

# À partir de quand le secteur financier pèse-t-il trop lourd dans l'économie?

On a longtemps jugé que le secteur financier devait être le plus important possible pour le bien de l'économie. L'encouragement à la déréglementation et les nouveautés technologiques ont, en outre, accéléré la dynamique de la branche. La persistance de la crise de l'endettement et des problèmes financiers de l'Europe a, toutefois, multiplié les critiques à son endroit. Certains se demandent aujourd'hui si elle ne risque pas, selon les cas, de peser trop lourd dans une économie nationale, au point d'en contrarier l'essor. Le présent article s'intéresse à ce débat, particulièrement pertinent pour la Suisse et son imposant secteur financier.



La finance doit d'abord être vue comme un secteur de réseau dont l'importance économique ne se mesure correctement qu'en prenant en considération les avantages supplémentaires générés. Sans ces intrants, d'autres domaines de l'économie ne pourraient pas, ou beaucoup plus difficilement, produire de manière efficiente.

Illustration: Hannes Saxer

Le secteur financier a longtemps été perçu comme un domaine d'activité éminemment utile et productif, capable de compenser en partie la perte de richesse industrielle des économies occidentales et de favoriser leur transition structurelle vers les services. La technologie et les nouvelles réglementations ont, en outre, beaucoup élargi ses possibilités depuis les années quatre-vingt. Il a connu, de ce fait, une croissance extrêmement dynamique par moments.

Les événements de ces dernières années ont, toutefois, terni le prestige dont cette branche jouissait jusque-là. Avec la crise américaine des «subprimes» tout d'abord,

puis les dérèglements subis par la zone euro, les marchés financiers sont tombés sous le feu des critiques de l'opinion publique. Ce changement de perception s'observe aussi dans le monde politique, avec des renversements d'attitude parfois spectaculaires. Aux États-Unis et en Grande-Bretagne, par exemple, les chefs de gouvernement actuels réclament ouvertement des plans de réindustrialisation. De même à Chypre, un redimensionnement du secteur financier a été explicitement exigé lors du sauvetage du pays. Simultanément, la pression s'est accentuée sur le secteur financier, sous l'effet d'un durcissement des règles nationales et internationales.



**Martin Eichler**  
Chef économiste,  
BAKBASEL



**Max Künnemann**  
Collaborateur scientifique,  
BAKBASEL



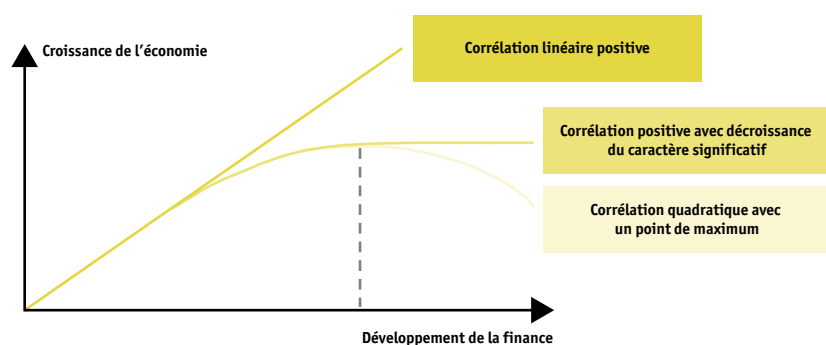
**Alessandro Torti**  
Collaborateur scientifique,  
BAKBASEL

## Comment la finance contribue-t-elle au développement économique?

Ce changement d'orientation politique soulève la question de l'apport du secteur financier au développement général de l'économie. Les réponses sont nettement moins claires qu'on pourrait l'espérer au regard de l'importance du problème. Aujourd'hui, le débat d'experts ne conteste guère le rôle es-

Graphique 1

## Représentation schématique du rapport entre développement de la finance et croissance de l'économie



Source: BAKBASEL / La Vie économique

sentiel du secteur financier dans l'émergence de structures économiques modernes. Certains se demandent pourtant si son développement constant est toujours souhaitable et si, dans les économies très avancées, il n'existe pas une limite supérieure à partir de laquelle toute expansion ultérieure de la finance serait préjudiciable à l'économie nationale.

L'évaluation de chaque branche, considérée comme un constituant individuel de l'économie, se fonde d'abord sur sa contribution à l'emploi et à la valeur ajoutée du pays. Sous cet angle, une indication claire de l'importance du secteur financier découle de son niveau de salaires – qui est supérieur à la moyenne – et (du moins périodiquement) de sa forte contribution à la croissance. Cette seule approche ne rend, toutefois, pas compte de son importance effective.

La finance doit d'abord être vue comme un secteur de réseau. Son importance économique ne se mesure correctement qu'en prenant en considération les avantages supplémentaires que créent les prestations offertes par ce secteur. Sans ces intrants, d'autres domaines de l'économie ne pourraient pas, ou beaucoup plus difficilement, produire de manière efficiente. Les secteurs de réseau offrent donc un certain nombre de prestations préalables importantes. La finance n'est pas seule dans ce cas; l'énergie et les transports en sont d'autres exemples.

### Fonctions de réseau du secteur financier

Le rôle du secteur financier est comparable à celui du cœur dans un organisme vivant: il veille à ce que l'argent circule constamment dans l'ensemble du corps économique. Il permet à l'épargne de se transformer efficacement en investissement. En affinant l'analyse, les sociétés financières sont au service de l'économie à travers divers types de fonctions.

L'une d'elles est la *collecte d'informations utiles sur les possibilités d'investissement et les prises de décision afférentes* (fonction d'acquisition d'informations et d'allocation de ressources). Elle tire sa raison d'être du fait que, pour les épargnants pris isolément, il serait très laborieux, voire impossible, d'entreprendre seuls les recherches nécessaires afin d'identifier correctement des projets d'investissement profitables. La remarque est la même pour le *suivi professionnel de ces projets* (fonction de surveillance).

Une autre fonction importante du secteur financier est le *regroupement de l'épargne et des investissements ainsi que la conciliation d'échéances différentes et de volumes variables* (fonction de regroupement d'épargne et de transformation d'échéances). Ajoutons que ce regroupement réduit le *risque de l'investisseur individuel* (diversification des risques). Enfin, dans de nombreuses formes de placement, les établissements financiers assument aussi directement une part du risque.

### Toujours plus grand, toujours plus beau?

Quand le secteur financier remplit les fonctions ci-dessus, une économie nationale fonctionne mieux. S'il peut les exercer plus efficacement lorsqu'il est de grande dimension, l'économie en tire aussi profit. Depuis quelque temps, toutefois, la littérature met fréquemment en débat les risques d'une croissance excessive du domaine financier. Souvent, d'ailleurs, ces points critiques ressortent plus clairement de l'observation de phénomènes de crise que des explications théoriques qu'on peut en donner. Les principaux d'entre eux seront ci-après passés en revue.

### Risques systémiques et volatilité de la croissance

Une forte volatilité de la croissance économique, qui se manifeste par des cycles conjoncturels très marqués, est économiquement et socialement très coûteuse. *Easterly, Islam et Stiglitz (2000)* observent qu'une forte expansion du secteur financier peut l'aggraver. Certes, la volatilité elle-même diminue jusqu'à un certain niveau du développement financier. Toutefois, lorsque le volume des «crédits privés (octroyés par des banques de crédit et de dépôts)» dépasse un certain seuil critique par rapport au produit intérieur brut (PIB), un développement supplémentaire de l'activité financière accroît la volatilité de la croissance. Les pays dans lesquels les entreprises ont un degré d'endettement non négligeable et les établissements financiers un ratio d'endettement élevé attirent pour ainsi dire les chocs dans la me-

Tableau 1

## Tests de robustesse: variation de périodes et de régions

	Spécifications principales	Période		Régions
	1980-2010, toutes les régions	1990-2010	1980-2005	Sans les grandes places financières (Zurich, Londres, New York, etc.)
<b>Terme quadratique</b>	Maximum (significatif)	Maximum (significatif)	Maximum (significatif)	Maximum (significatif)
<b>Terme linéaire</b>	Positif (significatif)	Positif (significatif)	Positif (significatif)	Positif (significatif)

Source : BAKBASEL / La Vie économique

sure où les banques sont poussées plus sensiblement qu'ailleurs à limiter l'octroi de crédits aux entreprises en cas de ralentissement conjoncturel<sup>1</sup>. Dans un tel scénario, les écarts conjoncturels sont alors plus accusés que dans les économies où le volume global du crédit est de moindre importance. Les auteurs situent le seuil critique à 100% du PIB.

**Problématique du «too big to fail»**

Les bouleversements récents ont mis en évidence un deuxième aspect critique. Dans le prolongement de la crise des «subprimes» et de la crise économique et financière que traverse actuellement la zone euro, les dettes et les responsabilités des grandes banques (d'importance systémique) ont été assumées par la société pour éviter un effondrement du système financier. Cette situation est incompatible avec un régime d'économie de marché, laquelle commande que les entreprises défaillantes soient éliminées du circuit (auto-épuration du marché). Si les établissements financiers d'importance systémique intègrent la possibilité d'un sauvetage extérieur dans leur stratégie, ils peuvent s'autoriser à accroître leurs risques opérationnels hors de toute raison au détriment de la col-

lectivité. Nous avons là un terreau fertile pour des crises. La problématique du «too big to fail» constitue donc un risque systémique étroitement lié à l'aggravation de la volatilité de la croissance.

**Captation des cerveaux**

Le secteur financier dispute au reste de l'économie des ressources limitées. C'est surtout le cas sur le marché du travail pour la main-d'œuvre hautement qualifiée<sup>2</sup>. Les collaborateurs absorbés par la finance font alors défaut dans d'autres domaines, scientifiques ou économiques, surtout parce que la capacité d'innovation de branches entières peut parfois dépendre d'un nombre relativement limité de personnes. *Cecchetti et Kharroubi (2012)* ont étudié les corrélations entre l'évolution du secteur financier et celle de la productivité générale de l'économie. Ils en concluent que le fort pouvoir d'attraction du secteur financier peut effectivement détourner de l'économie réelle de précieuses ressources humaines.

**Mal hollandais**

En théorie économique, le «mal hollandais» définit le parallèle entre le développement de l'exploitation de ressources naturelles dans une économie et la contraction des autres activités industrielles de cette économie. L'essor des exportations de ressources naturelles entraîne une valorisation de la monnaie nationale, ce qui provoque un affaiblissement durable de la compétitivité des autres branches économiques, industrielles surtout.

L'afflux des capitaux étrangers, déclencheurs de la «maladie», peut cependant avoir aussi d'autres origines. Ainsi, la crise monétaire et financière persistante que connaît l'Europe a provoqué un afflux de capitaux étrangers vers les secteurs financiers des petits pays économiquement performants (ayant leur propre monnaie et peu de dettes publiques), considérés comme des refuges sûrs; c'est le cas de la Suisse. Suite à ce mouvement, les devises de ces pays se valorisent brusquement et durablement. Une telle évolution peut donc s'accompagner d'une contraction des affaires d'autres entreprises exportatrices – potentiellement compétitives – et entraîner, si elle se prolonge, une mutation structurelle. Cette dernière risque d'occasionner la perte irrémédiable de connaissances clés et d'affaiblir sur la durée la compétitivité du pays.

**Résultats empiriques**

Face aux trois risques décrits ci-dessus, il paraît judicieux de suivre attentivement le

Encadré 1

**Autres résultats de l'étude**

Dans d'autres spécifications, les corrélations avec la croissance de la valeur ajoutée brute, avec la volatilité de croissance de la valeur ajoutée brute et avec les dépôts de brevets ont été testées au moyen de différents indicateurs du développement financier. Elles ont servi, ensuite de données indirectes ou proxy pour l'innovation. Les équations ont également été estimées pour certaines branches en particulier, selon la disponibilité des données.

La qualité des résultats économétriques semble fortement dépendre fortement de la disponibilité des données régionales pour les différentes spécifications. Globalement, ils ne permettent pas de tirer des conclusions définitives quant à une forme ou une autre de la corrélation entre croissance et développement financier. Ils soulignent toutefois l'intérêt de s'interroger sur la corrélation linéaire positive (courbe supérieure du graphique 1).

**Indicateurs de développement financier**

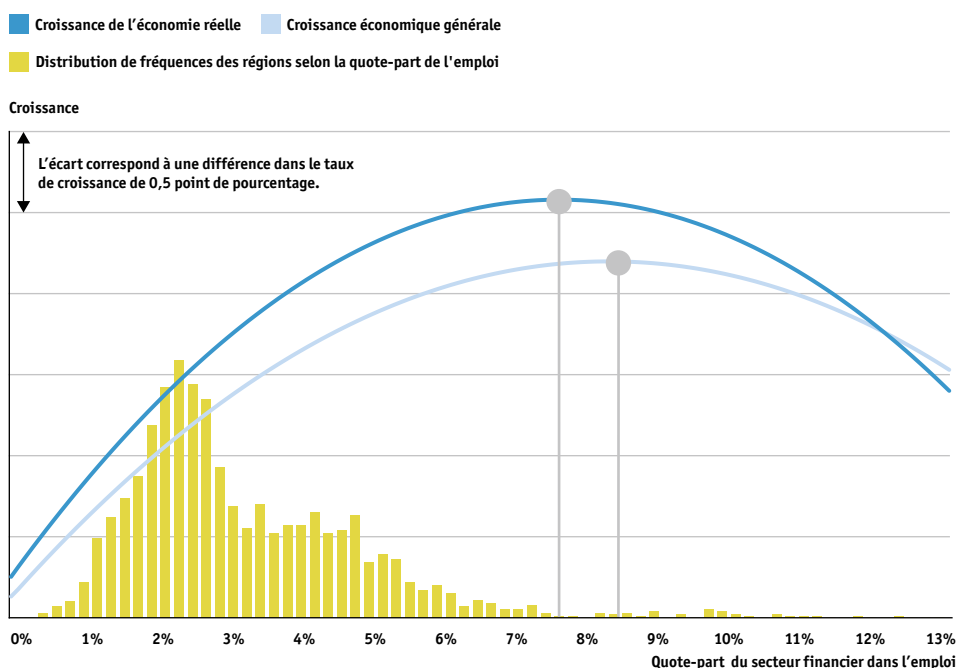
- Nombre d'employés dans le secteur de la finance par rapport à l'emploi global.
- Crédits privés (auprès d'établissements de crédit) par rapport au produit intérieur brut (PIB).
- Volume des primes d'assurance par rapport au PIB (hors primes d'assurance-vie).
- Chiffre d'affaires du négoce d'actions par rapport à la capitalisation boursière réelle moyenne.
- Fortune nette étrangère par rapport au PIB.

**Variables dépendantes**

- Croissance de la création de valeur brute.
- Volatilité de croissance de la valeur ajoutée brute.
- Dépôt de brevets (innovation).

Graphique 2

## Rapport entre la part du secteur financier dans l'emploi et la croissance au niveau régional



Remarque: toutes les variables ont été agrégées en valeurs quinquennales pour gommer les variations conjoncturelles; pour l'illustration, toutes les autres variables sont exprimées en valeurs moyennes. Économie réelle: économie nationale moins le secteur financier.

Source: BAKBASEL / La Vie économique

secteur financier, tout au moins sur le plan réglementaire. Quant à savoir s'il y a une taille à partir de laquelle une croissance supplémentaire de ce secteur est préjudiciable à l'économie ou si, dans un environnement libéral, les effets positifs dominent toujours les effets négatifs, la question reste ouverte et résiste à l'analyse des effets uniques. Sur ce point, seules des recherches empiriques peuvent livrer des informations.

Les études modernes consacrées à la croissance économique et à l'évolution financière peuvent être classées sommairement en deux courants: celles qui ont été réalisées dans les années nonante et celles qui datent des années 2000 (voir la présentation schématique du graphique 1). Les études menées dans les années nonante voient majoritairement une corrélation linéaire positive entre l'évolution de la finance et la croissance économique (courbe du haut). Elles affichent un point de vue tout à fait optimiste: plus le secteur financier est important, plus l'économie en profite. Les études de King et Levine (1993) et de Beck, Levine et Loayza (2000) sont emblématiques à cet égard.

Les recherches ci-dessus ont été critiquées sur certains points. Les méthodes économétriques utilisées étaient souvent relativement simples et ne reposaient que rarement sur des jeux de données incluant des variations dans le temps (jeux de données panélisées).

Les auteurs ne tenaient surtout pas compte, dans le choix des spécifications, de la possibilité d'une corrélation non linéaire entre l'évolution de la finance et la croissance économique.

Le tournant du siècle a amené un nouveau courant de recherches, qui tient compte des principales critiques formulées à l'encontre des précédentes et permet en particulier d'identifier des liens non linéaires dans les modèles. Ces nouvelles études ont démontré que la force de la corrélation pouvait effectivement diminuer (courbe du milieu) ou même présenter un point culminant au-delà duquel l'extension des activités financières entravait la croissance économique globale (courbe du bas). Des exemples nous sont fournis par Easterly, Islam et Stiglitz (2000), Arcand, Berkes et Panizza (2011) et Cecchetti et Kharroubi (2012). Ces deux courants de recherche n'ont toutefois pratiquement pas tenu compte du caractère régional des données et se sont souvent penchés sur l'ensemble des pays industrialisés et en développement.

La présente étude de BAK Basel poursuit le débat en cours<sup>3</sup>. Elle repose sur les données de 19 États de l'OCDE<sup>4</sup>, plus précisément des 281 régions qui les composent, et couvre une période allant de 1980 à 2010.

BAK Basel espère que l'utilisation d'un jeu de données régionales apportera un cer-

1 Voir Easterly, Islam et Stiglitz (2000).

2 Voir Cecchetti et Kharroubi (2012): «[...] people who might have become scientists, who in another age dreamt of curing cancer or flying to Mars, today dream of becoming hedge fund managers».

3 Voir BAK Basel, *Der Finanzsektor und die Volkswirtschaft: Stütze oder Last?*, 2013. L'étude se fonde sur l'International Benchmarking-Database (IBD) de BAK Basel et sur la base de données «Financial Development and Structure 1960-2010» de la Banque mondiale.

4 Échantillon: Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, États-Unis, Finlande, France, Grande-Bretagne, Grèce, Irlande, Italie, Japon, Luxembourg, Norvège, Pays-Bas, Portugal, Suède, Suisse.



tain nombre d'avantages. L'établissement des liens de corrélation entre développement financier et croissance à l'échelle régionale devrait ainsi être meilleur qu'à l'échelle nationale, puisque les données régionales permettent de mieux identifier les espaces économiques liés que des données nationales. De plus, la variance des variables utilisées est souvent nettement plus marquée à l'échelle interrégionale que sur le plan international, ce qui accroît le potentiel d'identification des corrélations. Le nombre d'observations est également plus élevé, ce qui facilite l'analyse. L'inconvénient, c'est qu'on ne dispose pas, au niveau régional, de tout l'éventail des indicateurs, en particulier en ce qui concerne le marché financier. La focalisation de l'analyse sur les pays de l'OCDE doit également améliorer les chances d'identifier les rapports recherchés: ceux qui ne sont pas linéaires tendent à se situer tout à droite du *graphique 2*, où on trouve d'abord les pays de l'OCDE.

### Importance de l'emploi dans le secteur financier et croissance économique

Le *graphique 2* met en évidence la corrélation entre la croissance économique régionale et la quote-part du secteur financier dans l'emploi total de l'économie; cet indicateur du développement financier a été établi au moyen d'une estimation de panel sur l'ensemble de la période et avec toutes les régions.

La relation montre que le niveau maximum de croissance de l'économie globale est atteint lorsque le taux d'emploi du secteur financier est d'environ 8,5%. Ce maximum se situe même à quelque 7,6% pour l'économie réelle (définie comme la partie non financière de l'économie). Ainsi, jusqu'à ces niveaux d'emploi, la croissance est toujours corrélée positivement (avec des taux en baisse) au développement financier; au-delà de ces maxima, la tendance s'inverse et la corrélation devient négative.

La distribution géographique montre que les régions considérées se situent en très grande majorité dans la zone où il est possible de tirer parti du développement financier. Quelques-unes d'entre elles, extrêmement spécialisées, pourraient toutefois souffrir du développement de leur propre secteur financier.

L'estimation de la croissance de l'économie réelle revêt une fonction complémentaire pour l'estimation de la croissance de l'économie globale. Comme le secteur financier en constitue dans de nombreuses régions une part importante, il est possible que l'évolution de l'emploi et la croissance de ce sec-

teur aient un impact sur celle de l'économie globale. On peut expliquer cela en prenant pour exemple une région ayant un important secteur financier et déployant essentiellement ses activités à l'étranger: bien qu'aucune des «fonctions de la finance en tant que secteur de réseau», citées plus haut, ne soit remplie en faveur de l'économie régionale, le secteur financier lui-même est générateur de croissance grâce à l'exportation de ses services. Les résultats pourraient donc aussi mettre en évidence une corrélation au sein même de ce secteur. Le fait de présenter également l'effet sur la croissance de l'économie réelle permet de s'assurer que la distorsion induite par les régions très spécialisées n'influence pas de manière déterminante le résultat présenté: l'observation isolée de l'économie réelle n'induit pratiquement aucun changement sur le tracé de la courbe et le lieu de la croissance maximum.

Des tests de robustesse menés à titre complémentaire indiquent qu'on peut aussi identifier un pic de croissance maximum après avoir éliminé de l'échantillon les plus fortes places financières (Zurich, Londres, New York, etc.) et certaines périodes (notamment les années de crise 2006 à 2010). Pour l'essentiel, les conclusions ne sont pas modifiées par la variation des spécifications. Les principaux tests de robustesse sont résumés dans le *tableau 1*.

On constate que le présent résultat confirme la vision récente plutôt critique du lien de corrélation entre le secteur financier et la croissance de l'économie globale. La spécification quadratique choisie met en évidence des corrélations non linéaires et identifie une taille de croissance optimale du secteur financier (maximum).

Elle fixe aussi des limitations fonctionnelles et obtient un point extrême de manière un peu forcée. Compte tenu du fait, justement, que le maximum constaté est tout proche du taux d'emploi le plus élevé observé pour le secteur financier, les résultats seraient également compatibles avec une influence sur la croissance positive, mais s'abaissant fortement (et tendant vers zéro) avec l'augmentation de la taille du secteur financier. Dans le *graphique 1*, cette utilité marginale décroissante de la courbe du milieu correspond à un recul effectif selon la courbe du bas. Ces résultats excluent, toutefois, une corrélation positive strictement linéaire.

### La Suisse et son secteur financier

L'interaction harmonieuse du secteur financier et de l'économie revêt une importance fondamentale pour la Suisse. Compa-

Encadré 2

#### Bibliographie

- Arcand J.-L., Berkes E. et Panizza U., *Too Much Finance*, International Monetary Fund Working Paper, 2011.
- Cecchetti S. et Kharroubi E., *Reassessing the Impact of Finance on Growth*, Bank for International Settlements Working Papers, n° 381, 2012.
- Demirgüç-Kunt A. et Levine R., *Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth*, World Bank Policy Research Working Paper Series, n° 11, 2008.
- Easterly W., Islam R. et Stiglitz J.E., «Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility», *Annual World Bank Conference on Development Economics*, vol. 191, 2001, p. 211.
- King R. G. et Levine R., «Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right», *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 1993, pp. 717–737.
- Levine R., Loayza N. et Beck T., «Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes», *Journal of Monetary Economics*, 46(1), 2000, pp. 31–77.
- Levine R., «Finance and Growth: Theory and Evidence», *Handbook of Economic Growth*, vol. 1, part A, 2005, pp. 865–934.
- Rajan R., «Has Finance Made the World Riskier?», *European Financial Management*, 12(4), 2006, pp. 499–533.

Les résultats empiriques montrent que le niveau maximum de croissance de l'économie est atteint lorsque le taux d'emploi du secteur financier est d'environ 7,6–8,5%. Jusque là, la croissance est toujours corrélée positivement au développement financier; au-delà, la tendance s'inverse et la corrélation devient négative.



Illustration: Hannes Saxer

rée à d'autres pays et régions d'Europe structurellement proches, la Suisse – et plus particulièrement Zurich – est un centre financier hautement développé et spécialisé. Elle peut donc en récolter les fruits, mais en situation de crise, elle est aussi très exposée aux risques potentiels du secteur.

Ces dernières années nous ont clairement montré que les activités des marchés financiers peuvent comporter des risques macro-économiques. Ainsi, la force du franc, qui continue d'être un obstacle pour l'industrie suisse exportatrice, résulte au moins partiellement de ce que notre monnaie est devenue une valeur refuge mondiale; elle apparaît donc, à ce titre, comme un paramètre du «mal hollandais».

Compte tenu des résultats de diverses études, dont celle-ci, le haut degré de spécialisation de la région zurichoise appelle un examen sérieux des implications du secteur financier sur la croissance régionale. Avec 10,5% des emplois (2010), ce dernier a atteint une dimension telle que la croissance économique globale pourrait s'en trouver davantage freinée que soutenue. Par exemple, un «exode des cerveaux» préjudiciable aux autres branches d'exportation n'est pas à exclure. Chaque situation peut toutefois présenter des caractéristiques qui lui sont propres et les effets constatés «en moyenne» ne s'appliquent pas obligatoirement aux cas particuliers. La place financière suisse, justement, présente un certain nombre de spécificités, notamment une forte orientation sur la gestion de fortune et un rôle relativement faible de la banque d'investissement.

Les résultats indiquent toutefois qu'il importe de garder l'œil sur l'évolution de ce secteur et d'en peser à l'avenir encore plus attentivement les chances et les risques. Pour un pays à forte composante financière, tel que la Suisse, il est primordial de suivre de très près, à long terme, les activités de ses nombreux acteurs financiers et d'adapter la réglementation à l'évolution de l'environnement. C'est la seule manière de s'assurer que le secteur financier reste bien au service de l'économie. ■