage (comparatif ?) qui tend à se maintenir (voire à s'accroître, si la suppression de barrières à l'échange avec d'autres régions attire les entreprises de ces dernières).

Les activités financières peuvent, pour partie au moins, entrer dans cette logique d'agglomération. Avec l'automatisation d'un certain nombre de tâches d'exécution, la main d'œuvre employée tend à être de plus en plus qualifiée et spécialisée dans les services financiers. Par ailleurs, grand utilisateur de techniques de l'information et de la communication, le secteur financier a, dans ce domaine, besoin de produits spécifiques (progiciels, moyens de connexion, etc.) ou spécialement adaptés, en raison de l'importance des flux traités, mais aussi de la spécificité des opérations à réaliser (nécessité de compenser des flux, de sécuriser les opérations de paiements, de respecter des règles prudentielles ou comptables particulières, etc.). La concentration spatiale des activités financières européennes peut donc bénéficier d'économies d'agglomération.

Un des résultats central de la nouvelle économie géographique concerne les conséquences de l'intégration des marchés sur les dynamiques d'agglomération : avec la réduction des entraves aux échanges, la concentration des activités qui bénéficient d'externalités positives tend à se renforcer. De ce point de vue, les activités financières en Europe sont concernées à double titre : le développement des NTIC d'une part, et la construction monétaire d'autre part, ont favorisé l'ouverture des marchés et accru le risque d'une polarisation des activités.

1.3 Les forces de dispersion des activités financières

En dépit du renforcement de l'intégration économique et financière dans l'Union européenne, un certain nombre de facteurs oeuvrent en faveur du maintien d'activités financières dispersées.

Il s'agit, en premier lieu, des coûts de congestion lorsque les activités sont trop concentrées. En particulier, dans le secteur financier, le prix de l'immobilier joue un rôle important dans les choix de localisation. Mais ce facteur explique sans doute d'avantage la concentration des activités sur une place financière donnée (Paris centre *versus* La Défense), qu'il n'explique la répartition des activités entre les places à vocation internationale (Ile-de-France *versus* le Grand Londres).

Les coûts liés à la distance incitent également les entreprises à multiplier les implantations de manière à se localiser au plus près de chaque marché. En effet, la distance constitue une barrière aux interactions économiques. Ceci est évident pour les échanges sur les marchandises, notamment compte tenu des coûts de transport. D'après Portes et Rey (2005), multiplier par deux la distance entre deux zones géographiques diminue de 82% le commerce des biens entre ces zones. Mais c'est aussi vrai pour toutes les relations économiques nécessitant des interactions directes entre agents ; la distance compte aussi pour les transactions sur les actifs financiers. Ainsi, Portes et Rey (2005) montrent également que le doublement de la

distance, entraîne une chute de 69% des flux de titres. Pour Aviat et Coeurdacier (à paraître), ce dernier effet est surestimé ; une fois corrigé du lien entre les flux de biens et les flux financiers, l'effet de la distance serait bien plus faible. Quoiqu'il en soit l'article de Portes et Rey (2005) a le mérite d'attirer l'attention sur ce que représente effectivement la distance pour les activités financières.

Ce n'est évidemment pas les coûts de transport qui nuisent aux échanges de titres, ni même les coûts de transaction qui augmenteraient avec la distance. En fait, le problème n'est pas tant celui de l'éloignement géographique ; il est très facile aujourd'hui d'opérer à distance, et ce à faible coût. Bien sûr, il n'en a pas toujours été ainsi. Arnold, Hersh, Mulherin et Netter (1999) montrent, par exemple, que le maintien de très nombreuses places régionales aux Etats-Unis jusque dans les années 1930 s'explique essentiellement par la difficulté de suivre et de négocier des titres à distance. Mais avec le développement des moyens de communications, le problème se pose en des termes différents.

L'éloignement traduit aujourd'hui davantage les différences culturelles, linguistiques, juridiques, *etc.* qui sont autant d'obstacles aux échanges et donc à la concentration des activités (voir aussi Guiso, Sapienza et Zingales, 2005). L'existence de nombreux biais en faveur des placements domestiques illustre très bien l'importance de ces obstacles.

La préférence pour les placements domestiques est abondamment documentée. L'article le plus connu à ce propos est probablement celui de Feldstein et Horioka (1980), qui trouvent une forte corrélation entre épargne domestique et investissement domestique, en dépit de la forte mobilité internationale des capitaux (voir Flandreau et Rivière, 1999). Depuis, une vaste littérature financière s'est développée sur les biais domestiques, à un niveau microéconomique cette fois. Il en ressort que les investisseurs se comportent comme s'ils avaient une préférence marquée pour les investissements qui leur sont familiers. Ainsi, les investisseurs ont tendance à sur-pondérer : *i*) les actions domestiques par rapport aux actions étrangères (French et Porterba, 1991) ; *ii*) les titres étrangers qui sont cotés sur le marché national, par rapport à ceux qui sont cotés uniquement dans leur pays d'origine (Kang et Stulz, 1997) ; *iii*) les titres des entreprises localisées à proximité géographique (Coval et Moskowitz, 1999 ; Grinblatt et Keloharju, 2001 ; Brown, Ivković, Smith et Weisbenner, 2004).

La proximité (géographique, culturelle, juridique, *etc.*) est également un élément important de la relation entre les intermédiaires financiers et les émetteurs (Petersen et Rajan, 2002). Berger et al. (2002) insistent notamment sur le fait que les informations qualitatives (*soft information*) sur les emprunteurs sont, par nature, difficiles à exploiter à distance, ce qui laisse un rôle important à la banque de proximité. C'est d'ailleurs ce problème auquel se heurte les services de courtage en ligne ou de la banque à distance, dont l'essor laissait envisager, un temps, la fin de la banque de proximité et donc une concentration des activités (DeYoung, 2005). Dans les faits, et en particulier en Europe (BCE, 2002), les banques ont plutôt développé une stratégie multicanal, combinant la relation de proximité en agence, renforcée dans sa technicité et son recentrage sur le client, et la rapidité d'une relation à distance utilisant les TIC ; elles sont donc passées du *brick & mortar* traditionnel à la nouvelle combinaison dénommée par analogie *click & mortar*.

De même, il ressort que la proximité des analystes (Malloy, 2005 ; Bae, Stulz et Tan, 2005) ou des gérants de fonds (Coval et Moskowitz, 2001 ; Hong, Kubik et Stein, 2003) avec les émetteurs dont ils suivent ou achètent les titres leur permet de bénéficier d'un avantage informationnel économiquement significatif. La proximité présente le grand avantage de réduire les coûts informationnels et elle offre sans doute aussi plus de facilités et de meilleures garanties du point de vue de l'application du droit (*enforceability of claims*).

Au vu des éléments précédents, on peut esquisser (*cf.* tableau 1) une tentative de synthèse des déterminants théoriques des choix de localisation et des avantages réciproques de la concentration (centralisation) et de la dispersion des activités financières.

Tableau 1. Déterminants des choix de localisation des activités financières

	Forces centripètes	Forces centrifuges
Déterminants généraux	<ul style="list-style-type: none"> - Avantages comparatifs exogènes - Economies d'échelle internes - Externalités pécuniaires (fournisseurs et main d'œuvre spécialisés) - Externalités informationnelles (y compris transfert de connaissance) 	<ul style="list-style-type: none"> - Coûts de congestion - Degré de concurrence
Déterminants spécifiques aux activités financières	<ul style="list-style-type: none"> - Amélioration de la liquidité 	<ul style="list-style-type: none"> - Besoin de proximité avec les agents à besoin de financement : sélection (<i>ex ante</i>) ; <i>monitoring</i> (<i>ex post</i>) - Besoin de proximité avec les agents à capacité de financement : collecte de l'épargne ; biais domestique

2. La localisation des activités financières dans les pays de l'UE

Pour examiner la localisation des activités financières et sa dynamique, nous construisons plusieurs indicateurs de spécialisation et de concentration spatiale des activités financières : outre le niveau absolu et la part de marché, nous présentons des résultats sur le degré de spécialisations absolu et relatif de chaque pays et de chaque région. La base utilisée dans cette partie est la base Eurostat.

2.1 La base Regio d'Eurostat

En Europe, depuis peu, la base de données REGIO d'Eurostat fournit toute une série de données macroéconomiques (valeur ajoutée, FBCF, emplois,...) harmonisées selon les normes comptables SEC 95 par secteurs d'activité Ces données sont

disponibles à plusieurs niveaux régionaux, dits Nuts 1, 2 et 3 (Nomenclature des Unités Territoriales Statistiques).

Dans cette étude nous retenons les données au niveau Nuts 2 pour 23 pays de l'UE (nous excluons Chypre et Malte), soit 223 régions. Notons que les régions retenues par Eurostat correspondent pour partie à l'organisation administrative des pays considérés et ne doivent pas de ce fait être considérées comme des unités territoriales de taille équivalente. Par ailleurs, certaines régions sont aussi des pays (Danemark, Luxembourg, Pays baltes). La période d'étude s'étend de 1995 à 2003.

Table 2. Pays et unités territoriales statistiques

PAYS	NUTS 2	Nombre
Allemagne	States (nuts 1)	16
Autriche	States	9
Belgique	Provinces	11
Danemark	Country	1
Espagne	Autonomous communities	17
Estonie	Country	1
Finlande	Large areas	5
France	Régions	22
Grèce	Peripheries	13
Hongrie	Statistical Regions	7
Irlande	Regions	2
Italie	Regions	20
Lettonie	Country	1
Lituanie	Country	1
Luxembourg	Country	1
Pays-Bas	Provinces	12
Portugal	Comissões de coordenação regional	7
République Tchèque	Groups of Kraje	8
Royaume-Uni	Groups of Counties; Inner and Outer London	37
Slovaquie	Zoskupenia Krajov	4
Slovénie	Country	1
Suède	National areas	8

Le secteur « intermédiation financière » comprend l'activité des banques centrales et des autres intermédiaires monétaires, les activités d'intermédiation financière, les activités d'assurance et les caisses de retraite (sauf sécurité sociale obligatoire), et les activités auxiliaires.

La variable retenue est le nombre de salariés. Des données sont également disponibles pour le nombre d'employés, les rémunérations et la valeur ajoutée brute, mais ces bases sont moins bien renseignées.

Pour obtenir une base cylindrée, nécessaire à nos indicateurs de spécialisation, nous avons dû traiter certaines données manquantes. Pour l'Allemagne, nous ne disposons que des données au niveau NUTS 1 (les *landers*). Pour la France, nous ne retenons que la métropole. Pour la Hongrie, nous n'avons les données au niveau régional qu'à partir de 2000. Sur la période 1995-1999, nous appliquons donc la répartition régionale observée en 2000. De même pour le nombre de salariés en Pologne avant 1998. Pour le nombre de salariés au Royaume-Uni, nous ne

disposons pas des données après 2001. Nous supposons dès lors que le nombre de salariés suit le même taux de croissance que celui de la rémunération. Par ailleurs, certaines régions au Royaume-Uni, à certaine date ne sont pas renseignées ; nous complétons ponctuellement les données manquantes.

2.2 Répartition et spécialisation des activités financières au niveau national

En 2003, l'Allemagne à elle seule représente près de 22% de l'emploi total dans le secteur financier en Europe (*cf.* tableau 3). Si l'on ajoute la Grande-Bretagne (19%), ces deux pays représentent 41% de l'emploi total. Viennent ensuite, mais loin derrière, la France (13%) et l'Italie (11%), ce qui porte à 65% la part de l'emploi dans le secteur financier localisée dans les quatre plus grands pays. Sur la période 1995-2003, on remarque par ailleurs une grande stabilité du nombre de salariés dans les pays de l'UE, excepté en Irlande (+55%), au Luxembourg (+50%) et dans une moindre mesure aux Pays-Bas (+20%) et quelques petits pays de l'est.

On observe la même configuration en prenant la variable d'emploi et la variable de valeur ajoutée en 1995 et 2003. Par exemple, l'Allemagne, Le Royaume-Uni, la France et l'Italie représentent les deux-tiers de la valeur ajoutée totale en 2003.

Les observations précédentes reflètent bien sûr un effet taille. Pour corriger cet effet taille, nous raisonnons en termes de spécialisation à partir de deux statistiques : le poids des activités financières dans l'ensemble des activités du pays (colonne 3) et un indice de spécialisation relatif (colonne 4).

Le Luxembourg arrive très nettement en première place en termes de spécialisation dans les activités financières. Dans ce pays, les activités financières représentent 12% de l'emploi total en 2003 (les ordres de grandeurs sont identiques en 1995) tandis qu'elles représentent en moyenne pour tous les pays européens 3,2% de l'emploi total. L'indice de spécialisation relatif se situe près de 4, ce qui signifie que le poids du Luxembourg dans les activités financières représente 4 fois son poids dans l'ensemble des activités économiques. Ces chiffres sont très supérieurs à ceux tous les autres pays, donnant à ce petit pays une position unique dans l'UE.

Le deuxième pays le plus spécialisé dans les activités financières est l'Irlande où les activités financières représentent 5% de l'emploi total en 2003, pour un indice de spécialisation relatif de 1,5. Viennent ensuite les Pays-Bas (4,2% ; 1,3), la Grèce (3,9% ; 1,25) et le Royaume-Uni (3,9%, 1,2) et la Belgique (3,8% ; 1,2).

Soulignons que l'Irlande et le Luxembourg ont en commun, outre le fait d'être tout deux bien placés au regard des critères précédents, d'avoir mené des politiques volontaristes en direction des établissements financiers, notamment via des politiques fiscales incitatives (voir Ansidei, 2001).

Le Royaume-Uni a également une position singulière. Il est en effet le seul pays à avoir une position importante à la fois en niveau, mais aussi en termes de spécialisation. Notons toutefois que son indice de spécialisation a diminué sur la période 1995-2003 au contraire de tous les petits pays mentionnés précédemment et dont la spécialisation s'est accrue.

L'Allemagne, la France et l'Italie qui étaient dans le peloton de tête en termes de niveau d'activités financières ne sont ni plus ni moins spécialisés dans le secteur

financier que la moyenne des pays de l'UE ; l'indice de spécialisation relatif est très proche de l'unité.

Table 3. Nombre de salariés dans les activités financières au niveau national

	1995				2003			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
Allemagne	1 140	22,1	3,4	1,00	1 158	22,2	3,3	1,07
Autriche	112	2,2	3,6	1,07	112	2,1	3,4	1,09
Belgique	124	2,4	3,9	1,17	130	2,5	3,8	1,20
Danemark	81	1,6	3,3	0,99	82	1,6	3,2	1,02
Espagne	341	6,6	3,1	0,92	344	6,6	2,3	0,73
Estonie	7	0,1	1,2	0,35	7	0,1	1,3	0,43
Finlande	48	0,9	2,7	0,81	39	0,8	1,9	0,60
France	660	12,8	3,3	0,98	699	13,4	3,1	0,98
Grèce	73	1,4	3,5	1,05	89	1,7	3,9	1,25
Hongrie	78	1,5	2,6	0,78	65	1,2	1,9	0,61
Irlande	47	0,9	4,6	1,37	73	1,4	4,9	1,56
Italie	570	11,1	3,5	1,06	593	11,4	3,3	1,04
Lettonie	13	0,3	1,5	0,46	16	0,3	1,8	0,57
Lituanie	16	0,3	1,4	0,40	17	0,3	1,5	0,47
Luxembourg	22	0,4	11,1	3,31	33	0,6	12,0	3,86
Pays-Bas	201	3,9	4,1	1,22	241	4,6	4,2	1,33
Pologne	295	5,7	2,8	0,82	236	4,5	2,7	0,87
Portugal	86	1,7	2,6	0,76	74	1,4	2,0	0,63
Rép. tchèque	76	1,5	1,7	0,51	66	1,3	1,7	0,54
Royaume-Uni	1 036	20,1	4,4	1,33	991	19,0	3,9	1,23
Slovaquie	29	0,6	1,5	0,44	34	0,7	1,8	0,59
Slovénie	17	0,3	2,3	0,68	20	0,4	2,7	0,86
Suède	85	1,6	2,2	0,65	90	1,7	2,2	0,70
Total Europe	5 157	100%	3,4%	1,00	5 209	100%	3,1%	1,00

Données : Eurostat (Regio), SEC 95. Calculs des auteurs.

(1) Nombre de salariés dans le secteur financier (en milliers) dans le pays i : $E_{fi,i}$

(2) (1) / Nombre de salariés dans le secteur financier (en milliers) dans tous les pays : $E_{fi,i} / E_{fi..}$

(3) (1) / Nombre de salariés dans tous les secteurs (en milliers) dans le pays i : $E_{fi,i} / E_{.,i}$

(4) Indice de spécialisation : $(E_{fi,i} / E_{fi..}) / (E_{.,i} / E_{.,.})$

2.3 Répartition et spécialisation des activités financières au niveau régional

Comme pour les pays, nous devons raisonner sur deux dimensions : la répartition des activités financières entre les régions et leur spécialisation dans les activités financières.

Concernant l'emploi dans les activités financières, les parts de l'Ile-de-France et d'Inner London (environ 5% du total de l'UE) sont très proches avec un léger avantage pour l'Ile-de-France (cf. tableau 4 – où nous nous limitons aux 20 premières régions – et figure 2). L'Ile-de-France est par ailleurs la première région de l'UE en terme de valeur ajoutée avec une part de marché d'environ 7%, devant Inner London en 2001 (5%).

La présence de Nordrhein-Westfalen reflète la position dominante de l'Allemagne déjà observée au niveau des pays. Cette présence est renforcée par les régions de Bayern, Baden-Württemberg et Hessen que l'on retrouve aux troisième, quatrième et cinquième places selon la variable et l'année retenues. La présence de quatre landers allemands dans le haut de classement – contre une seule région pour la France, le Royaume-Uni ou l'Italie – est bien sûr le reflet de la structure fédérale allemande.

En termes de spécialisation, trois régions dominent nettement l'ensemble des classements avec des indices de spécialisation supérieurs à 3 : le Luxembourg (compte tenu de sa taille, le pays n'est composé que d'une région), la Région de Bruxelles et Inner London. Les statistiques reportées ne font émerger d'autres régions dominantes en termes de spécialisation (à l'exception de North-Holland). En particulier, l'absence de régions allemandes fortement spécialisées dans les activités financières est notable. On peut aussi relever la place relativement basse qu'occupent les régions françaises. L'Île-de-France, la première, se place entre les huitième et douzième positions selon la mesure retenue.

Table 4. Nombre de salariés dans les activités financières au niveau régional

	1995	(1)	(2)	2003	(1)	(2)
1	Île-de-France	264	5,1	Île-de-France	275	5,3
2	Inner London	252	4,9	Inner London	249	4,8
3	Nordrhein-Westfalen	240	4,6	Nordrhein-Westfalen	246	4,7
4	Bayern	200	3,9	Bayern	207	4,0
5	Baden-Württemberg	161	3,1	Baden-Württemberg	162	3,1
6	Hessen	141	2,7	Hessen	156	3,0
7	Lombardia	131	2,5	Lombardia	141	2,7
8	Niedersachsen	96	1,9	Niedersachsen	95	1,8
9	Comunidad de Madrid	84	1,6	Danemark	82	1,6
10	Danemark	81	1,6	Comunidad de Madrid	82	1,6
11	Lazio	80	1,5	Lazio	78	1,5
12	Cataluña	66	1,3	Noord-Holland	70	1,3
13	Outer London	61	1,2	Bruxelles-Capitale	68	1,3
14	Bruxelles-Capitale	60	1,2	Cataluña	67	1,3
15	Mazowieckie	59	1,2	Mazowieckie	66	1,3
16	Hamburg	59	1,1	Eastern Scotland	63	1,2
17	Noord-Holland	53	1,0	Southern and Eastern	62	1,2
18	Gloucestershire	53	1,0	Hamburg	55	1,1
19	Surrey and Sussex	51	1,0	Rhône-Alpes	54	1,0
20	Rhône-Alpes	51	1,0	Attiki	54	1,0
	1995	(3)	(4)	2003	(3)	(4)
1	Inner London	12,7	3,8	Luxembourg (Duché)	12,0	3,8
2	Luxembourg (Duché)	11,1	3,3	Bruxelles-Capitale	11,2	3,6
3	Bruxelles-Capitale	11,0	3,3	Inner London	11,2	3,6
4	Hamburg	6,4	1,9	Eastern Scotland	7,0	2,2
5	Noord-Holland	6,0	1,8	Noord-Holland	6,7	2,1
6	Gloucestershire.	5,8	1,7	Utrecht	6,0	1,9
7	Utrecht	5,7	1,7	Hamburg	5,9	1,9
8	Île de France	5,7	1,7	Hessen	5,8	1,8
9	Eastern Scotland	5,6	1,7	Southern and Eastern	5,7	1,8
10	Wien	5,4	1,6	Attiki	5,5	1,7
11	Hessen	5,4	1,6	Île de France	5,5	1,7
12	Southern and Eastern	5,4	1,6	Wien	5,0	1,6
13	Surrey and Sussex	5,3	1,6	Praha	5,0	1,6
14	Essex	5,1	1,5	Surrey and Sussex	4,9	1,6
15	West Yorkshire	5,1	1,5	Stockholm	4,9	1,6
16	Attiki	5,0	1,5	Bratislavský kraj	4,8	1,5
17	Lazio	4,9	1,5	Friesland	4,8	1,5
18	Friesland	4,8	1,4	Bratislavský kraj	4,6	1,4
19	Comunidad de Madrid	4,7	1,4	Essex	4,5	1,4
20	Stockholm	4,5	1,3	Merseyside	4,4	1,4

Données : Eurostat (Regio), SEC 95. Calculs des auteurs.

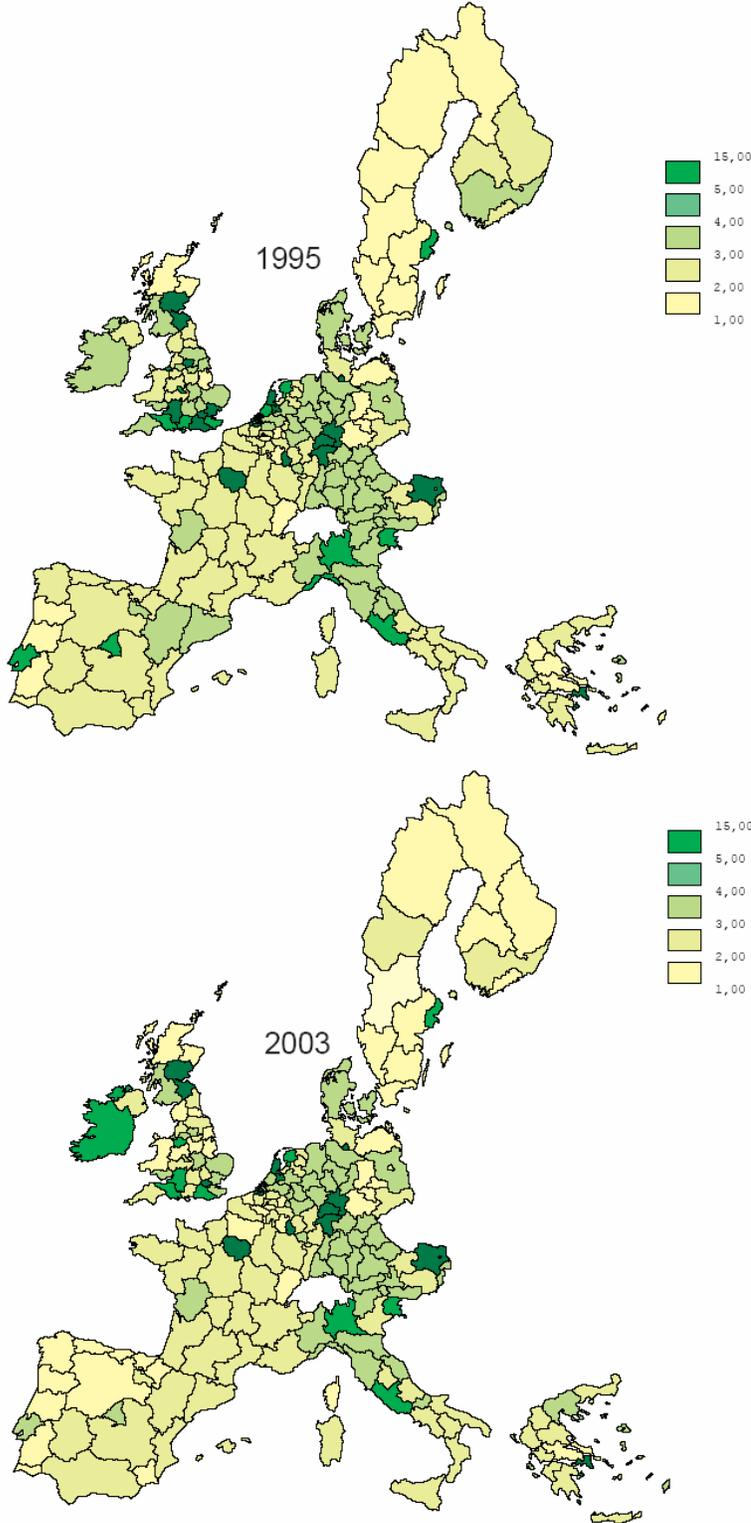
(1) Nombre de salariés dans le secteur financier (en milliers) dans la région j : $E_{fi,j}$

(2) (1) / Nombre de salariés dans le secteur financier (en milliers) dans l'UE : $E_{fi,i} / E_{fi..}$

(3) (1) / Nombre de salariés dans tous les secteurs (en milliers) dans la région j : $E_{fi,j} / E_{.,j}$

(4) Indice de spécialisation : $(E_{fi,j} / E_{fi..}) / (E_{.,j} / E_{...})$

Figure 2.
Spécialisation des régions de l'UE-15 dans les activités financières



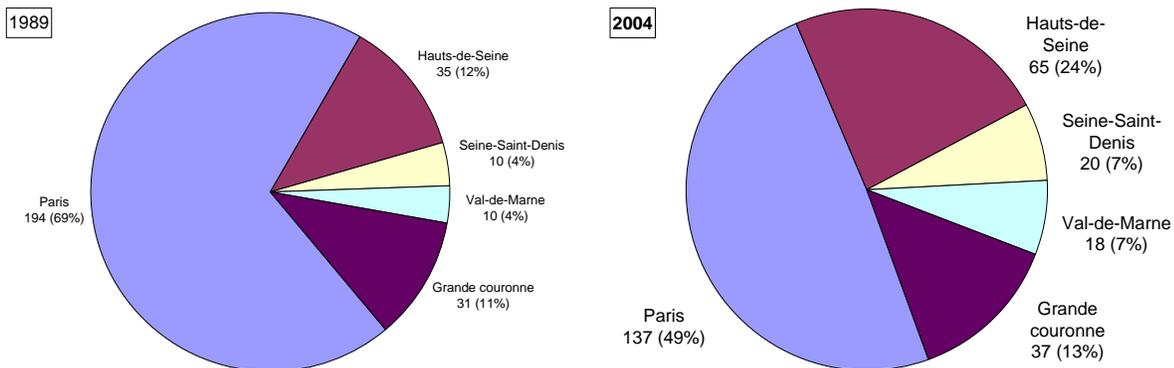
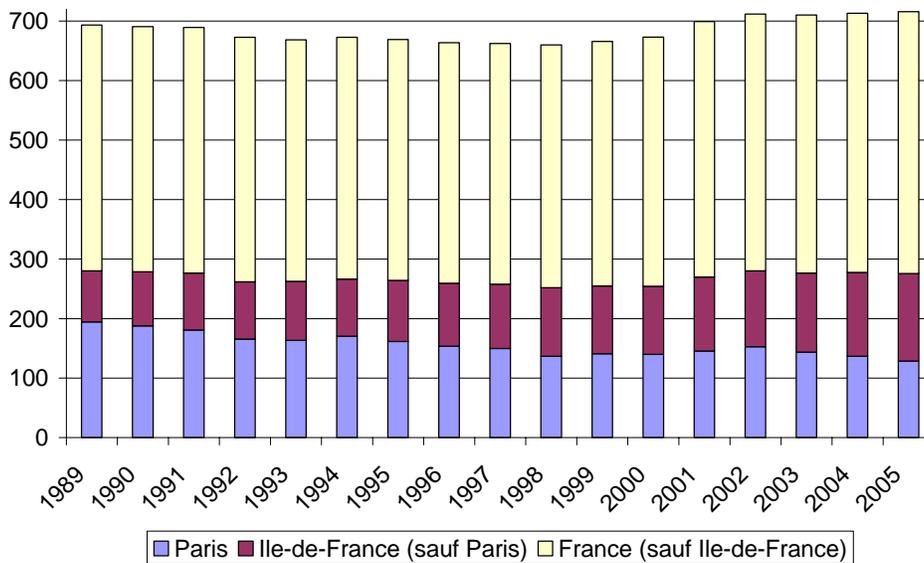
Sources : calculs des auteurs, bases Philcarto et Eurostat

3. La localisation des activités financières en Ile-de-France

Les effectifs salariés dans le secteur financier en France sont plutôt constants sur la période 1989-2005, avec une croissance de 3% (source : Insee). On observe aussi une quasi-stabilité des effectifs en Ile-de-France autour de 280 000 salariés (*cf.* figure 3). Mais cette stabilité masque, en fait, de profondes modifications dans la répartition entre Paris et les communes avoisinantes.

Paris est en 2004, le premier département en France pour ce qui des activités financières avec environ 137 000 salariés, soit près de la moitié des effectifs d'Ile-de-France et 20% des effectifs nationaux. Mais au regard de la situation qui prévalait à la fin des années 1980, la capitale a connu une forte chute de son poids (-34%) : Paris représentait plus des deux tiers de l'emploi en Ile-de-France et 40% des emplois nationaux en 1989. Ce sont ainsi plus de 57 000 emplois qui ont quitté Paris au profit du reste de l'Ile-de-France qui enregistre un taux de croissance de 70% (de 86 000 à 147 000 salariés).

Figure 3.
Evolution du nombre d'emplois salariés dans les activités financières en France



Source : Insee. Les données 2004 et 2005 sont provisoires. Nombre de salariés en milliers (%).

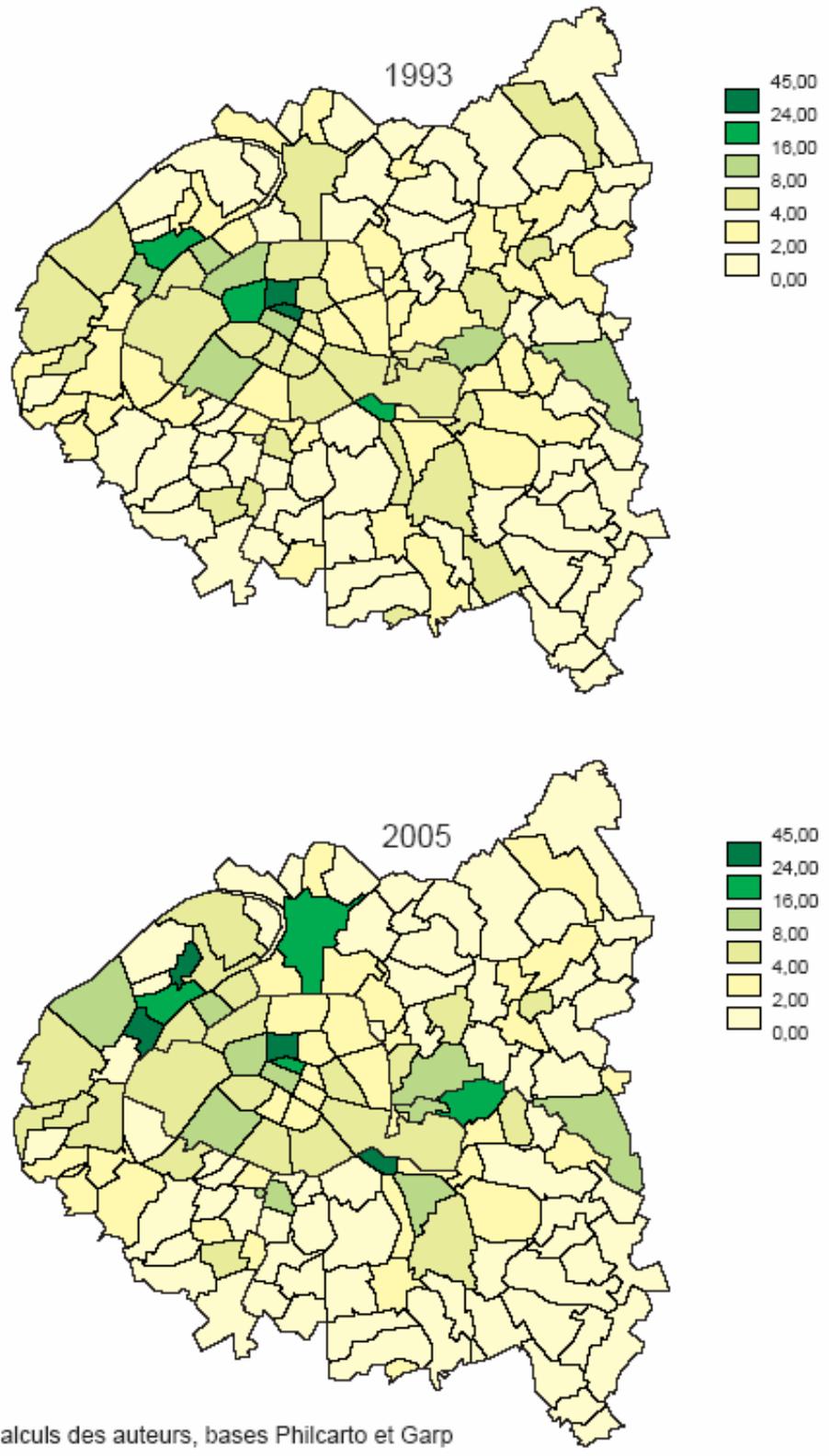
Les évolutions précédentes sont encore plus marquées au niveau des communes d'Ile-de-France. Pour examiner ce point, nous avons recours aux données des Assedic (base Garp) sur la période 1993-2005. Comparée aux précédentes ces données sont, en outre, détaillées par genre et par type d'activité. Ces données ne sont pas directement comparables avec les données Insee ou Eurostat. En particulier, le champ d'observation retenu par le Garp est plus restrictif ; pour l'Ile-de-France, par exemple, cela conduit à minorer d'environ 10% le nombre de salariés

Les activités financières étaient traditionnellement situées à Paris dans le quartier de la Bourse, autours du Palais Brongniart, soit essentiellement dans le II^{ème} et le IX^{ème} arrondissements et dans une moindre mesure le VIII^{ème} arrondissement. En 1993, dans ces quatre arrondissements historiques la part des activités financières représentait, respectivement, 35%, 34% et 18% de l'emploi total. C'est dans le II^{ème} arrondissement que la baisse est la plus spectaculaire : entre 1993 et 2005, le nombre de salariés dans le secteur de la finance a diminué de plus de moitié (en passant de 27 000 à 12 000) ; en 2005, la part des activités financières ne s'élèvent plus qu'à 21% ; dans les IX^{ème} et VIII^{ème} arrondissements, elle n'est plus que de 25% et de 15% respectivement. A l'inverse, certains arrondissements de Paris ont connu une forte augmentation du nombre de salariés. C'est le cas en particulier du XIII^{ème} arrondissement, près de Bercy et de la BnF, où le nombre de salariés dans le secteur de la finance a presque doublé (avec notamment l'implantation du groupe Caisse d'épargne) pour représenter 7,5% de l'emploi total en 2005 (contre 4% en 1993).

La diminution du nombre de salariés s'est bien sûr accompagnée d'une délocalisation des établissements, mais de moindre ampleur. Dans le II^{ème} arrondissement par exemple, le nombre d'établissements a diminué de 20% alors que, rappelons-le, plus de la moitié des effectifs dans le secteur de la finance ont été perdus.

Cette délocalisation des emplois du secteur de la finance a surtout profité aux départements de la petite couronne : Seine-Saint-Denis, Val-de-Marne et surtout Hauts-de-Seine (*cf.* figure 5). Les effectifs salariés dans l'ensemble de ces départements ont cru de 68% entre 1993 et 2005 contre seulement 15% dans les départements de la grande couronne.

Figure 5.
Part des activités financières dans l'emploi total des communes d'Ile-de-France



Sources : calculs des auteurs, bases Philcarto et Garp

Le quartier de La Défense qui s'étend sur les communes de Courbevoie, de Puteaux et de Nanterre (Hauts-de-Seine) a bien sûr largement bénéficié de l'essor des activités financières dans la petite couronne. La Défense était déjà un centre d'affaires important en 1993. L'emploi dans le secteur de la finance représentait alors 20% à Courbevoie et 15% à Puteaux. Cette part s'élève en 2005 respectivement à 23% et à 26%, soit une augmentation du nombre d'employés de 19% et 24% respectivement.

Table 5.
Répartition des salariés dans les activités financières en Ile-de-France

1993	(1)	(2)	(3)	(4)	2005	(1)	(2)	(3)	(4)
Paris 9 ^{ème}	41 217	18,2	34,1	3,8	Paris 9 ^{ème}	29 104	13,0	25,4	3,1
Paris 8 ^{ème}	36 088	15,9	18,4	2,1	Paris 8 ^{ème}	25 142	11,3	14,6	1,8
Paris 2 ^{ème}	26 655	11,8	34,5	3,9	Courbevoie	20 739	9,3	22,9	2,8
Courbevoie	15 007	6,6	19,7	2,2	Puteaux	18 396	8,2	25,8	3,1
Paris 15 ^{ème}	10 865	4,8	11,9	1,3	Paris 2 ^{ème}	12 273	5,5	21,0	2,5
Paris 17 ^{ème}	8 549	3,8	10,0	1,1	Paris 15 ^{ème}	10 453	4,7	10,2	1,2
Puteaux	8 522	3,8	14,8	1,7	Saint-Denis	7 448	3,3	16,9	2,0
Paris 16 ^{ème}	6 184	2,7	7,0	0,8	Levallois-Perret	6 219	2,8	10,5	1,3
Paris 1 ^{er}	6 106	2,7	11,7	1,3	Paris 16 ^{ème}	5 681	2,5	6,5	0,8
Paris 10 ^{ème}	4 862	2,1	7,2	0,8	Nanterre	5 447	2,4	9,2	1,1
Levallois-Perret	4 096	1,8	9,8	1,1	Paris 12 ^{ème}	4 534	2,0	6,7	0,8
Nanterre	3 786	1,7	7,6	0,8	Paris 1 ^{er}	4 434	2,0	9,0	1,1
Paris 12 ^{ème}	3 428	1,5	5,7	0,6	Paris 17 ^{ème}	4 393	2,0	5,4	0,7
Paris 18 ^{ème}	2 958	1,3	6,1	0,7	Charenton-Le-Pont	4 357	2,0	36,6	4,4
Paris 7 ^{ème}	2 797	1,2	7,7	0,9	Paris 13 ^{ème}	4 196	1,9	7,5	0,9
Paris 11 ^{ème}	2 336	1,0	3,9	0,4	Fontenay-Sous-Bois	3 442	1,5	20,8	2,5
Neuilly-Sur-Seine	2 266	1,0	5,2	0,6	Paris 14 ^{ème}	2 802	1,3	5,5	0,7
Paris 13 ^{ème}	2 193	1,0	4,2	0,5	Paris 10 ^{ème}	2 705	1,2	3,7	0,4
Noisy-Le-Grand	2 092	0,9	15,1	1,7	Paris 11 ^{ème}	2 656	1,2	5,1	0,6
Fontenay-Sous-Bois	2 032	0,9	13,1	1,5	Neuilly-Sur-Seine	2 634	1,2	5,9	0,7
Paris 6 ^{ème}	2 005	0,9	5,6	0,6	Montreuil	2 632	1,2	9,2	1,1
Rueil-Malmaison	1 901	0,8	4,9	0,5	Rueil-Malmaison	2 571	1,2	6,1	0,7
Créteil	1 716	0,8	7,9	0,9	Paris 7 ^{ème}	2 329	1,0	6,7	0,8
Paris 5 ^{ème}	1 648	0,7	7,0	0,8	Noisy-Le-Grand	2 253	1,0	12,1	1,5
Saint-Denis	1 638	0,7	6,1	0,7	Issy-Les-Moulineaux	2 216	1,0	5,6	0,7
Boulogne-Billancourt	1 533	0,7	2,6	0,3	Bois-Colombes	2 087	0,9	44,5	5,4
Charenton-le-Pont	1 501	0,7	18,5	2,1	Paris 19 ^{ème}	1 992	0,9	3,7	0,4
Paris 3 ^{ème}	1 304	0,6	4,3	0,5	Créteil	1 919	0,9	7,3	0,9
Paris 19 ^{ème}	1 262	0,6	2,9	0,3	Clichy	1 691	0,8	6,2	0,7
Paris 14 ^{ème}	1 231	0,5	2,9	0,3	Boulogne-Billancourt	1 616	0,7	2,0	0,2

Données : GARP. Calculs des auteurs.

(1) Nombre d'employés dans le secteur financier dans la commune j : $E_{fi,j}$

(2) (1) / Nombre d'employés dans le secteur financier en Ile-de-France : $E_{fi,i} / E_{fi..}$

(3) (1) / Nombre d'employés dans tous les secteurs dans la commune j : $E_{fi,j} / E_{..j}$

(4) Indice de spécialisation : $(E_{fi,j} / E_{fi..}) / (E_{..j} / E_{...})$

Plusieurs communes de l'est parisien ont également profité du déplacement des activités financières. C'est le cas en particulier de Charenton-le-Pont dont le nombre d'emploi dans le secteur de la finance a presque triplé sur la période pour atteindre près de 4 500 salariés, portant la part de la finance à 37% de l'emploi total de la commune. On peut également citer les communes de Montreuil (+250%), de Fontenay-sous-Bois (+70%), de Maison-Alfort (+550%) ou de Noisy-le-Grand (+8%). Ces communes bénéficient toutes de la proximité du RER A qui les lie aisément au centre de Paris et à La Défense. Ainsi, les activités financières en Ile-de-France s'articulent de plus en plus autour d'un axe est-ouest.

Notons, enfin, le cas de la commune de Saint-Denis dont les effectifs dans les activités financières ont été multipliés par 4,5 entre 1993 et 2005 (contre un facteur de 1,6 toutes activités confondues). Cette croissance s'explique essentiellement par l'implantation d'entreprises d'assurances qui représentent, en 2005, 70% de l'emploi dans le secteur des activités financières (et 12% de l'emploi total de la commune).

Table 6.
Répartition des salariés dans les activités financières par sous-secteurs

	Paris		Ile-de-France		Métropole	
	1993	2005	1993	2005	1993	2005
Banques	76 004	47 638	110 908	103 081	212 750	194 478
Banques mutualistes	2 894	3 500	8 499	11 902	46 993	61 820
Caisses d'épargne	230	1 837	1 798	5 327	28 103	37 479
Crédit-bail	2 037	353	2 942	2 076	4 413	3 855
Distribution de crédit	12 429	7 542	18 843	16 112	32 258	26 027
OPCVM	4 807	6 087	6 580	8 281	10 158	14 291
Autres IF	242	968	638	1 588	1 431	3 108
<i>sous-total :</i>						
<i>Intermédiaires financiers</i>	98 643	67 925	150 208	148 367	336 106	341 058
Assurance-vie	15 249	7 773	29 584	15 372	40 710	26 051
Caisses de retraite	687	838	687	838	808	868
Assurance dommages	18 203	12 840	27 265	39 958	61 786	84 679
Réassurance	1 176	1 517	1 698	2 142	1 708	2 653
Assurance mutualité	7 968	6 792	10 749	10 047	36 174	37 779
<i>sous-total :</i>						
<i>Assurances</i>	43 283	29 760	69 983	68 357	141 186	152 030
Admin. marchés fin.	1 408	830	1 418	1 022	1 570	1 198
Gestion de portefeuilles	3 696	7 469	3 842	10 630	5 063	14 875
Autres auxiliaires	5 888	2 865	6 993	5 859	10 233	9 858
Auxiliaires d'assurance	10 332	9 497	19 900	19 214	57 269	65 000
<i>sous-total :</i>						
<i>Auxiliaires financiers</i>	21 324	20 661	32 153	36 725	74 135	90 931
Total	163 250	118 346	252 344	253 449	551 427	584 019

Sources : Garp. Champ d'observation : salariés des établissements du secteur privé industriel et commercial employant au moins une personne sous contrat de travail. Les données pour 1993 ont été réropolées pour tenir compte du passage à la NAF 2003. Les données 2005 sont provisoires.

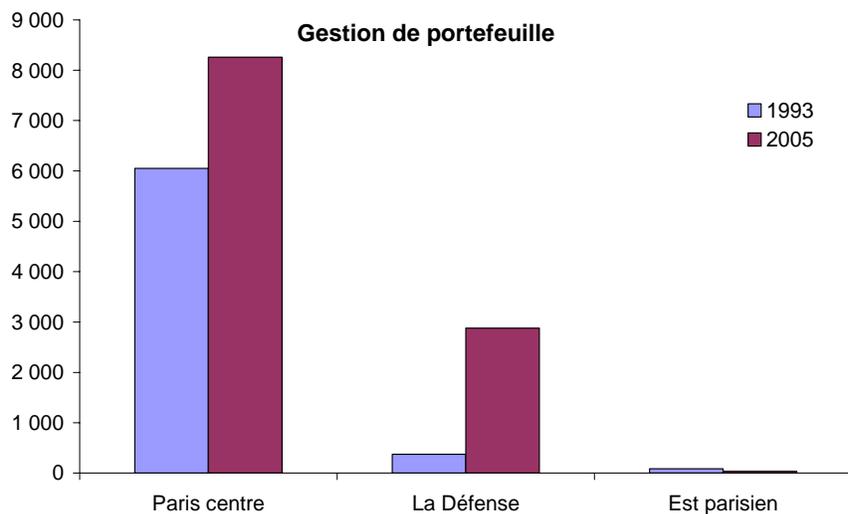
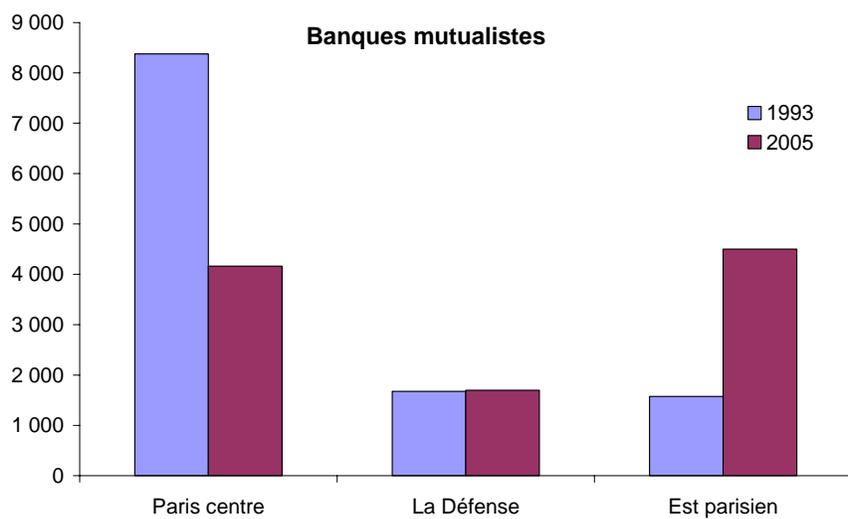
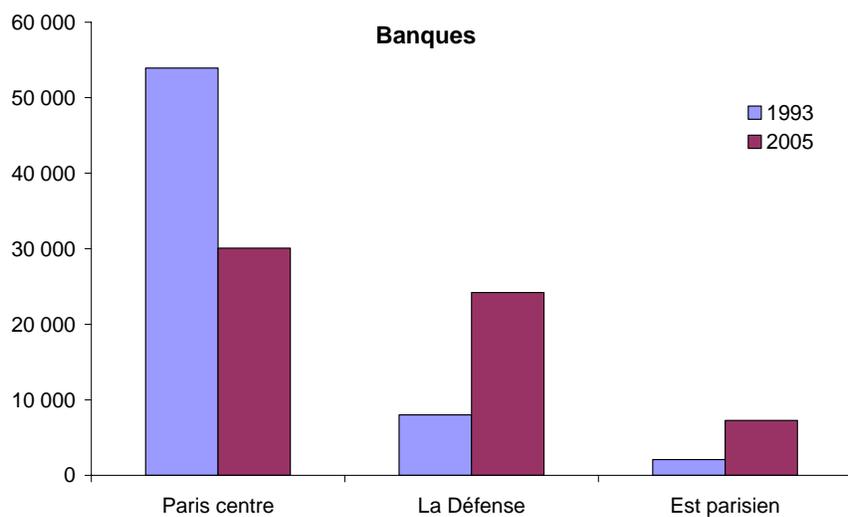
Le déplacement des activités financières depuis le centre de Paris vers les communes de l'ouest et de l'est de la capitale ne concerne pas, évidemment, toutes les activités de manière uniforme. Ainsi, la plupart des établissements conservent leur siège social dans les quartiers historiques (ce qui explique la faible diminution du nombre d'établissements comparée à la forte baisse du nombre de salariés). En outre, ce sont essentiellement les activités informatiques ou les activités de back-office qui ont migré vers l'est. Les données du Garp ne nous permettent pas de distinguer ces différents types d'activités. Elles nous offrent toutefois une décomposition par sous-secteurs (*cf.* tableau 6).

La décomposition par sous-secteurs permet d'identifier certaines activités où l'emploi est très nettement en hausse à Paris : c'est essentiellement le cas des OPCVM et des auxiliaires financiers en gestion de portefeuille. Mais l'essor de ces activités concerne également l'Ile-de-France et la Métropole ; il se révèle même plus rapide en dehors de Paris.

Pour la plupart des activités la part de Paris a fortement diminuée. Prenons comme exemple le secteur de l'assurance-dommage : de taille relativement importante, il s'est fortement développé en Ile-de-France (+47%) et en Métropole (+37%) tandis qu'il a régressé à Paris (-29%) sur la période considérée.

Sur la figure 6, nous distinguons trois types d'établissements : les banques, les banques mutualistes et les OPCVM (auxquels nous rattachons les auxiliaires financiers en gestion de portefeuille). Nous considérons par ailleurs trois zones : Paris centre (II^{ème}, VIII^{ème} et IX^{ème} arrondissements), La Défense (Courbevoie, Levallois-Perret, Nanterre et Puteaux) et l'Est parisien (Charenton-le-Pont, Montreuil, Fontenay-sous-Bois, Maison-Alfort et Noisy-le-Grand). Alors qu'en 1993, le nombre de salariés dans les banques était 6 fois plus élevé dans le centre de Paris qu'à la Défense, ces deux zones font, en 2005, quasiment jeu égal. Les banques mutualistes ont aussi massivement quittées le centre de Paris, mais cette fois au profit non pas de la Défense, mais de l'Est parisien. Pour ce qui est de la gestion de portefeuille le quartier de la bourse à Paris conserve une position dominante, même si la Défense est très dynamique dans ce sous-secteur.

Figure 6. Répartition des salariés par zone et par sous-secteurs



4. Conclusion

Des développements précédents, on peut au moins retenir les éléments suivants :

- L’Ile-de-France et Londres sont les deux plus importantes régions de l’UE pour ce qui est activités financières, avec une spécialisation plus forte pour Londres.
- Deux autres zones, Luxembourg et Bruxelles, sont très spécialisées dans le secteur des activités financières, mais sont d’une importance bien moindre.
- L’Allemagne est dans une situation assez particulière dans la mesure où les activités financières sont relativement dispersées sur le territoire national.
- Les parts respectives de chaque région en Europe, aussi bien en termes d’emploi que de valeur ajoutée, sont relativement stables depuis 1995, à l’exception notable de l’Irlande et du Luxembourg.
- En France, la place financière ne se limite pas à Paris, mais concerne de plus en plus les communes de la petite couronne. Le déplacement des activités financières depuis une quinzaine d’années s’est fait à un rythme soutenu au profit de la Défense et de l’Est parisien. Au sein même de la région Ile-de-France, on voit se dessiner une polarisation des activités : au centre de Paris et à la Défense les activités à fortes valeur ajoutée ; à l’Est le back-office et les fonctions supports.

Références bibliographiques

- Ansideo J., 2001, *Les centres financiers internationaux*, Economica, Paris.
- Arnold T., P. Hersh, J.H. Mulherin et J. Netter, 1999, Merging markets, *Journal of Finance*, 54(3), 1083-1107.
- Aviat A. et N. Coeurdacier, The geography of trade in goods and asset holdings, *Journal of International Economics*, à paraître.
- Bae K.-H., R.M. Stulz et H. Tan, 2005, Do Local Analysts Know More? A cross-country study of the performance of local analysts and foreign analysts, *NBER Working Paper* No. 11697.
- Banque centrale européenne (BCE), 2002, Structural analysis of the EU banking sector, *European Central Bank Technical Report*, Frankfurt am Main, disponible sur www.ecb.int.
- Berger A.N., N.H. Miller, M.A. Petersen, R.G. Rajan et J.C. Stein, 2002, Does function follow organizational form? Evidence from the lending practices of large and small banks, *Working paper*, Harvard University.
- Braudel F., 1979, *Civilisation matérielle, économie et capitalisme*, 3 vol. Armand Colin.
- Brown J.R., Z. Ivković, P.A. Smith et S.J. Weisbenner, 2004, The geography of stock market participation: The influence of communities and local firms, *NBER Working Paper* No. 10235 .
- Combes P.-Ph., Th. Mayer et J.-F. Thisse, 2006, *Economie géographique*, Economica, Paris.
- Coval J.D. et T.J. Moskowitz, 1999, Home bias at home: Local equity preference in domestic portfolios, *Journal of Finance*, 54, 2045-2073.
- Coval J.D. et T.J. Moskowitz, 2001, The geography of investment: Informed trading and asset prices, *Journal of Political Economy*, 4, 811-841.
- DeYoung R., 2005, The performance of Internet-based business models: Evidence from the banking industry, *Journal of Business*, 78, 893-948.

- Duffie D. et R. Rahi, 1995, Financial market innovation and security design: An introduction, *Journal of Economic Theory*, 65, 1-45.
- Economides N., Siow A. (1988), The division of markets is limited by the extent of liquidity (Spatial competition with externalities), *American Economic Review*, 78, 108-120.
- Feldstein M. et C. Horioka, 1980, Domestic saving and international capital flows, *Economic Journal*, 90, 314-329.
- Flandreau M. et C. Rivièrè, 1999, La grande retransformation ? Contrôle de capitaux et intégration financière internationale (1880-1996). *Économie Internationale*, 78, 11-55.
- French K. et J. Poterba, 1991, Investor diversification and international equity markets, *American Economic Review*, 81, 222-226.
- Gehrig Th., 1998, Competing markets, *European Economic Review*, 42, 277-310.
- Grinblatt M. et M. Keloharju, 2001, How distance, language, and culture influence stockholdings and trades, *Journal of Finance*, 56(3), 1053-1073.
- Guiso L., P. Sapienza et L. Zingales, 2004, Cultural biases in economic exchange, *NBER Working Paper* No. 11005.
- Hong H., J.D. Kubik et J.C. Stein, 2003, Thy neighbor's portfolio: Word-of-mouth effects in the holdings and trades of money managers, *NBER Working Paper* No. 9711.
- Kang J.-K. et R. Stulz, 1997, Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan, *Journal of Financial Economics*, 46(1), 3-28.
- Kindelberger Ch., 1974, The formation of financial centres: A study in comparative economic history, *Princeton Studies in International Finance*, 36.
- Krugman P., 1991, *Geography and Trade*, Cambridge Mass, MIT Press.
- MacKenzie D. et Y. Millo, 2003, Constructing a market, performing theory: The historical sociology of a financial derivatives exchange, *American Journal of Sociology*, 109(1), 107-145.
- Malloy Ch. J., 2005, The geography of equity analysis, *Journal of Finance*, 60(2), 719-755.
- Pagano M., A. Roël et J. Zechner, 2002, The geography of equity listing: Why do companies list abroad? *Journal of Finance*, 57(6), 2651-2694.
- Petersen M.A. et R.G. Rajan, 2002, Does distance still matter? The information revolution in small business lending, *Journal of Finance*, 57, 2533-2570.
- Portes R. et H. Rey, 2005, The determinants of cross-border equity flows, *Journal of International Economics*, 65(2), 269-296.