

Comment le capital financier se transforme en capital physique

En Suisse, le secteur financier génère une part considérable du produit intérieur brut (PIB) et fournit des emplois à forte valeur ajoutée. Son utilité pour l'économie nationale dépasse, toutefois, ce seul apport. Dans la mesure où ils transforment le capital financier en investissements, assument des risques et réduisent les asymétries d'information, les intermédiaires financiers remplissent des fonctions importantes pour les autres secteurs.

Comment et surtout jusqu'à quel point le processus d'intermédiation financière (qui ne se réduit pas au seul secteur financier, mais concerne d'autres branches) fonctionne-t-il en Suisse? Voilà des questions qui n'ont pas été suffisamment étudiées. C'est la raison pour laquelle cinq études, mandatées par le Secrétariat d'État à l'économie (Seco), portent sur différents aspects de cette fonction en Suisse. Elles sont présentées dans ce qui suit.

Les implications du secteur financier pour l'économie nationale

BAK Basel a examiné les effets macroéconomiques qu'un secteur financier de grande taille génère au niveau régional. Il est parti de l'hypothèse, largement débattue par les scientifiques, selon laquelle un secteur financier (trop) important a une incidence plutôt négative sur l'ensemble de l'économie. Son étude a montré que, au-delà d'un taux d'emploi d'environ 8%, un secteur financier en expansion ne sert plus la croissance économique. Ce phénomène peut s'expliquer par un exode des cerveaux au détriment des autres secteurs, une augmentation des risques systémiques ou une appréciation de la monnaie nationale induite par des placements financiers.

Ce résultat doit, toutefois, être interprété avec prudence. Au niveau agrégé, les analyses englobant des régions très hétérogènes sont nécessairement incomplètes. Elles ne peuvent tenir suffisamment compte des caractéristiques propres à chaque place financière. À titre d'exemple, celle de Zurich, qui regroupe plus de 10% de l'emploi local, est fortement axée sur la gestion de fortune et l'exportation. Par conséquent, ses effets sur l'économie nationale devraient être surtout indirects, comme l'absorption du capital humain, et moins prendre la forme de services d'intermédiation inefficaces pour notre pays.

La création de valeur par le secteur financier est-elle évaluée correctement?

La première étude réalisée par le *Centre de recherches conjoncturelles du Liechtenstein (KOF Liechtenstein)* va même plus loin. Elle

se demande si la valeur ajoutée directe du secteur financier n'est pas surévaluée dans les comptes nationaux (CN). Cette hypothèse se fonde sur la pratique des banques qui ne facturent pas explicitement les prestations financières liées aux opérations de dépôt et de crédit, mais prélèvent une marge d'intérêt. Dans les CN, celle-ci fait partie des *services d'intermédiation financière indirectement mesurés (Sifim)*. Seule une partie de ce montant sert à rémunérer les prestations fournies, le reste compensant les risques de perte encourus. Par convention, cette compensation n'est pas comptabilisée comme production dans les CN, mais comme redistribution du revenu. De la même façon, les primes de risque des assurances ne sont pas considérées comme valeur ajoutée. Dans son analyse, le KOFL établit une différence entre ces deux composantes des Sifim, lesquels sont corrigés des primes de risque.

Selon les calculs effectués pour les années 2008 à 2010 avec des Sifim corrigés des risques, la valeur ajoutée brute des banques ne s'élève qu'à un peu plus de 60% de sa valeur initiale, ce qui représente une diminution du PIB légèrement supérieure à 1%. En outre, la part de la valeur ajoutée brute des banques dans le PIB a reculé d'environ 2,5 points de pourcentage pour s'établir à près de 4% (en 2010). Elle se rapproche ainsi de la part qu'atteint dans le PIB la rémunération versée aux salariés des établissements de crédit.

Les différents modèles d'intermédiation financière des banques

Afin de comprendre *comment* l'épargne se transforme en moyens de production, il faut analyser le rôle des banques dans ce processus. L'étude menée par le *Centre de recherches conjoncturelles (KOF) de l'EPFZ* montre, toutefois, qu'une analyse de l'ensemble du secteur financier est insuffisante. Les banques actives en Suisse appliquent des modèles d'entreprise très différents, ce qui a également des effets variés sur l'économie réelle.

Ainsi, l'activité des banques régionales, des caisses d'épargne et, dans une moindre mesure, des banques cantonales se concentre presque exclusivement sur le domaine des hypothèques nationales. Cette situation



Christian Busch
Secteur Croissance et politique de la concurrence, Secrétariat d'État à l'économie SECO, Berne



Christian Wipf
Secteur Croissance et politique de la concurrence, Secrétariat d'État à l'économie SECO, Berne

sous-entend que les établissements concernés participent peu au financement d'activités d'entreprises qui ne peuvent pas être garanties par des biens immobiliers. En dépit de cette offre abondante sur le marché hypothécaire, les auteurs de l'étude sont parvenus à la conclusion que les banques n'ont contribué qu'à une certaine période et dans une ampleur limitée à faire évoluer la partie des prix de l'immobilier qui ne peut pas être expliquée par des facteurs fondamentaux de la demande. Les grandes banques, quant à elles, ont des activités plus diversifiées en Suisse: malgré une dominante hypothécaire, elles contribuent plus largement au financement des actifs circulants et des biens d'équipement. Cependant, leur expansion internationale, à partir des années nonante, a nettement ralenti la croissance des activités nationales, si on les compare aux transactions à l'étranger.

L'étude indique qu'en cas de chocs (notamment monétaires) de courte durée, les différents modèles d'entreprise du secteur bancaire n'ont que peu d'influence sur l'investissement de l'économie réelle en biens d'équipement. Cela pourrait s'expliquer par la prépondérance du financement immobilier et le haut degré d'autofinancement des entreprises.

L'épargne excédentaire investie à l'étranger

La seconde étude du *KOF Liechtenstein* fournit une évaluation globale de la transformation de l'épargne en capitaux financier et physique. Elle met en lumière que non seulement la Suisse dans son ensemble épargne plus qu'elle n'investit, mais encore que tous les secteurs institutionnels (entreprises, État et ménages) affichent aujourd'hui une épargne excédentaire. Plus de la moitié de l'épargne brute provient des sociétés non financières qui effectuent environ la moitié de leurs investissements à l'étranger¹. À ce sujet, il reste encore à clarifier le rôle des bénéfices réalisés par des filiales à l'étranger. Ceux-ci sont bien des actifs suisses, mais ils sont réinvestis depuis ici en capital matériel qui profite à la filiale étrangère.

Les excédents d'épargne induisent un volume très important d'avoirs à l'étranger. La stabilité financière et la propagation internationale de crises économiques et monétaires ne sont toutefois pas déterminées par le patrimoine net (grandeur usuelle), mais par la position brute (sans le solde des créances et des engagements). En se fondant sur le calcul d'un compte intégré de patrimoine et d'actifs non financiers, l'étude montre que les positions brutes ont connu une forte expan-

sion au cours des dernières années, imputable dans une large mesure aux sociétés financières.

Sur la base des résultats des études réalisées par le KOF Liechtenstein et le KOF Zurich, on pourrait conclure que la Suisse, en dehors du financement immobilier, ne propose pas suffisamment de possibilités d'investissement pour l'épargne indigène ou que le rendement des investissements effectués en capital physique est insuffisant en Suisse.

Est-il encore possible de réaliser des investissements rentables en Suisse?

Afin d'en vérifier l'hypothèse, l'*Observatoire de la finance* a établi des séries temporelles concernant le rendement des investissements effectués par des PME, des grandes entreprises non cotées en Bourse et des sociétés cotées. Il s'est basé sur les relevés des résultats comptables d'entreprises suisses, effectués par l'Office fédéral de la statistique (OFS). Ces séries révèlent que la rentabilité du capital physique des entreprises non cotées en Bourse avoisine celle des sociétés cotées. La rentabilité du capital physique des grandes entreprises non cotées en Bourse est même supérieure à celle des sociétés cotées. Ainsi, il est apparemment toujours possible de réaliser des investissements rentables en Suisse.

Il est étonnant de constater que, malgré des retours sur investissement similaires, la productivité du capital physique (mesurée comme la quote-part de la valeur ajoutée dans les actifs fixes) varie en fonction des catégories d'entreprises. Contre toute attente, elle semble un peu plus élevée pour les entreprises non cotées en Bourse que pour les autres. Cette situation pourrait principalement s'expliquer par des différences comptables dans l'évaluation des actifs ou par une concentration des entreprises cotées en Bourse dans des branches gourmandes en capital. La bonne rentabilité du capital physique des entreprises non cotées en Bourse et les conclusions que l'on pourrait en tirer doivent donc être relativisées. ■

1 Le volume de l'«épargne forcée» des ménages dans les caisses de pension est également appréciable.