

Le rôle du secteur bancaire suisse dans la transformation de l'épargne en investissements réels

Dans la théorie de l'intermédiation financière, un système bancaire fonctionne correctement s'il favorise la formation de capital matériel au profit de l'économie réelle. Il remplit ce rôle de deux façons, d'une part en regroupant l'épargne pour la prêter à des investisseurs dont les fonds seraient insuffisants, d'autre part en sélectionnant avec un souci d'équilibre les demandes qui méritent d'être encouragées. L'article ci-contre tente de mettre en lumière ces différents processus en Suisse, afin d'établir la façon dont les divers segments du système bancaire stimulent – par exemple par l'injection de capitaux – les autres acteurs du système économique.



Une des fonctions essentielles des banques pour l'économie est de transformer les dépôts liquides à court terme en hypothèques à long terme et en crédits aux entreprises. L'article analyse les rapports entre les investissements intérieurs et les bilans des banques suisses sur une période de vingt ans.

Photo: Keystone

L'octroi de crédit selon les types de banques

Les différents types de banques suisses n'ont pas les mêmes stratégies d'octroi de crédit. Celles-ci se sont, en outre, modifiées en raison notamment des crises bancaires de ces vingt dernières années (voir *graphique 1*).

La crise immobilière des années nonante a conduit les grandes banques à redéfinir de manière importante leur façon de mener des affaires. La dépendance envers les opérations hypothécaires a été réduite et le volume des hypothèques a diminué. Les relations d'affaires avec les banques et la clientèle étran-

gères ont nettement augmenté lors de la bulle Internet, mais aussi durant le «boom» qui a précédé la crise financière: les créances sur la clientèle domiciliée à l'étranger ont plus que doublé entre 2004 et 2007. L'effet de levier inversé («deleveraging») qui a accompagné la crise financière a ensuite réduit le volume global des créances sur les banques et la clientèle, en Suisse comme à l'étranger, d'environ un milliard de francs¹.

Les grandes banques

Depuis le milieu des années nonante, les crédits des grandes banques vont principalement à des emprunteurs étrangers (banques ou clients). Les créances sur la clientèle intérieure² suivent depuis 1997 une évolution très différente de celle des prêts à l'étranger. Elles ont certes connu elles aussi une légère augmentation lors de la bulle Internet, mais entre son éclatement et 2006, le portefeuille de crédits est redescendu à son niveau de la fin des années quatre-vingt. Les grandes banques restent néanmoins la principale source de financement des entreprises (part de marché calculée sur la base des créances

1 Voir BNS, *Bulletin mensuel de statistiques bancaires*.

2 Les créances sur la clientèle comprennent les crédits aux entreprises, aux personnes privées ou aux institutions publiques, qui servent à financer tant les actifs immobiliers que les fonds de roulement. Elles se distinguent des crédits interbancaires. Les investissements en biens d'équipement peuvent cependant être également financés indirectement par des prêts hypothécaires.

3 Les créances des grandes banques sur la clientèle domestique ont bondi entre novembre et décembre 2007 de 61 à 84 milliards de francs. Le recul entre mai et juin 2010 a été tout aussi abrupt: de 102 à 82 milliards de francs. Pour la présentation dans le graphique 1 (ligne bleu clair), les taux de croissance mensuels correspondant à ces périodes ont été remplacés par les taux de croissance moyens des douze mois précédant la rupture structurelle. Cette hausse et cette chute soudaines s'expliquent par les créances d'une grande banque sur une entreprise de services financiers comptant entre un et neuf collaborateurs. Ces prêts ne semblent pas avoir concerné les investissements en biens d'équipement.

4 Corrigées de l'évolution des prix (mesurée par l'Indice des prix à la consommation).



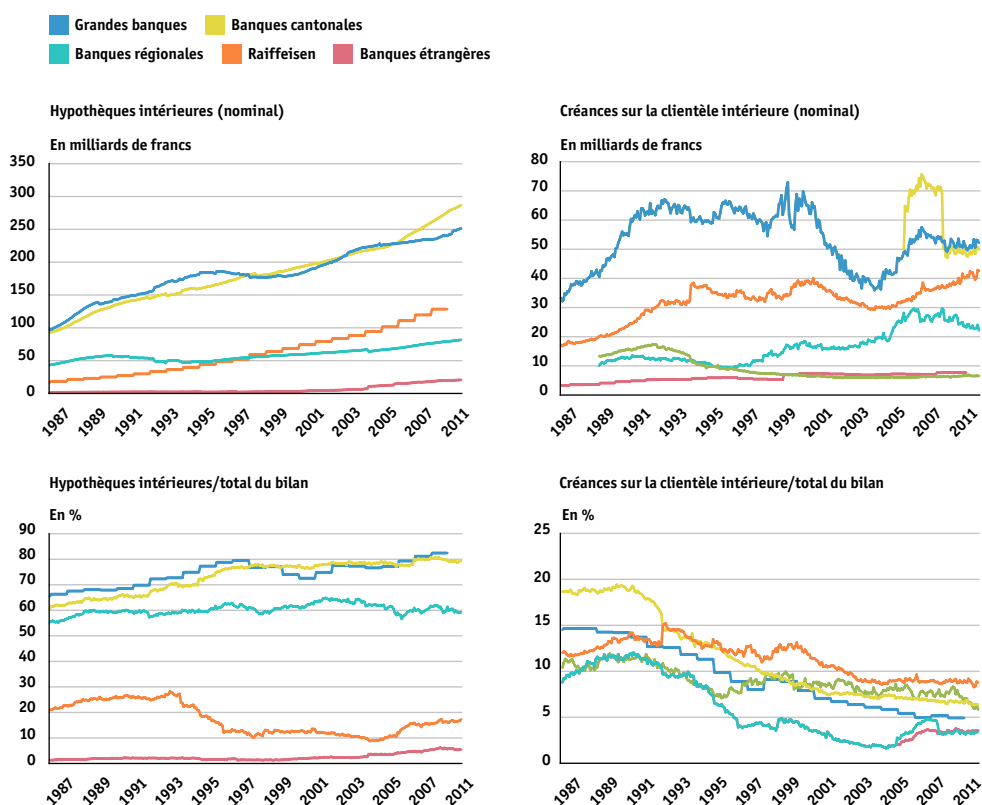
Dirk Drechsel
Service de recherche conjoncturelle (Konjunkturforschungsstelle) du KOF, EPF Zurich



Banu Simmons-Sürer
Service de recherche conjoncturelle (Konjunkturforschungsstelle) du KOF, EPF Zurich

Graphique 1

Octroi de crédit selon les types de banques



Source: BNS / La Vie économique

Encadré 1

Les données

Il a fallu trouver, pour ce travail empirique, des données et des indicateurs adaptés aux capitaux financiers et matériels. En raison de la durée de la période considérée, seules pouvaient être employées des données d'une périodicité de moins d'un an. Comme il n'existe guère de données mensuelles sur la formation de capital matériel, contrairement aux variables des marchés financiers, les chiffres employés sont principalement trimestriels.

Pour les investissements en capital matériel, des séries désagrégées sur les investissements en biens d'équipement ont été mises à disposition par le Secrétariat d'État à l'économie (Seco). Pour les investissements dans la construction de logements, des séries de données reposant sur nos propres calculs ont été employées. Pour l'évolution des prix sur le marché de l'immobilier, on a eu recours à des indices établis par Wüest & Partner.

Concernant le capital financier, on a préféré utiliser les données qui permettent de déterminer les flux de paiement. Les crédits ou postes des bilans des banques suisses – à l'exception des crédits interbancaires – publiés dans les statistiques mensuelles de la Banque nationale suisse (BNS) ont surtout été utilisés; ces données ont l'avantage d'être peu déformées par les modifications de valorisation. Elles livrent de surcroît des informations sur l'octroi de crédit total et sur celui à la clientèle intérieure. Les crédits octroyés à l'étranger sont obtenus par la différence des deux séries.

Les séries des créances totales sur la clientèle surestimaient la valeur des ressources effectivement employées pour les investissements. Si l'on considère les montants nominaux, on ob-

serve que les crédits totaux excèdent très largement les investissements en biens d'équipement (par exemple, pour la période 2004-2007: accroissement des crédits à l'étranger d'environ 350 milliards de francs et des crédits intérieurs de 20 milliards pour des investissements d'environ 50 milliards). On voit donc que seule une infime partie de ces montants est effectivement transformée en investissements, principalement parce que la plupart des entreprises disposent de fonds propres très importants et n'ont donc pas besoin de financement externe pour tous leurs investissements. Si l'on emploie plutôt les séries des crédits domestiques, on perd les informations sur les crédits octroyés à la clientèle étrangère à des fins d'investissements en Suisse. Dans les travaux empiriques, les deux types de données ont été employées.

Les créances sur la clientèle (intérieure comme étrangère) peuvent servir à financer aussi bien les dépenses d'investissements que les dépenses courantes. De plus, les investissements en biens d'équipement peuvent également être financés par des crédits hypothécaires, de sorte que les limites sont floues. En l'état des données disponibles, nous recourons aux créances hypothécaires comme proxy pour le financement externe des investissements dans la construction.

En ce qui concerne les variables macro-économiques, le PIB et le revenu disponible proviennent des données du Seco et de l'Office fédéral de la statistique (OFS). On a utilisé celles de la BNS pour les taux d'intérêt, les cours de change et les indices boursiers. Enfin, l'évolution économique à l'étranger est issue des données d'Eurostat.

sur la clientèle intérieure en 2012: 37%), même si ces dernières ne représentent plus que 3% des actifs du bilan. Les prêts réels – corrigés des valeurs extrêmes³ – sont restés constants durant et après la crise financière. On observe de nouveau, depuis 2008, une nette augmentation des prêts hypothécaires en valeurs réelles⁴, qui représentent désormais 20% du total du bilan.

Les banques cantonales

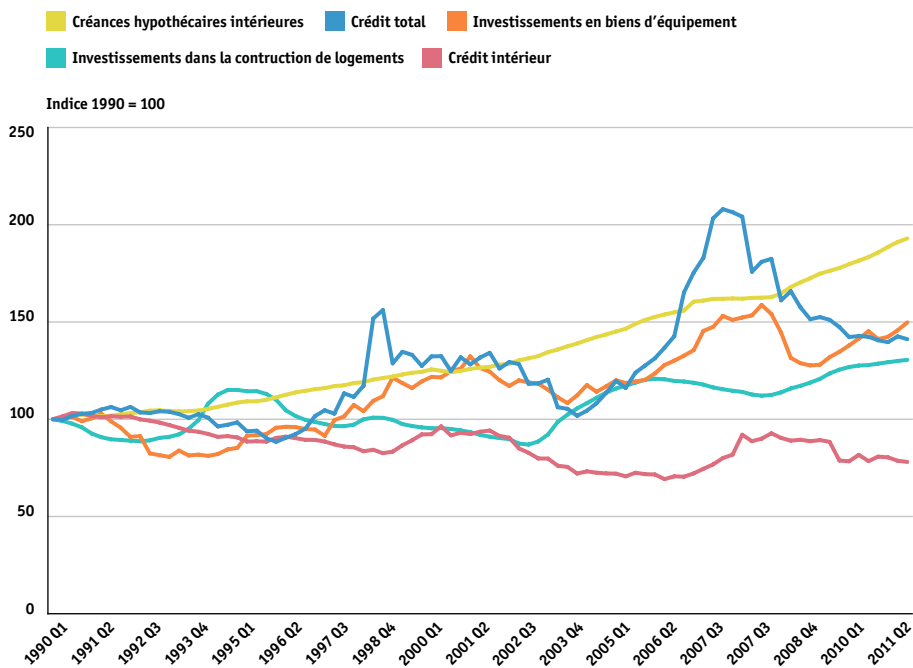
La situation est différente pour les banques cantonales. Les prêts hypothécaires dominent – c'était déjà le cas vers la fin des années quatre-vingt – et représentent quelque 60% de leur bilan total sur les 25 dernières années. Le volume des créances hypothécaires a plus que doublé en valeurs réelles durant cette période et cette croissance s'est encore nettement accélérée depuis 2008. Les créances sur la clientèle représentent 10% du total du bilan. Elles ont diminué entre 2001 (éclatement de la bulle Internet) et 2006, mais sont nettement remontées après la crise financière (part de marché d'environ 30% en 2012).

Les autres types de banques

Les banques régionales ne touchent quasiment qu'au domaine hypothécaire. Celui-ci représentait 60% de leur bilan vers la fin des

Graphique 2

Investissements et crédits bancaires, 1990–2012



Source: BNS / La Vie économique

thécaires est longtemps resté à peu près équivalent entre les grandes banques et les banques cantonales en valeurs nominales. Depuis la crise financière de 2008, il s'est accru tant pour les grandes banques que pour les banques cantonales, quoique dans une proportion bien plus importante pour les secondes. Ces portefeuilles ont connu des taux de croissance supérieurs à la moyenne sur deux périodes, vers la fin des années quatre-vingt et à partir de 2008. La seconde période est marquée par une forte immigration – qui fait suite à l'entrée en vigueur en 2006 de la libre circulation des personnes –, une économie mondiale en berne, un important afflux de fonds en provenance de l'étranger et des taux d'intérêt faibles en raison de la politique monétaire expansionniste.

L'intermédiation financière en Suisse depuis vingt ans

Une des fonctions essentielles des banques pour l'économie est de transformer les dépôts liquides à court terme en hypothèques à long terme et en crédits aux entreprises. Le rapport entre les investissements intérieurs et les bilans des banques suisses est analysé sur une période de vingt ans au moyen de modèles de séries chronologiques de type *vecteurs autorégressifs* (VAR) classiques, sur la base des statistiques bancaires établies par la Banque nationale suisse (BNS). L'encadré 2 présente l'ordre des variables dans le VAR⁵.

Les relations entre le secteur financier et les activités d'investissements en Suisse souffrent a priori d'un certain flou en raison du comportement des variables du bilan. Des formes fonctionnelles flexibles, telles que le VAR, sont donc des outils bien adaptés pour cette analyse. Nos résultats montrent que la transformation du capital financier en capital matériel varie fortement dans le temps et qu'elle est influencée par la situation économique.

Les investissements réagissent aux chocs externes

Une analyse des rapports entre les investissements en biens d'équipement et l'ensemble des créances sur la clientèle (en Suisse comme à l'étranger) montre que les investissements ont, jusqu'à présent, bien réagi aux chocs positifs⁶ du portefeuille total des crédits, l'inverse étant aussi vrai. Les créances sur la clientèle nationale n'ont, par contre, aucun effet. Que les crédits à l'étranger – et non les crédits intérieurs – constituent un indicateur statistique du cycle d'investisse-

années quatre-vingt pour passer à environ 80% au début des années 2000; il se maintient, depuis lors, à peu près à ce niveau. Le nombre d'enseignes bancaires de ce type s'étant fortement réduit, le volume de prêts accordés par les établissements survivants a nettement augmenté (en valeurs corrigées des prix). D'un point de vue macroéconomique, les banques régionales ont perdu de leur importance suite aux diverses reprises et faillites.

Les *Caisse Raiffeisen* présentent une dépendance envers le domaine hypothécaire, qui est similaire à celle des banques régionales. Elles sont actuellement le troisième acteur dans ce domaine avec un volume d'environ 130 milliards de francs. Leur part dans le financement des entreprises est faible.

Les prêts des *banques étrangères* à la clientèle intérieure ont augmenté durant trois périodes: vers le milieu des années nonante, lors de la bulle Internet et durant le «boom» qui a précédé la crise financière. Ces établissements sont actuellement les troisièmes plus importants détenteurs de créances sur la clientèle intérieure, avec environ 23 milliards de francs. Depuis l'éclatement de la bulle Internet, les prêts hypothécaires sont passés de presque zéro à environ 8% du total du bilan.

Les prêts hypothécaires sont avant tout une activité intérieure

Les hypothèques sont principalement un domaine d'activité intérieure pour les banques suisses. Le volume des crédits hypo-

Encadré 2

L'ordre des variables dans le VAR

L'ordre des variables endogènes dans le VAR est le suivant (allant de celles qui n'ont une réaction simultanée qu'à leur propre choc à celles qui en ont une à toutes les variables):

- investissements en biens d'équipement VAR: conjoncture extérieure (moyenne pondérée des PIB des États-Unis, de la zone euro et du Japon), indice boursier, Libor à trois mois, taux d'épargne, investissements en biens d'équipement, crédit global (sans les banques), ressources financières des banques (épargne intérieure et étrangère, crédits interbancaires, etc.);
- investissements dans la construction de logements VAR: investissements dans la construction de logements, indice des prix de l'immobilier pour les logements en propriété (Wüest & Partner), crédits hypothécaires (intérieurs), indicateurs conjoncturels (PIB, revenu disponible, emploi), taux hypothécaires.

Les résultats sont peu sensibles à d'autres ordres.

ment en Suisse a de quoi surprendre. Le financement d'actifs circulants à l'international entre probablement ici largement en ligne de compte. Il se peut aussi que des investissements soient financés par des crédits octroyés par des banques suisses à des sociétés étrangères. On ne peut, cependant, pas exclure que ce phénomène résulte des facteurs qui n'ont pas été pris en considération – par exemple l'évolution globale de l'économie mondiale – et qui échappent aux variables de contrôle utilisées (évolution de la conjoncture extérieure et de la Bourse suisse).

Les cours de la Bourse stimulent les investissements en biens d'équipement

Une des hypothèses émises pour le VAR est que le cycle économique à l'étranger – mesuré à la croissance moyenne et pondérée du PIB de nos principaux partenaires commerciaux – a une influence simultanée sur toutes les variables du modèle. Il s'avère que les investissements en biens d'équipement ont une réaction fortement positive à la croissance de l'indice boursier (SPI); dans le modèle VAR, cela signifie un choc positif du SPI. Les cours des actions reflètent, entre autres, les attentes par rapport aux résultats futurs des entreprises. Ces dernières n'investissent, par ailleurs, que lorsqu'elles anticipent une augmentation suffisamment importante de leurs activités et qu'elles disposent de moyens financiers suffisants. Un choc exogène issu des marchés financiers peut influencer ces anticipations. On observe par ailleurs qu'un choc positif du taux d'épargne entraîne à moyen terme un accroissement des montants investis. La Suisse demeure, toutefois, un épargnant net, de sorte que le capital financier est disponible en quantité suffisante pour les investissements, indépendamment des fluctuations du taux d'épargne. Le fait que, sur un plan statistique, un choc exogène du taux d'épargne stimule malgré tout les investissements ne peut être expliqué dans le cadre de notre recherche.

On constate aussi que le taux d'épargne réagit positivement aux taux d'intérêt et que les dépôts étrangers auprès des banques suisses ont augmenté lorsque le franc s'est apprécié, ce qui s'explique par son statut de valeur refuge.

Les résultats pour l'immobilier

Selon les résultats de notre analyse, les investissements dans la construction de logements ne sont que peu stimulés directement par le volume des crédits hypothécaires. Ils réagissent en revanche positivement à une augmentation des prix de l'immobilier, ce

qui ramène aux crédits hypothécaires (ce point sera développé un peu plus loin). En contrôlant dans le modèle VAR les effets de la conjoncture et de l'immigration, on observe que les hausses des taux hypothécaires ont une influence négative autant sur les crédits hypothécaires que sur les investissements dans la construction de logements.

Les prix de l'immobilier réagissent positivement à une augmentation des opérations hypothécaires, mais l'inverse est également vrai. Ces effets sont plus prononcés lorsque l'on réduit la période considérée de 1988-2012 à 1997-2012 et que l'on exclut ainsi les effets de l'éclatement de la bulle immobilière au début des années nonante. Les résultats indiquent que les crédits hypothécaires expliquent environ 10-15% de la volatilité des prix de l'immobilier, quelles que soient les variables de contrôle utilisées (par exemple PIB, revenu disponible ou emploi). Il semble donc que les banques suisses – en dépit des excédents de liquidités suite à la crise financière et des taux hypothécaires très bas – ne contribuent que de façon secondaire à la bulle immobilière, au regard des autres facteurs de fixation des prix. Les investissements dans la construction de logements réagissent, néanmoins, plus fortement aux prix de l'immobilier sur la période 1997-2012 que sur l'ensemble de la période (1988-2012). Cela pourrait indiquer que l'octroi de crédits hypothécaires a indirectement pesé plus lourdement sur eux durant ces cinq années.

La transformation du capital financier en capital matériel fonctionne-t-elle?

Une analyse invariante dans le temps des rapports entre les créances sur la clientèle intérieure et les activités d'investissements ne révèle aucune relation statistiquement significative. Nous allons néanmoins examiner si des corrélations ont pu apparaître à certains moments, ce qui montrerait que le cycle d'investissement a parfois été directement stimulé par l'action des banques.

Au sens de l'intermédiation financière, les entreprises et les individus doivent pouvoir bénéficier d'un accès au capital externe pour financer leurs investissements. Ce sont les banques qui assurent cette fonction essentielle, à condition qu'elles opèrent une médiation efficace entre capital financier et investissements (accroissement du capital matériel).

Pour tenter d'identifier des périodes où les banques n'auraient pas rempli leur rôle de médiateur – qu'il s'agisse de surchauffe ou de resserrements du crédit –, on peut recourir à un modèle *de vecteur autorégressif bayésien*

Encadré 3

Remarques méthodologiques pour l'analyse de moments spécifiques

Le modèle inclut les variables suivantes:

- l'octroi net de crédit domestique par les banques en valeurs réelles;
- les investissements en biens d'équipement en valeurs réelles (soit les investissements dans la construction de logements);
- les taux réels à long terme des obligations à dix ans de la Confédération.

L'octroi net de crédit et les investissements en biens d'équipement sont appréhendés en relation avec le PIB. La période considérée s'étend de 1987 à 2012. Des ruptures structurelles sont probables sur une telle durée, avec les conséquences que cela entraîne pour l'hypothèse de constance des conditions conjoncturelles et monétaires. Les paramètres qui varient dans le temps reprennent ces changements de structure; les réactions aux conditions conjoncturelles et monétaires sont donc spécifiques à chaque moment.

5 Aucune donnée n'est disponible pour les nouveaux crédits. Les modifications de portefeuilles de crédits ne coïncident pas avec ces derniers et affichent également des valeurs négatives, ce qui rend impossible l'emploi de grandeurs logarithmiques. Les estimations des rapports entre différences et niveaux sont néanmoins représentées au moyen de valeurs décalées. Nous utilisons à cette fin les portefeuilles de crédits.

6 Un choc positif dans un modèle VAR représente une innovation ou une modification d'un écart type de la variable faisant l'objet d'un choc. Pour les intérêts, cela représente donc un relèvement des taux d'un écart type. Ce dernier se réfère à la période d'estimation du modèle.

variant dans le temps (TVC-BVAR, voir encadré 3). La démarche repose sur le principe suivant: les banques assurent une médiation efficace lorsque l'octroi de crédit s'effectue en cohérence avec l'évolution économique et la politique monétaire. Cela peut être mesuré au moyen de réponses impulsives tirées du TVC-BVAR. Quand celles qui concernent l'octroi de crédit au moment d'un choc exogène⁷ s'écartent significativement de zéro, cela signifie que les banques ont accordé plus – ou moins – de crédits sur la période considérée qu'anticipé par rapport à la situation conjoncturelle et monétaire. Il reste ensuite à étudier de façon plus détaillée les raisons qui ont conduit les banques à s'écarter du niveau d'octroi de crédit attendu. Un niveau effectif plus faible que prévu peut indiquer un resserrement du crédit, un niveau plus élevé une création excessive de crédit.

Pas d'indication claire de resserrements de crédit

Nos analyses ne révèlent pour les 25 dernières années aucune indication claire de l'existence de resserrements de crédit entre l'octroi net de crédits intérieurs et les investissements dans les biens d'équipement ou entre l'octroi net d'hypothèques et les investissements dans la construction de logements. Le secteur bancaire suisse a donc assuré dans l'ensemble sa fonction de transformation du capital financier en capital matériel (par rapport aux anticipations). Ce constat s'applique aussi aux grandes banques sur la période 2008/09, pour laquelle notre modèle d'analyse ne révèle aucun effet négatif d'un quelconque rationnement du crédit sur les activités d'investissements. Le rôle qu'a pu jouer alors la BNS par ses injections massives de liquidités ne peut être évalué dans le cadre de cette étude. On ne trouve pas non plus pour les banques cantonales, durant les deux dernières décennies, d'effets sur les investissements qui ne puissent s'expliquer par la politique monétaire ou par la conjoncture.

La médiation n'est pas toujours optimale

Les interrelations entre capital financier, banques et clientèle n'ont pas toujours été optimales. Vers la fin des années quatre-vingt et le début des années nonante, les grandes banques comme les banques cantonales ont parfois délivré plus d'hypothèques que ne le demandait la situation conjoncturelle et monétaire. Ce fut le cas en 1988: la clientèle a continué d'investir dans un marché immobilier déjà en surchauffe, provoquant des excès dans la construction de logements au moment où le «boom» immobilier battait son plein. Ce fut à nouveau le cas en 1993, en rai-

son cette fois sans doute du programme fédéral de soutien à la construction de logements, lancé au début de l'année pour soutenir la conjoncture et le bâtiment durant la crise immobilière. Les investissements dans ce domaine ont alors enregistré un important rebond sur une courte période.

Les enquêtes du KOF et les estimations du Seco effectuées en 2008/09 confirment les résultats du TVC-BVAR pour la période où a eu lieu la crise financière. Dans le cadre de l'enquête menée mensuellement par le KOF auprès de l'industrie, il est demandé aux entreprises si elles sont présentement confrontées à des obstacles. En 2008/09, seules 4-5% des entreprises ont déclaré rencontrer des entraves financières. Par contraste, 55% d'entre elles ont mentionné en 2009 une insuffisance de la demande. L'enquête du Seco auprès des PME ne permet pas non plus de conclure à un resserrement général du crédit en 2009.

Conclusion

Aucun élément probant n'indique dans notre recherche que le secteur bancaire suisse se serait écarté durant les vingt dernières années, dans sa pratique de l'intermédiation financière dans notre pays, de ce que l'on aurait pu attendre en fonction des circonstances et de l'évolution conjoncturelle antérieure. La recherche a produit un résultat suprenant: l'évolution des investissements intérieurs est parallèle sur la période examinée à celle du portefeuille total des crédits, mais ne présente presque aucune similitude avec celle des créances sur la clientèle nationale. On ne peut donc pas parler d'influence des taux d'intérêt sur les investissements en biens d'équipement. Avec un degré d'autofinancement des entreprises suisses généralement élevé et une épargne nationale importante, le recours au financement externe semble être globalement satisfaisant et ne pas dépendre du seul comportement des banques. Les taux d'intérêt ont en revanche une influence sur les investissements dans la construction, qui a pu être occasionnellement modulée légèrement par le comportement des banques.

À titre de remarque conclusive, on doit garder à l'esprit que l'état des données nécessite de travailler sur une période relativement brève, ce qui interdit de tirer des conclusions générales et définitives sur le fonctionnement – ou dysfonctionnement – du système financier suisse. ■

Encadré 4

Bibliographie

- Service de recherche conjoncturelle KOF, *Konjunkturumfrage Industrie. Monatsumfragen*, 11/2008, 02/2009, 05/2009, 08/2009, 11/2009.
- Secrétariat d'État à l'économie Seco/MIS Trend, *Enquête sur le financement des PME en Suisse*, enquêtes de panel de mai 2009, novembre 2009 et avril 2010.
- Banque nationale suisse, *www.bns.ch*, rubriques «Statistiques», «Publications de données statistiques», «Les banques suisses».

7 Un choc exogène est indépendant des autres chocs dans le système. En d'autres termes, un choc de l'octroi de crédit ne corrèle pas avec un choc de la politique monétaire ou un choc conjoncturel. L'ampleur de ces événements se mesure ici aussi en termes d'écart type. Un choc est un écart par rapport au niveau anticipé du fait de l'évolution historique.