

# LE POIDS DU SECTEUR FINANCIER : SA MESURE ET SON IMPACT SUR LA CROISSANCE

## QUELQUES LEÇONS DE LA CRISE

GILLES DE MARGERIE \*

**L**a crise financière a conduit à de multiples interrogations, le plus souvent critiques, sur le poids du secteur financier dans l'économie et à autant de débats : pèse-t-il trop lourd ? l'impact des marchés est-il trop important ? la « finance » est-elle hypertrophiée ? Ou encore : la crise financière a-t-elle causé la crise économique ? la crise économique a-t-elle effacé, et bien au-delà, un éventuel surcroît de croissance dont certains pays auraient bénéficié du fait de l'envolée du crédit à l'habitat ou à la consommation ?

De quels éléments chiffrés dispose-t-on pour répondre à ces questions ? Cet article porte principalement sur la connaissance chiffrée du secteur financier pris comme un secteur parmi d'autres, si ce n'est un secteur comme les autres, dans les statistiques publiques au premier chef desquelles la comptabilité nationale<sup>1</sup>. Il montre que l'approche qui vise à en cerner la contribution à la valeur ajoutée ne rend que très partiellement compte de son activité, telle qu'elle est retracée en particulier dans les comptes des entreprises du secteur. Il élargit ensuite la perspective à ce qui rend le secteur financier totalement atypique par l'ampleur et la nature de son impact sur l'économie, en particulier dans la période récente, rappelle quelques-uns des principaux mécanismes de transmission de la crise et propose des pistes de travail pour mieux les connaître.

55

---

\* Directeur de la banque privée, du capital-investissement et de l'immobilier, Crédit agricole SA.

*LE POIDS DU SECTEUR FINANCIER DANS L'ÉCONOMIE**Des chiffres clés*

En 2006, le secteur financier représentait, avec 588 Md€, 7,5 % de la valeur ajoutée de l'Union européenne. Il employait 6 millions de personnes, soit 4,3 % du nombre de personnes employées<sup>2</sup>.

La part du secteur financier dans la valeur ajoutée avait atteint un point haut de 6,8 % en 1996, avant de redescendre à 6,3 % en 2001 et de remonter jusqu'à 7,6 % en 2005 et 7,5 % en 2006.

Le poids du secteur financier est très variable d'un pays à l'autre. Il représente plus de 10 % de la valeur ajoutée au Luxembourg (avec 34,5 %), en Irlande, au Royaume-Uni, au Portugal et à Chypre, et moins de 5 % dans un certain nombre de pays issus de l'ancien bloc de l'Est (Roumanie, Lituanie, République tchèque, Estonie) et en Finlande. Le Royaume-Uni est de loin le pays le plus important en Europe dans ce secteur. Il représente à lui seul près d'un quart de la valeur ajoutée du secteur en Europe, tandis que l'Allemagne en représente un sixième.

**Tableau 1**  
**Le poids du secteur financier dans la valeur ajoutée**  
**et l'emploi intérieur\* en France depuis les années 1950**

	1950	1960	1970	1980	1990	2000	2008
Valeur ajoutée aux prix courants (en Md€)	0,3	1,3	4,6	17,8	50,1	66,4	80
En %	2,6	3,3	4,2	4,5	5,4	5,1	4,6
Emploi	196 000	264 000	424 700	660 200	737 300	703 400	781 300
En %	1	1,3	2	3	3,2	2,9	3,1

\* En nombre d'équivalents temps plein.

Source : compte nationaux, Insee.

Passant de 2,6 % à 4,6 %, la part du secteur financier dans la valeur ajoutée augmente de trois quarts (et baisse depuis 1990), mais sa part de l'emploi triple en progressant de 1 % à 3 % environ (avec une stagnation depuis 1990). En 1950, le secteur pesait presque trois fois plus dans la valeur ajoutée que sa part dans l'emploi ; en 2008, seulement moitié plus. Évolution cohérente avec le développement de la bancarisation universelle et le quasi-quadruplement de l'emploi pendant la période, en particulier dans les agences bancaires, avec une phase de croissance particulièrement rapide dans les années 1960 et 1970. Mais une évolution qui ne reflète aucunement la croissance

des résultats des banques depuis les années 1990 : nous allons voir pourquoi.

Certaines études se sont intéressées à l'impact du secteur financier sur la croissance sous l'angle de sa contribution à la croissance du PIB. Ayant crû plus rapidement que les autres secteurs, tant en termes d'emploi qu'en termes de valeur ajoutée, il ne fait pas de doute que sous cet angle particulier, et en longue période, le secteur financier a contribué positivement en France, comme dans la plupart des grands pays occidentaux, à la croissance. Ce prisme particulier de lecture ne doit naturellement pas occulter les effets structurels de « la finance » sur l'économie : on y reviendra plus loin.

### *Les singularités de la mesure du poids du secteur financier*

La manière dont la comptabilité nationale élabore les données relatives au secteur financier est singulière par rapport à ce qui se passe dans d'autres secteurs. Elle s'en distingue en effet de trois manières : les données sont issues, pour l'essentiel, de sources « officielles », au sens où elles sont produites non dans le cadre de déclarations spécifiques vouées à alimenter le système statistique national, mais comme sous-produits de déclarations faites à des autorités de tutelle ; les divisions en sous-secteurs d'activités sont calées sur des distinctions réglementaires et se limitent à ces dernières ; enfin, un poste très important fait l'objet d'une mesure conventionnelle : les services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM).

57

### *Les sources des comptes du secteur financier en comptabilité nationale*

La très large majorité des activités financières qui sont retracées dans le secteur financier de la comptabilité nationale font l'objet d'une réglementation étroite qui ne permet l'exercice de l'activité qu'après la délivrance d'un agrément spécifique : c'est le cas pour les banques, les assurances, les mutuelles et les institutions de prévoyance. Dans tous ces cas, les sociétés qui ont fait l'objet de l'agrément doivent soumettre leurs comptes à une autorité particulière, qui aura la responsabilité de fournir les données agrégées à l'Insee pour l'élaboration des comptes nationaux. C'est ainsi que l'essentiel de l'alimentation des comptes nationaux, pour ce qui concerne le secteur financier, est fait par la Banque de France (établissements de crédit...), par l'ACAM (sociétés d'assurances et fonds de pension) et demain par la nouvelle Autorité de contrôle prudentiel (ACP) mise en place le 9 mars 2010. Seule une faible part du secteur est suivie par les voies habituelles des enquêtes alimentant la statistique publique. Au total, ceci conduit à une identification très fiable du périmètre suivi.

Mais cette caractéristique favorable à la fiabilité a une contrepartie :

au sein du secteur financier, les distinctions reposent principalement sur la division de ces activités en différents compartiments réglementaires. La nomenclature des sous-secteurs du secteur financier (S12) distingue ainsi : la banque centrale et l'IEDOM (Institut d'émission des départements d'outre-mer) (S121), les établissements de crédit et assimilés (S122AE), les OPCVM monétaires (S122F), les institutions financières diverses et assimilées (S123A), les autres OPCVM (S123B), les auxiliaires financiers (S124) et les sociétés d'assurances et fonds de pension (S125).

Lorsqu'on descend à un niveau plus fin d'analyse, les distinctions vont reposer sur le statut (par exemple selon qu'une banque a le statut de mutuelle ou pas) et non sur la nature de l'activité (crédit à la consommation ou banque de marché, par exemple), sauf dans le cas des assurances qui distinguent assurance-vie, assurance-dommages, réassurance - ce qui est assez proche de la manière dont les activités elles-mêmes sont généralement perçues et analysées.

#### *Les analyses en termes de métiers*

Les distinctions usuelles entre grands « métiers » bancaires (banque de proximité - particuliers, professionnels -, banque commerciale, banque de financement et d'investissement, crédit à la consommation, crédit-bail, affacturage, gestion privée...) ne peuvent donc être retrouvées au sein de la comptabilité nationale.

Ceci ne signifie nullement qu'il est impossible de trouver des données concernant ces activités, mais elles relèvent d'un autre cadre que celui de la comptabilité nationale et d'un autre mode de production. La Banque de France, le CECEI (Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement), la Commission bancaire, l'ACAM (Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles)<sup>3</sup>, la FBF (Fédération bancaire française), la FFSA (Fédération française des sociétés d'assurances) et de nombreuses associations professionnelles publient ainsi de très nombreuses données qui permettent de suivre, à un niveau d'analyse assez fin, la production et les encours de divers types de crédits, le nombre de polices d'assurances, les montants collectés en assurance-vie, la collecte et les encours des OPCVM, et ainsi de suite, sans que ces données soient directement liées à celles des comptes nationaux.

#### *Les données publiées par les acteurs eux-mêmes*

Enfin, au niveau des groupes financiers eux-mêmes, les comptes publiés répartissent l'activité entre des métiers dont la définition est parfois très voisine de celle utilisée pour la comptabilité nationale (assurance-dommages, par exemple), mais peut également être propre

au groupe concerné. Quelques exemples : chaque groupe bancaire peut avoir sa propre pratique pour le classement en banque de proximité, en banque commerciale ou en banque de financement et d'investissement de telle ou telle PME ou entreprise moyenne-grande ; de même, dans l'activité de gestion d'épargne qu'est le métier de « banque privée », les seuils (de revenus ou d'actifs gérés) au-dessus desquels un client sera réputé sortir de la banque de proximité pour entrer dans ce domaine varient d'une banque à l'autre et peuvent varier d'une période à l'autre au sein du même groupe.

Les règles comptables et les commissaires aux comptes encadrent de manière de plus en plus rigoureuse les principes conduisant à attribuer à tel ou tel métier une activité donnée, imposant de définir de manière toujours plus précise les critères retenus et pouvant conduire à demander de les rendre publics. La pression des analystes financiers, qui souhaitent pouvoir comparer à un niveau fin les activités des grands groupes, va dans le même sens et pousse à une standardisation et à une explicitation croissante. Mais cette évolution se fait dans le cadre des comptes publiés par les groupes, qui diffèrent profondément de ceux utilisés dans le cadre de la comptabilité nationale : ils utilisent les normes IAS (International Accounting Standards) et portent sur l'ensemble du périmètre du groupe, sans nécessairement distinguer dans tous les cas l'activité pays par pays, alors que les comptes nationaux utilisent une nomenclature comptable qui leur est propre, dont les données sont souvent issues de jeux de comptes en normes locales et ne portent que sur un territoire délimité.

59

#### *Valeur ajoutée ou produit net bancaire ?*

Les comptes nationaux reposent fondamentalement sur la mesure de la « création de richesse » qu'est la valeur ajoutée, sur l'analyse de sa formation et de sa répartition. Les comptes des entreprises, dans les normes IAS, voient de plus en plus le compte de résultat comme la différence entre les valeurs des actifs et des passifs de celles-ci entre deux dates : au final, rien d'autre n'existerait, à part la mesure des variations de « juste valeur » d'une période à l'autre. Les conséquences de ces écarts d'approche sont majeures pour le secteur financier et en particulier pour les banques.

Le comptable national va définir la valeur ajoutée d'une banque à partir d'une mesure de la production qui diffère de celle des autres secteurs, puisqu'il n'est pas possible, dans le domaine bancaire, de reconnaître à proprement parler un chiffre d'affaires. Les éléments retenus vont donc être, d'une part, les services explicitement facturés aux clients ou à d'autres intermédiaires financiers (des commissions, par exemple) et, d'autre part, un solde conventionnel : les SIFIM. De quoi

s'agit-il ? D'une mesure conventionnelle de la marge faite par la banque sur les crédits qu'elle octroie et les dépôts qu'elle reçoit. Cette mesure est définie en reconstituant des marges théoriques à partir des encours de dépôts et de crédits et en rapportant les intérêts effectivement versés ou reçus à un taux conventionnel de refinancement : le taux moyen des opérations interbancaires<sup>4</sup>. Sur un dépôt à vue non rémunéré, la banque sera réputée recevoir ce taux moyen correspondant au placement à court terme et « sans risques » de ces liquidités sur le marché interbancaire ; sur un crédit produisant un intérêt d'un taux contractuel donné, la banque sera réputée recevoir l'écart entre ce taux contractuel et le taux moyen de refinancement bancaire.

En particulier, les règles de la comptabilité nationale ne retiennent, en tant qu'élément de la production de services et donc de la valeur ajoutée, ni les revenus engendrés par le placement des fonds propres des banques qui, comme pour les autres secteurs économiques, sont enregistrés dans les « comptes de revenus », ni surtout les « gains et pertes de détention » : en langage IAS, les « variations de valeur » des éléments d'actif et de passif.

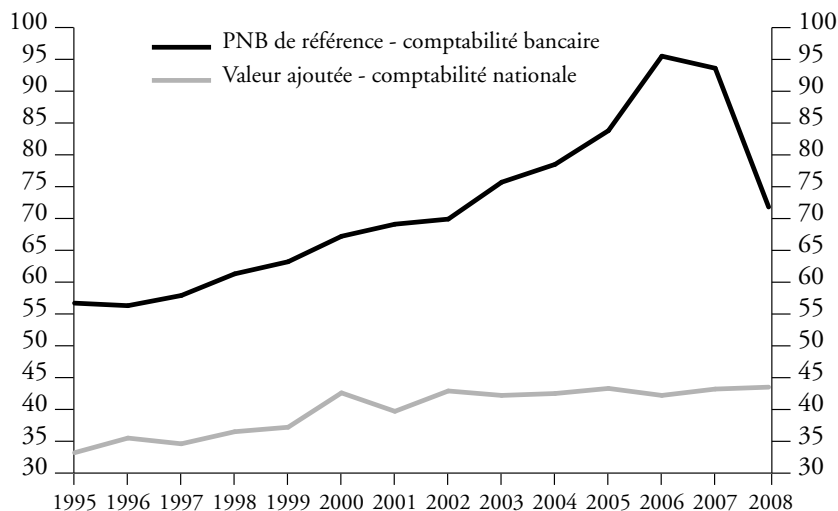
Cette approche a sa propre logique qui est de mesurer le PIB à partir d'une définition cohérente de la valeur ajoutée à travers l'ensemble de l'économie. Elle diffère profondément de celle retenue dans les comptes des banques elles-mêmes et cela est logique, les objets étant radicalement différents. Les banques commencent en effet leur compte de résultat par le PNB (produit net bancaire)<sup>5</sup>. Ce solde intermédiaire de gestion fait la différence entre les intérêts reçus, les commissions reçues et les autres produits d'exploitation bancaire, et les intérêts payés, les commissions versées et les autres charges d'exploitation bancaire.

Les activités de marché se sont extraordinairement développées au cours des vingt dernières années. Leur impact sur les comptes des banques est désormais considérable. Certaines engendrent des flux de commissions : c'est le cas, par exemple, des activités de pur courtage. Ici, comptables nationaux et comptables d'entreprise vont avoir une approche similaire. Mais d'autres activités engendrent des variations de valeur qui ne seront pas prises en compte par le comptable national dans la valeur ajoutée, alors qu'elles le seront dans les comptes de la banque. C'est le cas notamment de toutes les activités dites de compte propre et de celles pour compte de tiers ne donnant pas lieu à facturation explicite de commissions.

Le rapport du Cnis (Conseil national de l'information statistique) sur les statistiques sur les groupes financiers a, pour la première fois, mis en évidence l'importance de cette évolution, en rapprochant la somme du PNB des établissements de crédit (et de la Caisse des dépôts - CDC) de

la valeur ajoutée des banques telle qu'elle apparaît dans les comptes nationaux.

**Graphique 1**  
**Produit net bancaire des établissements de crédit**  
**et de la Caisse des dépôts,**  
**et valeur ajoutée des banques, 1995-2008**  
(en Md€)



Sources : rapport 2009, Cnis ; comptabilité nationale, Insee.

De 1995 à 2007, la valeur ajoutée (commissions et SIFIM) des banques a progressé sans heurts majeurs d'une dizaine de milliards d'euros ; pendant la même période, le PNB<sup>6</sup> a progressé de 25 Md€ environ. Surtout, son évolution a été beaucoup plus irrégulière : il a atteint 94 Md€ en 2006, mais est retombé à 75 Md€ en 2008.

En 2007, l'écart entre valeur ajoutée des banques et PNB a ainsi atteint une cinquantaine de milliards d'euros. Le principal poste d'écart est celui des « dividendes reçus et produits assimilés », qui contribue au PNB et non à la valeur ajoutée, et traduit l'apport des différentes filiales en France et à l'étranger à la formation du résultat (22 Md€ sur les 50 Md€ d'écart en 2007).

Le second poste regroupe des soldes intermédiaires de gestion directement liés aux activités de marché : gains nets et plus-values nettes sur opérations sur titres (6,8 Md€), produits nets sur instruments financiers à terme (hors-bilan) (5,8 Md€) et dotations aux provisions (nettes des reprises) pour dépréciation des titres de placement et des titres de l'activité de portefeuille (-1,9 Md€). Au milieu des années 1990, ces trois soldes représentaient, à eux trois, nettement moins

d'un dixième du PNB des banques ; de 1997 à 2005, ils en représentaient entre le sixième et le quart ; en 2006 et en 2007, aux environs du tiers ; et à nouveau moins du dixième en 2008. Ces chiffres donnent une idée de l'explosion de la place des activités de marché jusqu'à l'apogée de 2006 et 2007 et de la cassure qu'a représentée la crise<sup>7</sup>.

La forte croissance des résultats nets des grands groupes bancaires au cours des années 2000 jusqu'en 2006 est ainsi parfaitement compatible avec la faible progression de la valeur ajoutée au cours de la période : le PNB a fortement bénéficié de la croissance des dividendes, reflétant en particulier la croissance internationale, et des résultats des opérations de marché ; les charges ont moins progressé et le coût du risque a été exceptionnellement faible.

Pendant une période de croissance forte des crédits, la progression faible des SIFIM, autrement dit des marges d'intérêt bancaires, traduit une situation qui avait été clairement identifiée bien avant que la crise financière n'éclate : une forte croissance du crédit pendant de nombreuses années, au point d'avoir souvent été qualifiée de « bulle de crédit » ; une croissance moindre des dépôts non rémunérés ; en conséquence, un recours croissant des banques aux ressources de marché pour équilibrer emplois et ressources (les grands groupes bancaires français sont tous devenus structurellement emprunteurs pendant la décennie 2000). Et, ainsi, avec une ressource qu'il fallait rémunérer et une concurrence forte sur les taux, particulièrement dans le crédit habitat et les crédits aux grands groupes, des niveaux de marges d'intérêt en réduction constante jusqu'à la crise, aboutissant dans certains cas à des crédits consentis à un prix inférieur au coût de la ressource<sup>8</sup>.

Derrière l'écart croissant entre les chiffres du PNB et de la valeur ajoutée des banques se lisent donc plusieurs des évolutions majeures de la décennie qui conduisent à la crise : malgré une forte croissance du volume des crédits bancaires, une progression modérée des produits d'intérêt et des commissions, qui conduit à une quasi-stabilité de la valeur ajoutée des banques entre 2000 et 2008 ; mais un PNB qui croît vigoureusement jusqu'en 2006, grâce aux dividendes reçus et produits assimilés et aux résultats sur opérations sur titres et sur instruments financiers à terme : internationalisation et développement des activités de marché de capitaux. La crise se lit très nettement en 2007 et en 2008, avec un PNB qui baisse significativement la première année, et brutalement la seconde - avec en particulier un fort impact des dépréciations des titres de placement et des titres de l'activité de portefeuille -, mais avec une valeur ajoutée qui ne bouge pas.

Que la valeur ajoutée bancaire traverse la crise sans dommages ne doit pas surprendre : elle retrace, pour l'essentiel, ce qu'il y a de plus stable pendant la décennie écoulée, les produits d'intérêt sur les encours de



crédits et de dépôts, les commissions reçues dans la gestion courante des banques, et elle permet de verser leurs salaires au demi-million d'employés du secteur qui continue d'être, année après année, l'un des premiers du pays par le nombre d'emplois et d'embauches. Elle ne prend pas en compte, en 2007 et en 2008, le choc des pertes de marché qui impacte le PNB et les résultats des groupes bancaires, pas plus que celui des provisions pour risques de contrepartie, qui pèsent déjà sur les résultats de 2008 et plus fortement encore sur les résultats de 2009.

### *DU POIDS DU SECTEUR FINANCIER À SON IMPACT*

L'impact réel du secteur financier sur l'économie est de toute évidence sans commune mesure avec son poids dans la valeur ajoutée (rappelons-le : 7,5 % pour l'Union européenne dans son ensemble et moins de 6 % en France). Encore faut-il creuser un peu cette évidence et tenter de voir quelles mesures peuvent être utilisées pour évaluer quantitativement cet impact. Plus spécifiquement, la période récente a conduit à rechercher comment la crise financière s'est « transmise » à l'économie dans son ensemble. Autrement dit, comment se fait-il que ce secteur financier, qui contribue de manière si stable à la formation du PIB et à un niveau, somme toute, assez modeste, ait eu ou paru avoir un tel impact sur l'économie réelle ?

63

#### *La mécanique de la crise*

Sur le début de l'histoire, à peu de chose près, les différents récits concordent : les États-Unis des années 1990 et du début des années 2000 vivent au-dessus de leurs moyens ; le crédit à la consommation leur permet de maintenir leur mode de vie et le crédit au logement permet à des ménages de plus en plus nombreux et de moins en moins solvables d'acheter des biens immobiliers de plus en plus chers, grâce à des crédits de plus en plus risqués (les *subprimes* en particulier), avec l'espoir que la hausse des prix continuera de les protéger, eux et leurs créanciers ; les techniques financières de titrisation permettent de repousser sans cesse la frontière de l'accès à ces crédits, en « tranchant » et en « disséminant » les risques et en évitant aux banques d'en porter entièrement les risques ; au niveau macroéconomique, le secteur de la construction prospère et la consommation américaine constitue l'un des moteurs de la croissance mondiale ; et au niveau macrofinancier, l'insuffisante épargne américaine est compensée par l'énorme épargne asiatique et en particulier chinoise.

Mais vient un moment où la croissance de l'emploi et des revenus aux États-Unis ne permet plus de solvabiliser tous les emprunteurs ; les prix de l'immobilier cessent de monter et commencent à baisser ;

la demande de logement s'effrite, puis tombe brutalement. Entre la fin de l'année 2006 et le début de l'année 2007, certains observateurs commencent à voir dans les crédits hypothécaires américains une zone majeure de risques et les titres construits sur ces sous-jacents se mettent à inquiéter. La crise des *subprimes* est là. Le monde financier en découvre l'ampleur avec stupéfaction quand le marché interbancaire s'arrête au début du mois d'août 2007. Du jour au lendemain, les marchés financiers passent d'une situation de liquidité extrêmement abondante et bon marché à une situation de très grande tension sur la liquidité, avec des volumes très réduits, que seules soutiennent les injections abondantes des banques centrales, et des coûts élevés.

Il faut encore un peu plus d'un an pour que le public dans son ensemble prenne conscience de la gravité de la crise financière avec la faillite, mi-septembre 2008, de Lehman Brothers. Vent de panique, réactions extraordinairement rapides des États qui innovent dans toutes les directions possibles pour sauver un système bancaire qui paraît au bord de l'implosion. Un an plus tard, le thème des inquiétudes s'est déplacé et il est généralement admis que l'on est passé de la « crise financière » à la « crise économique » : récession dans la plupart des pays occidentaux, montée brutale du chômage. Pour les banques, doublement ou triplement du coût du risque de crédit : ce ne sont plus les valeurs de produits de marché qui engendrent des pertes, mais l'économie réelle à travers les difficultés des emprunteurs.

Soit. Mais comment est-on passé précisément d'une crise à l'autre ? Et dans ce passage, quel est l'impact du secteur financier ?

Dans les années 1990 et au début des années 2000, la croissance des États-Unis paraît avoir été « tirée » par les crédits : leur croissance est nettement plus rapide que celle de la production. Le taux d'endettement des ménages s'envole, le rapport dette totale/PIB s'accroît continûment. L'immobilier joue un rôle particulier dans les deux facteurs : forte contribution à la croissance du PIB, rôle majeur dans l'accroissement de l'endettement des ménages (dont le taux d'épargne a été voisin de zéro pendant plusieurs années). Quand ce moteur grippe - notamment parce que les prix et les montants investis ont augmenté si vite qu'ils ne sont plus compatibles avec les ressources disponibles des ménages -, tout s'arrête. Et la dissémination devient contagion. Plus de crédit pour les acheteurs peu solvables, les autres possédant déjà leur logement, et c'est le secteur de l'immobilier qui s'arrête. Des doutes sur le sort des crédits *subprimes*, et c'est l'ensemble des activités de crédit structuré qui se gèle. Des inquiétudes sur la solvabilité des ménages, et c'est le moteur du crédit à la consommation qui ralentit à son tour. Le consommateur américain cesse de soutenir la croissance mondiale.

À des échelles variables et avec des modalités différentes d'un pays à l'autre, ce sont des mécanismes du même type qui ont joué dans les pays dont la bulle immobilière avait le plus grossi (Royaume-Uni, Irlande, Espagne).

Cependant, il y a une grande différence entre l'Europe et les États-Unis : parce que la part de la dette de marché est prédominante aux États-Unis, la crise des *subprimes* s'y est répandue à très grande vitesse, mais aussi très loin. Une bonne part de son impact a ainsi été supportée par des investisseurs européens qui avaient lourdement investi dans les produits titrisés de toutes sortes dont les sous-jacents ultimes étaient des crédits hypothécaires américains - UBS étant le cas le plus spectaculaire, mais pas isolé : que l'on pense ainsi à l'exposition importante des Landesbank allemandes. Double peine, donc, pour les banques européennes qui ont dû à la fois subir des pertes sur des produits de marché à sous-jacents immobiliers américains et des pertes liées à la dégradation de la situation économique se traduisant par des provisions sur des crédits à leurs clients qu'elles avaient gardées à leurs bilans.

### *Les mécanismes financiers*

La première vague de transmission de la crise de l'immobilier américain a ainsi pris la forme d'une crise sur des produits de marché : les *subprimes*. Les banques interviennent normalement dans ces produits pour les structurer et les commercialiser à des investisseurs finals ; il leur arrive cependant d'y être exposées pendant la période de structuration des produits, ou de décider d'y allouer des ressources propres en y investissant directement : ce fut la politique d'UBS. Dans les comptes de résultat des banques, l'activité de structuration et de vente va faire apparaître des commissions ainsi que des marges d'intérêt, lorsque les CDO (*collateralized debt obligations*) et d'autres produits structurés qu'elles peuvent porter à leur bilan versent les intérêts dus. Ces commissions et ces marges d'intérêt contribueront au PNB comme à la valeur ajoutée. Mais les produits structurés vont aussi faire apparaître - surtout pendant la crise - des variations de valeur, en l'occurrence de brutales dépréciations, qui impacteront le PNB sans toucher la valeur ajoutée.

Les pertes correspondantes impactent à leur tour les fonds propres des banques, diminuant leur capacité à prendre des risques. Dans le même temps, la crise conduit les régulateurs, dans un mouvement général, à renforcer les exigences de fonds propres qu'ils leur appliquent. Faute d'avoir su, quand il était encore temps, faire adopter par leurs ouailles des mesures de provisionnement contracycliques, avec de rares exceptions comme la banque d'Espagne qui a judicieusement poussé

les banques espagnoles à le faire pendant des années, les banques adoptent, une fois la crise déclenchée, une attitude qui, pour paraître logique, n'en est pas moins puissamment procyclique, c'est-à-dire, pour être clair, qui freine l'octroi de crédits nouveaux en temps de crise.

Vue d'une banque européenne standard, voici l'allure de la problématique en 2008 et en 2009 : structurellement emprunteuse, elle trouve en face d'elle un marché de la liquidité étroit et coûteux et peu de prêteurs disposés à lui faire crédit à long terme ; le coût de sa ressource s'accroît donc ; la volatilité des marchés ayant beaucoup crû, les fonds propres « consommés » par ses activités de marché s'accroissent eux aussi, puisqu'ils dépendent de la volatilité, ce qui pèse sur ses ratios de solvabilité et lui impose de réduire ses expositions de marché et/ou ses activités de crédit ; elle voit ses résultats pâtir des pertes de valeurs des produits de marché, en particulier des structurés de crédit, et ses fonds propres baisser de ce fait, au moment même où les régulateurs lui demandent de renforcer ses ratios de solvabilité ; elle s'y emploie, avec l'aide active mais coûteuse des Pouvoirs publics.

Sitôt qu'elle y est parvenue, elle constate que la dégradation de la situation économique se traduit par une aggravation des risques de crédit, et donc une croissance moindre de ses fonds propres ou même des pertes, alors que l'application mécanique de Bâle II la conduit - indépendamment même de tout rehaussement du niveau cible des ratios attendus par les régulateurs - à devoir augmenter son niveau de fonds propres pour tenir compte du niveau accru de ses risques.

Seule « bonne » nouvelle pour compenser un peu les précédentes : les taux d'intérêt très faibles sur le court terme que rendent possible les politiques des banques centrales conduisent à des marges importantes de transformation et les marges d'intérêt, dans un contexte de risques accrus, se tiennent bien. Mais ceci n'a que peu duré : dès la fin de l'année 2009, les marges fléchissent, notamment du fait de celles sur les dépôts.

À cela s'ajoute, aux moments les plus durs de la crise, l'effet paradoxal de la norme IFRS (International Financial Reporting Standards) qui reconnaît un résultat dans les livres d'un émetteur de dette lorsque la valeur de celle-ci baisse dans le marché. La logique en est réelle : après tout, si l'émetteur rachète sa dette dans le marché à sa valeur décotée, il aura bien diminué définitivement ses passifs et donc créé un résultat. Mais certains trimestres, la taille de l'impact a été très élevée : pour des grands groupes bancaires, elle a pu atteindre plusieurs centaines de millions d'euros ou de dollars, ce qui est cohérent avec la situation de cette industrie si particulière, très endettée, et dont le bilan pèse plusieurs dizaines de fois le chiffre d'affaires mesuré par le PNB. Le paradoxe est encore plus frappant quand le marché, reprenant

confiance dans les banques, fût-ce simplement parce qu'il fait confiance aux plans de sauvetage publics, va en réévaluer les dettes, ce qui se traduira par des résultats négatifs dans leurs comptes de résultat.

### *Les impacts sur l'économie*

Au final, comment tout ceci se traduira-t-il dans l'économie réelle, d'une part, et dans les comptes des banques, d'autre part ?

#### *Crédits, valeur ajoutée et résultats des banques*

Si la valeur ajoutée du secteur financier est une composante relativement modeste du PIB, sa taille apparaît considérable lorsqu'on la mesure par la sommation des bilans bancaires (dont la signification économique est toutefois limitée), par le montant des crédits, qui a plus de signification, sans parler des montants astronomiques atteints par la sommation des valeurs notionnelles des produits dérivés<sup>9</sup>.

**Tableau 2**  
**Ordres de grandeur sur les rapports crédits à l'économie/PIB, en France**

	1995	2000	2005	2008
PIB (en Md€)	1 195	1 441	1 726	1 950
Crédits à l'économie (en Md€)	999	1 168	1 528	2 013
Crédits/PIB (en %)	84	81	89	103

Sources : Banque de France ; Insee.

Après avoir, pendant des années, comme le montre le tableau 2, crû à un rythme beaucoup plus élevé que celui de l'économie, la production de crédits nouveaux en France baisse fortement depuis l'été 2008 et pendant les trois premiers trimestres de 2009 ; l'impact de cette baisse de production sur les encours est beaucoup plus lent, compte tenu du délai de déboursement des crédits accordés, particulièrement dans le secteur du financement du logement. Au total, en 2009, les encours de crédits à l'économie française auront ainsi connu une légère croissance (malgré la chute de la production de crédits nouveaux), et ce, malgré une récession marquée de l'économie. Une fois encore, le crédit aura crû plus que l'économie<sup>10</sup>.

Dans les comptes des banques, les activités de marché, pour celles qui prennent des positions importantes pour compte propre, auront été très profitables en 2009, mais les provisions pour risques de crédit auront fortement augmenté. Au total, tout ceci a conduit à une forte progression des résultats publiés par les banques par rapport à l'année 2008 :

sur un échantillon de 22 des plus grandes banques européennes et américaines, les résultats passent d'une perte de 50 Md€ en 2008 à des bénéfices de 48 Md€ en 2009<sup>11</sup>. Derrière cette moyenne, se trouvent cependant des évolutions très contrastées, principalement commandées par la nature et l'ampleur de l'exposition des différents acteurs aux opérations de marché et aux risques de crédit.

Au niveau de la valeur ajoutée, la lecture est très différente : pas d'impact ni des variations de valeur constatées dans les activités de marché, ni des provisions, mais le bénéfice de marges d'intérêt robustes. Il y a donc de très bonnes chances pour que la valeur ajoutée du secteur résiste bien, ou soit même en progression dans les comptes nationaux de l'année si la réduction des marges sur les dépôts n'efface pas entièrement leur progression sur les crédits.

Quel rôle le secteur financier aura-t-il donc joué, au final, dans les mécanismes de transmission de la crise ?

### *Les rôles des banques et des marchés financiers dans la transmission de la crise*

Des mécanismes macroéconomiques et macrofinanciers puissants ont créé les conditions de la crise, au premier rang desquels la montée des déséquilibres entre la consommation et l'épargne, au niveau des États et au niveau international. Sans « bulle de crédit », ces déséquilibres n'auraient pu ni atteindre cette ampleur, ni durer si longtemps ; le recours à des mécanismes de finance de marché (comme ceux de la titrisation et de la dissémination hors secteur bancaire d'actifs risqués, ou du financement sur les marchés des besoins croissants de liquidités des banques) a lui-même rendu possible le gonflement de la bulle. Lorsque la crise est intervenue, elle a ainsi mis en jeu de nombreuses interactions entre déséquilibres macro, bilans bancaires et marchés financiers.

#### *Modalités de la transmission de la crise*

Un premier vecteur de transmission de la crise est de l'ordre de l'interconnexion des marchés : la dégradation des marchés de crédits structurés, dont les sous-jacents étaient des crédits hypothécaires *subprimes*, a bloqué l'ensemble de cette classe d'actifs et a menacé les banques dont le financement dépendait fondamentalement de la titrisation (comme Northern Rock). La vague de défiance qui en a résulté a mis fin à l'ère de la liquidité quasiment illimitée et quasiment gratuite pour les banques. Impact international rapide, tant les produits avaient été disséminés, mais pas mondial : des régions entières (les pays émergents d'Asie, en règle générale, ou l'Amérique latine) se sont tenues à l'écart de ces produits et paraissent ne pas avoir été affectées.

S'agissant de ces produits, rappelons que les banques interviennent d'abord comme intermédiaires et comme emprunteurs (pour leurs équilibres emplois/ressources), mais aussi, pour certaines d'entre elles, comme investisseurs, volontaires ou non, dans les produits titrisés eux-mêmes. Les premiers dégâts ont ainsi été la conséquence de la crise de liquidité (Bear Stearns), ou de la conjonction de cette crise et de celle des actifs immobiliers (Lehman Brothers).

Le second type de mécanismes de transmission a été lié aux rapports entre marchés et économie réelle. Une approche classique (Banque de France, 2010 ; BRI, 2009) consiste à y distinguer l'impact des effets de richesse et ceux de la disponibilité des crédits. Lorsque la valeur des maisons et des portefeuilles boursiers (détenus directement ou à travers des fonds de pension) s'est effondrée aux États-Unis, la consommation en a été affectée et son ralentissement a eu des répercussions en chaîne sur les industries de l'aval vers l'amont. Des mécanismes du même type ont joué en Europe, même si leur brutalité y a été moins grande pour de multiples raisons (moindre endettement, dettes majoritairement à taux fixe en Europe continentale, stabilisateurs de consommation à travers les mécanismes de protection sociale...).

Reste alors la question la plus débattue : la crise économique a-t-elle été transmise et/ou aggravée en Europe par une politique restrictive des banques en matière d'octroi de crédits ?

Les éléments du débat sont bien connus : en Europe, le ralentissement de la production de crédits nouveaux a été très sensible de l'été 2008 au second semestre 2009 ; les encours ont légèrement fléchi ; les conditions d'octroi de crédits par les banques ont été resserrées en 2008, mais ce resserrement s'est graduellement atténué en 2009 ; la demande de crédit elle-même a été perçue par les banques comme fléchissant fortement, en règle générale, en provenance des particuliers, convaincus que les prix de l'immobilier allaient baisser et peu portés à y investir avant que la baisse ne se produise, comme en provenance des entreprises, pessimistes sur leurs perspectives de croissance et ne voyant pas de raisons d'emprunter pour accroître leurs capacités de production ; les besoins les plus forts ont pu être exprimés par des entreprises petites et moyennes, en particulier pour faire face à des besoins de trésorerie aggravés par une période longue d'activité très réduite ne leur permettant pas de couvrir leurs charges fixes. Au total, les encours de crédit, on l'a vu, ont connu une légère baisse en Europe, mais une légère progression en France, tandis que l'économie connaissait en Europe une récession marquée et en France une récession d'une ampleur inférieure à la moyenne<sup>12</sup>.

Ceci fait un contraste marqué avec l'ampleur de la dégradation des résultats des banques et avec la masse des fonds propres additionnels

qu'elles ont dû trouver auprès des États et des marchés pour faire face à leurs obligations prudentielles et continuer d'agir. Ce qui a permis cette relative résistance est la conjonction de plusieurs mouvements, et en particulier des suivants :

- la volatilité des marchés a baissé et a permis, après la phase de croissance rapide de l'année 2008, de réduire la consommation de fonds propres des banques liée aux activités de marché ; de plus, un certain nombre d'intervenants ont décidé délibérément de réduire l'ampleur des risques pris en la matière ;

- ce mouvement a permis de libérer des fonds propres pour l'activité de crédit ; même si celle-ci a vu son coût en fonds propres s'aggraver du fait de la dégradation des notations des contreparties, les volumes d'encours ont été remarquablement robustes et la production s'est ressaisie dès la seconde moitié de l'année 2009 ;

- les politiques des Pouvoirs publics ont encouragé, par des moyens divers et particulièrement activement en France, la poursuite de l'activité de crédit. Les mesures mises en place pour permettre aux banques de continuer d'accéder à la liquidité et pour renforcer leurs fonds propres lorsque le marché ne pouvait y pourvoir ont été accompagnées de contreparties réelles dans la politique d'octroi de crédits, en particulier en direction des PME ;

- pendant un temps, les marchés obligataires ont permis aux grandes entreprises de trouver une partie des financements que le système bancaire peinait à leur fournir, avec des volumes d'émissions très élevés pendant les premiers mois de l'année 2009.

70

### *CONCLUSION ET PERSPECTIVES*

Après la Seconde Guerre mondiale et jusque dans les années 1980, la part du secteur financier dans l'économie, telle que mesurée par son poids dans l'emploi et le PIB, s'est beaucoup accrue, en France comme en Europe et aux États-Unis, principalement sous l'effet de la bancarisation de masse. Certains pays se sont « spécialisés » dans le secteur financier, au sens où ce secteur y occupe une place nettement au-dessus de la moyenne : le Luxembourg, la Grande-Bretagne, par exemple.

Les années 1990 ont connu un rythme plus modéré de croissance de la valeur ajoutée, des salaires et de l'emploi du secteur financier, mais cela n'a pas empêché le chiffre d'affaires des banques, tel que mesuré par le PNB, de croître rapidement, notamment sous l'effet des dividendes versés par les filiales étrangères et de la part des résultats des activités de marché qui n'est pas retracée dans la valeur ajoutée. Les résultats des groupes bancaires américains et européens ont ainsi connu



une grande décennie glorieuse : retours sur fonds propres élevés, croissance rapide des résultats et augmentation importante des dividendes versés aux actionnaires. Cet écart croissant jusqu'en 2006 entre évolution de la valeur ajoutée et évolution du PNB a été bien mis en évidence, notamment par les travaux du Cnis et de Fournier et Marionnet (2009 et 2010). Il traduit principalement un double mouvement d'internationalisation et de développement des activités de marché.

La tendance s'est inversée en 2007 et surtout en 2008, avec une réduction forte de l'écart, qui traduit largement le choc subi par les activités de marché, pendant que la valeur ajoutée restait pratiquement stable. L'ère de développement exponentiel des activités de marché avait permis une explosion de la rentabilité des banques ; la crise de ces mêmes activités de marché la faisait s'effondrer, alors même que le soubassement des activités traditionnelles (crédits, commissions liées à l'activité bancaire) restait extrêmement stable, comme le montrait la grande récurrence de leur contribution au PIB. Mais l'ampleur du choc des marchés sur la liquidité et sur les résultats des banques a bel et bien menacé leur survie et a conduit à des interventions massives des États pour permettre la poursuite de leurs activités.

Derrière l'écart entre les deux mesures de l'activité des banques et plus généralement du secteur financier que donnent la valeur ajoutée et sa contribution au PIB, d'une part, et le PNB (ou les mesures équivalentes dans les activités financières autres que bancaires), d'autre part, se lit largement l'explosion des volumes d'activités sur les marchés financiers depuis les années 1980.

La crise financière a des fondements macroéconomiques. Mais sans finance de marché, la bulle de crédit n'aurait ni atteint l'ampleur qu'elle a eue, ni eu les impacts qui ont été les siens sur la croissance, puis, lors de son éclatement, sur la crise. Ce sont ces interactions entre activités bancaires classiques - pour caricaturer, des dépôts clients transformés en crédits, le tout restant au bilan - et finance de marché qui sont au cœur des mécanismes de transmission de la crise financière à l'économie réelle.

Mieux les comprendre passera par plusieurs étapes :

- tout d'abord, mieux comprendre les mécanismes de transmission des chocs entre marchés financiers eux-mêmes. Beaucoup de progrès ont été faits au cours des deux dernières années en la matière<sup>13</sup>. En revanche, il reste encore tout à faire, ou presque, pour substituer à l'analyse des risques de marché fondée sur les séries statistiques passées, dont l'échec est désormais avéré alors qu'elle demeure le fondement des mesures les plus usuelles, comme la VAR (*value at risk*), des approches prenant en compte la dimension systémique de tout marché et l'interconnexion entre ces marchés. Dans ce domaine,

recherche fondamentale, recherche appliquée académique, recherche menée dans les institutions financières elles-mêmes et réflexion des régulateurs devraient combiner leurs efforts pour dépasser le stade actuel qui consiste à multiplier uniformément, ou presque, les exigences de fonds propres, faute de disposer d'instruments pertinents, en tenant compte des enseignements de la crise pour mieux mesurer les risques ;

- puis, mieux connaître à un niveau fin les diverses activités des banques ; les éléments figurant dans les comptes de la nation ne permettent pas de distinguer convenablement activités de marché, crédits aux entreprises et crédits aux particuliers ; cependant, beaucoup d'éléments figurent sur les crédits dans leur ensemble et par catégorie, dans les publications des autorités monétaires et bancaires (Banque des règlements internationaux - BRI, Banque centrale européenne - BCE, Federal Reserve, Banque de France, Autorité de contrôle prudentiel - ACP) ; les comptes publiés par les groupes bancaires eux-mêmes constituent également une source précieuse d'informations, mais sur une base de définitions et de regroupements en partie variables d'un groupe à l'autre, et dans des référentiels comptables (IFRS) qui peuvent présenter des différences notables avec les référentiels utilisés pour l'élaboration des comptes nationaux. Il serait extrêmement utile qu'en liaison avec les travaux qui peuvent être menés dans le cadre du Cnis sur les statistiques structurelles soient lancés des programmes de recherche où se retrouveraient universitaires, régulateurs, professionnels des métiers concernés, analystes boursiers spécialisés dans le secteur financier et agences de notation. Ces travaux permettraient de prolonger ceux menés dans le cadre du Cnis, en faisant le lien entre les données macroéconomiques de la comptabilité nationale, celles issues des régulateurs et celles publiées par les groupes financiers. La concentration du secteur est suffisante pour permettre une assez bonne couverture à partir d'un nombre limité de groupes. L'approche devra être d'emblée internationale, faute de quoi elle manquera certains éléments essentiels de compréhension de la dynamique du secteur et des marchés ;

- enfin, il faudra sans doute de nombreuses années pour mieux expliciter et comprendre les différents mécanismes de transmission de la sphère financière à la sphère réelle. Ce domaine a beau être aujourd'hui au cœur des préoccupations, il est loin d'avoir atteint sa maturité sur le plan de l'analyse des fondamentaux et de leur application à la crise actuelle.

Ceci est vrai dans le domaine, *a priori* relativement simple, des activités de crédit dont l'impact sur la croissance reste à analyser et à évaluer<sup>14</sup>. Il n'y a pas aujourd'hui de réponse tout à fait solide aux questions évoquées au début de cet article : la bulle de crédit du début

des années 2000 a-t-elle bien permis un supplément de croissance aux États-Unis ? Cela ne fait guère de doute. En Europe ? En Irlande, en Espagne, au Royaume-Uni, dans l'immobilier, oui. Mais la baisse de la production de nouveaux crédits a-t-elle été causée par la dégradation de la situation et les perspectives des emprunteurs (moins de demande par des clients plus risqués) ou les a-t-elle elle-même déclenchées ou aggravées ? Et quel a été son impact macroéconomique ? Le point reste délicat à mesurer.

Quant à l'impact des activités de marché, il est encore plus difficile à évaluer. Tout au plus peut-on dire que les banques en sont devenues plus dépendantes dans la formation de leurs résultats, que les pertes qu'elles ont engendrées ont pesé sur leur capacité à prêter sans renforcer leurs fonds propres et, dans certains cas, ont menacé leur survie même ; et enfin, que devenues structurellement emprunteuses sur des marchés qu'alimentait la titrisation, elles ont trouvé porte close quand ces derniers se sont eux-mêmes arrêtés, les conduisant à changer fondamentalement leur gestion de la liquidité. Celle-ci était, depuis des années, presque infiniment abondante et les régulateurs n'avaient commencé à s'y intéresser qu'au début de l'année 2007. Ce sujet est désormais devenu majeur et pour les banques et pour les régulateurs. Là aussi, beaucoup reste à étudier pour en comprendre la logique et l'impact sur l'économie réelle.

## NOTES

1. Cet article s'inspire largement, pour cela, des travaux menés par le groupe de travail sur les statistiques sur les « groupes financiers » du Conseil national de l'information statistique (Cnis) que j'ai animé, et dont le rapport a été publié en février 2010. Voir également : les excellents articles sur le sujet de Fournier et Marionnet (2009 et 2010). Je remercie les rapporteurs du groupe de travail du Cnis, Sanvi Avouyi-Dovi, Jean-Marie Fournier et Denis Marionnet, ainsi que Jean-Paul Betbèze et les équipes du département des études économiques de Crédit agricole SA : les pages de cet article leur doivent beaucoup, même si les opinions qui y sont exprimées relèvent de ma seule responsabilité et n'engagent ni eux, ni le Cnis, ni Crédit agricole SA.

2. Source : *European Business : Facts and Figures*, Eurostat. Secteur financier tel que défini dans la NACE section J (Financial and Insurance Services). Ces données portent sur le secteur financier et peuvent inclure des activités non financières d'entreprises du secteur ; les données en termes de branches conduisent à des pourcentages légèrement inférieurs.

3. Ces trois dernières instances étant désormais regroupées, ainsi que le Comité des entreprises d'assurance (CEA), dans l'ACP.

4. Pour plus de détails, voir : l'annexe 8 du rapport du Cnis précité dont cette partie s'inspire largement.

5. Dans cet article, PNB désignera le produit net bancaire ; pour la mesure agrégée en comptabilité nationale de la valeur ajoutée et des taxes, on parlera du PIB (produit intérieur brut).

6. Le PNB pris en compte ici est la somme des PNB des banques tels qu'ils apparaissent entreprise par entreprise ; il n'est pas un PNB consolidé et peut comprendre des doubles comptes, par exemple lorsqu'il existe plusieurs niveaux de détention.
7. Ces pourcentages doivent être pris comme des révélateurs de tendances et ne doivent pas être surinterprétés, compte tenu notamment des limitations méthodologiques liées à la constitution d'un PNB du secteur sur base de sommation (sans élimination de doubles comptes, en particulier sur les dividendes) et non de consolidation.
8. Cela a été le cas notamment dans le secteur du crédit immobilier aux particuliers en 2007 et en 2008.
9. Un ancien gouverneur de la Federal Reserve de New York s'était rendu célèbre pour avoir fait remarquer que les montants notionnels des dérivés n'avaient aucune signification, ni aucune importance, jusqu'à ce qu'il y ait des problèmes. Les événements lui ont donné raison.
10. À noter que, particulièrement au début de l'année 2009, les émissions obligataires ont en partie repris le relais du crédit avec, dans une phase initiale, des *spreads* d'émissions très élevés, avant qu'ils ne reviennent rapidement à des niveaux plus proches des moyennes de long terme.
11. Source : études économiques, Crédit agricole SA.
12. Le débat intitulé « La croissance fait-elle les crédits, ou les crédits font-ils la croissance ? » fait l'objet d'études de plus en plus nombreuses. Voir, par exemple : les documents de travail de la BCE sur le sujet, en particulier le document n° 1150 de janvier 2010 et les articles du bulletin mensuel de la BCE d'avril 2009 et d'octobre 2009.
13. Voir, par exemple : les travaux très stimulants de Andy Haldane à la Bank of England.
14. La crise a conduit à renouveler l'intérêt pour ce domaine de recherche. On peut ainsi citer, parmi les publications récentes, les documents suivants : Bayoumi T. et Melander O., 2008 ; FMI, 2008.

## BIBLIOGRAPHIE

- BANQUE DE FRANCE (2010), « Les canaux de transmission de la crise à l'économie réelle », *Documents et débats*, n° 3, janvier.
- BAYOUMI T. et MELANDER O. (2008), « Credit Matters : Empirical Evidence on US Macro-Financial Linkages », FMI, *Working Paper*, juillet.
- BRI (2009), *Rapport*, partie III intitulée « The Financial Sector under Stress » et partie IV intitulée « Fallout for the Industrial Economies ».
- FMI (2008), « From Subprime Loans to Subprime Growth ? Evidence for the Euro Area », *Euro Area Studies : Selected Issues*, août 2008.
- FOURNIER J.-M. et MARIONNET D. (2009), « La mesure de l'activité des banques en France », Banque de France, *Bulletin*, n° 178, 4<sup>ème</sup> trimestre.
- FOURNIER J.-M. et MARIONNET D. (2010), « L'activité bancaire mesurée par les banques et la comptabilité nationale. Des différences riches d'enseignement », *Insee première*, n° 1285, février.