

## Importance de l'évolution des bourses pour la valeur ajoutée des banques<sup>9</sup>

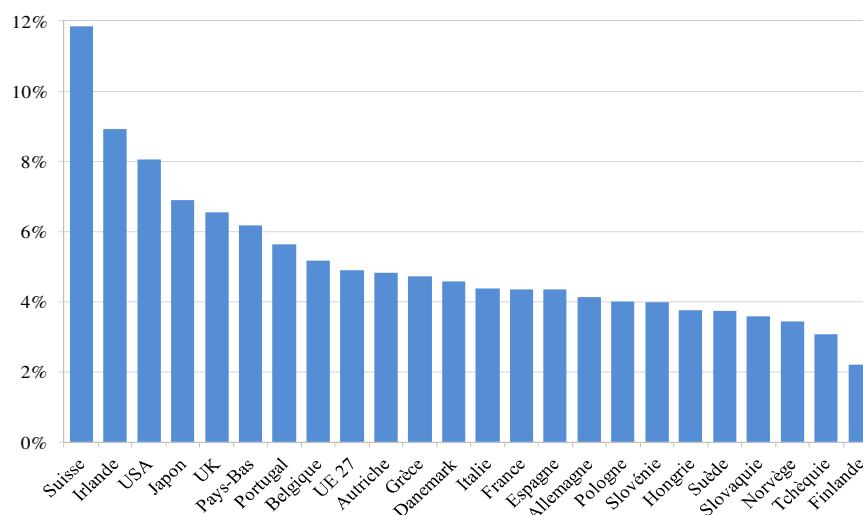
### Introduction

Notre dossier spécial se penche sur les déterminants de la valeur ajoutée dans le secteur financier en Suisse. Une première partie présente quelques caractéristiques et la mesure de cette valeur ajoutée dans les comptes nationaux. Dans une seconde partie, une analyse des principales variables qui influencent cette valeur ajoutée est proposée.

Durant les trente dernières années, la part du secteur financier (en termes de valeur ajoutée) dans le PIB suisse a doublé, en passant de 6% au début des années 80 à presque 13% en 2007, avant de redescendre légèrement à environ 11% entre 2008 et 2009. Plusieurs autres pays ont certes connu une évolution analogue, comme le montre Haldane (2010), mais en Suisse, la part du secteur financier au PIB est en moyenne supérieure à celle qu'elle occupe dans la plupart des pays comparables (cf. Graphique 32). Le secteur financier joue donc en Suisse, de part sa grandeur, un rôle conjoncturel particulièrement important. Suite à la dernière crise financière de 2007-2009, c'est effectivement la valeur ajoutée des banques qui a accusé la première des conséquences négatives de la crise, qui a débuté en automne 2007. Comme ce secteur semble également réagir très rapidement (que d'autres branches) aux fluctuations conjoncturelles, il vaut la peine d'examiner de plus près les déterminants de la valeur ajoutée dans les services financiers.

### Graphique 32: Part du secteur financier à la valeur ajoutée globale en % du PIB

Rubrique «Activités financières» de la nomenclature «A16», valeurs moyennes 2002-2007<sup>10</sup>



Sources: SECO, Eurostat, Statistics Bureau Japan, Bureau of Economic Analysis

La valeur ajoutée globale d'une économie résulte de la différence entre la valeur des biens et services produits et les coûts liés au processus de production (consommation intermédiaire). Cette définition s'applique aussi au domaine des services financiers. Dans la pratique cependant, les grandeurs mentionnées sont difficiles à mesurer dans le secteur financier. Les relations qui peuvent exister entre "l'évolution des marchés" et la valeur ajoutée des intermédiaires financiers n'est pas toujours facile à établir et à comprendre. De plus, il est souvent plus habituel, pour qualifier l'évolution des marchés financiers, de parler de "rentabilité" ou de "rendement de la fortune", ce qui peut créer des confusions avec la mesure de la valeur ajoutée. Il est bien connu dans les comptes nationaux que la fortune d'un individu peut par exemple augmenter ou diminuer du fait de l'évolution des marchés financiers, sans qu'il en résulte nécessairement la création d'une valeur ajoutée. Nous exposerons donc d'abord comment la valeur ajoutée du

<sup>9</sup> Nous remercions vivement M. Christophe Matthey, collaborateur scientifique à l'Office fédéral de la Statistique (OFS), Section des Comptes nationaux, de son précieux concours et commentaires.

<sup>10</sup> Portugal: 2002-2006; UK: 2001-2005; Japon: 2004-2006

**Dans l'optique de l'entreprise**

1. Investment Banking

secteur financier est mesurée dans les comptes nationaux. Ensuite nous examinerons quels déterminants sont décisifs pour la volatilité d'une partie importante de la valeur ajoutée des intermédiaires financiers, à savoir celle liée aux opérations rémunérées par des commissions.

**1. Classement des services financiers**

Lorsqu'on lit les rapports annuels et les portraits des entreprises financières, il est souvent difficile de se faire une idée claire et structurée de leurs activités. Les définitions des domaines d'activité et de leur structure varient en effet fortement dans le temps et d'une entreprise à l'autre. Pour faciliter la perception des multiples activités des intermédiaires financiers, il est possible de réduire celles à trois domaines importants.

L'*Investment Banking* recouvre en particulier le financement et les conseils aux entreprises (levée de capitaux et fusions/acquisitions), les activités directement liées à des mandats de clients, ainsi que les divisions de recherche, qui établissent des analyses de l'évolution des marchés ou développent des produits spécifiques. D'autres activités importantes sont le traitement et le financement de transactions de commerce extérieur (marchandises) ou le développement de titres négociables (produits structurés, créances titrisées, etc.).<sup>11</sup>

2. Private Banking & Asset Management

La banque privée (*private banking*) comprend en particulier les services à des clients privés fortunés (conseils et gestion de fortune). On parle en revanche plutôt de gestion d'actifs (*asset management*) pour la gestion de placements financiers (de fonds, par exemple), le développement de nouveaux produits de placement et les conseils aux clients institutionnels qui décident d'investir, comme entre autres les caisses de pension.

3. Retail Banking

La banque de détail (*retail banking*) recouvre enfin une large palette de services bancaires à disposition des clients moins fortunés (particuliers ou PME). Ces services comprennent par exemple la tenue des comptes, des conseils simples, ou le trafic des paiements.

La segmentation croissante de certains services financiers et l'évolution concomitante de la terminologie durant les dernières années témoignent d'un développement marqué du secteur bancaire. Même des représentants de la branche reconnaissent parfois qu'une partie notable des recettes, notamment dans l'*Investment Banking*, émane aujourd'hui d'activités encore inconnues des spécialistes il y a quelques années. Ces bouleversements posent évidemment de gros problèmes aux comptes nationaux, quand il s'agit de chiffrer l'ensemble de la valeur ajoutée créée dans un domaine spécifique comme les services financiers.

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a développé une nomenclature claire de toutes les activités bancaires. En vertu du dispositif révisé sur les normes de fonds propres (Bâle II),<sup>12</sup> les banques sont tenues de classer toutes leurs activités intégralement et sans chevauchement dans l'une des catégories énumérées au Tableau 7.

**Dans l'optique macro-économique**

Perception de commissions / redevances

Dans un optique plus "macroéconomique", il est important de considérer que les diverses activités mentionnées ci-dessus peuvent être en principe rémunérées de deux manières différentes. Certaines opérations impliquent une rémunération directe, autrement dit une commission qui est payée par un client (courtage pour opérations commerciales au nom d'un client, redevances pour trafic des paiements, dépôt, fiducie ou gestion de fortune, etc.). Ici, le service fourni est rémunéré directement à posséder donc un certain "prix", comme cela est la règle dans les autres secteurs économiques. D'autre part, plusieurs services bancaires sont rémunérés indirectement par le biais du différentiel des taux d'intérêt et non (seulement) par des paiements spécifiques des clients. Les marges des taux d'intérêt (passifs et actifs) représentent alors une source de financement pour des services offerts.

<sup>11</sup> Pour un aperçu intéressant de l'histoire de l'*Investment Banking*, cf. Morrison et Wilhelm (2007).

<sup>12</sup> Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*, dispositif révisé, juin 2004 ([http://www.bis.org/publ/bcbs107a\\_fre.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs107a_fre.pdf)).

**Tableau 7: Activités bancaires selon Bâle II**

Niveau 1	Niveau 2	Groupes d'activité
Financement d'entreprise	Financement des entreprises	Fusions-acquisitions, engagement, privatisations, titrisation, recherche, titres de dette (Etat, haut rendement), actions, prêts consortiaux, introductions en bourse, placements sur le marché secondaire
	Financement collectivités locales / administration publique	
	Banque d'affaires	
	Service-conseil	
Activités de marché	Vente	Valeurs à revenu fixe, actions, changes, produits de base, crédit, financement, titres sur position propre, prêts et pensions, courtage, titres de dette, courtage de premier rang
	Tenue de marché	
	Prise de positions pour compte propre	
	Trésorerie	
Banque de détail	Banque de détail	Prêts et dépôts, services bancaires, fiducie et gestion de patrimoine
	Banque privée	Prêts et dépôts, services bancaires, fiducie et gestion de patrimoine, conseils en placement
	Cartes	Cartes de commerçant/commerciales/d'entreprise/de clientèle et commerce de détail
Banque commerciale	Banque commerciale	Financement de projets, immobilier, financement d'exportations et du commerce, affacturage, crédit-bail, prêts, garanties, lettres de change
Paiements et règlements	Clientèle extérieure	Paiements et recouvrements, transferts de fonds, compensation et règlement
Fonctions d'agent	Conservation	Dépôts fiduciaires, certificats de titres en dépôt, prêts de titres (clients), opérations de sociétés
	Prestations d'agent aux entreprises	Agents émetteurs et payeurs
	Services de fiducie aux entreprises	
Gestion d'actifs	Gestion de portefeuille discrétionnaire	Gestion centralisée, séparée, de détail, institutionnelle, fermée, ouverte, capital investissement
	Gestion de portefeuille non discrétionnaire	Gestion centralisée, séparée, de détail, institutionnelle, fermée, ouverte
Courtage de détail	Courtage de détail	Exécution et service complet

Source: Comité de Bâle sur le contrôle bancaire

Exploitation du différentiel des taux d'intérêt

Pour simplifier, disons qu'une banque finance les services offerts en acceptant les dépôts de clients contre versement d'intérêts; des dépôts sont ensuite remis en circulation sous forme de crédits, pour lesquels sont facturés des taux d'intérêt supérieurs aux taux des dépôts. Le produit du volume en jeu, par la différence de taux, donne une première mesure du chiffre d'affaires généré (ou de la valeur de production brute, cf. encadré). Dans le secteur bancaire, les activités basées sur le différentiel des taux d'intérêt sont nettement plus importantes pour la valeur ajoutée que les opérations de commissions (cf. Graphique 33). Les comptes nationaux distinguent ces deux catégories de services financiers.

Opérations rémunérées par des commissions (FISDM)

L'abréviation souvent utilisée de "FISDM" traduit la composante de la valeur ajoutée du secteur financier qui est directement mesurée par des commissions. L'acronyme anglais **FISDM** traduit l'appellation officielle de *Financial Intermediation Services Directly Measured* (services d'intermédiation financière directement mesurés). Dans ce cas, la valeur ajoutée est la somme de toutes les commissions encaissées moins la consommation intermédiaire associées à la production de ces services.

Opérations rémunérées par des différentiels de taux d'intérêt (FISIM)

La seconde abréviation, plus courante, celle de "FISIM", désigne la partie de la valeur ajoutée des intermédiaires financiers dont la rémunération est indirecte (elle s'effectue via le différentiel des taux d'intérêt). L'acronyme anglais **FISIM** désigne la composante précédente, en anglais on parle alors de *Financial Intermediation Services Indirectly Measured* (services d'intermédiation financière indirectement mesurés, SIFIM). La valeur de la production brute est alors déterminée d'une part par le volume des crédits et des dépôts, de l'autre par les marges d'intérêt obtenues. Ces marges correspondent à la différence entre le taux d'intérêt (normalement plus faible) que la banque verse pour ses engagements (en règle générale dépôts des clients) et les taux plus élevés demandés pour les crédits offerts.

Perte de confiance, hausse des primes de risque

L'optique d'entreprise (plus microéconomique) et l'optique macroéconomique des comptes nationaux divisent ou appréhendent les activités financières sur deux regards différents et ne sont pas directement compatibles. Les services financiers énumérés au Tableau 7 ne se laissent guère diviser en FISDM et FISIM (certains services peuvent avoir les deux composantes). L'encadré "Calcul des FISDM et des FISIM" résumé quelques caractéristiques liées à la mesure de ces activités dans les comptes nationaux.

**Encadré**

Opérations rémunérées par des commissions (FISDM)

**Calcul des FISDM et FISIM**

La *valeur de production brute* (VPB) des intermédiaires financiers domiciliés en Suisse rémunérés par commissions reflète les activités de ces derniers avec des clients domiciliés en Suisse ou à l'étranger. Pour obtenir la *valeur ajoutée brute* (VAB) de la composante FISDM, il faut soustraire la consommation intermédiaire de cette VPB. La consommation intermédiaire comprend par exemple les charges de commission et les autres charges d'exploitation. Une répartition rigoureuse de la consommation intermédiaire sur les deux sous-composantes FISDM et FISIM n'est pas toujours facile. Elle repose en Suisse sur certaines hypothèses. Bien qu'il serait logique d'imputer l'ensemble des charges de commission à la composante FISDM et ensuite de répartir une certaine portion des autres charges d'exploitation sur les deux sous-composantes FISIM et FISDM, cette opération n'est pas entièrement réalisable. Etant donné que l'information détaillée n'est pas (encore) totalement disponible, l'ensemble de la consommation intermédiaire a été soustrait, jusqu'à présent (été 2010) de la valeur de production brute de la composante FISDM.<sup>13</sup>

$$FISDM (1) = VPB (2) - Consommation intermédiaire(3)$$

$$VPB (2) = \sum Commissions encaissées en Suisse$$

$$Consommation intermédiaire (3) = \text{Charges de commission} + \text{autres charges d'exploitation}$$

Opérations d'intérêts (FISIM)

Etant donné que l'ensemble de la consommation intermédiaire est imputé aux opérations soumises à commissions (voir plus haut), la valeur de production brute des opérations rémunérées par différentiels de taux d'intérêt domiciliés en Suisse équivaut à sa valeur ajoutée brute (consommation intermédiaire nulle par hypothèse). Pour déterminer cette valeur ajoutée, on multiplie le volume des crédits<sup>14</sup> et celui des dépôts<sup>15</sup> des unités de production suisses par une marge d'intérêt. On additionne ensuite les résultats obtenus. La marge d'intérêt correspond à la différence entre le taux sur les crédits et le taux de référence, ainsi qu'entre le taux de référence et le taux sur les dépôts. En Suisse, le taux de référence est calculé en tant que moyenne entre les taux sur les crédits et les dépôts considérés. La méthode de calcul et le choix du taux de référence sont décrits en détail par l'Office fédéral de la statistique (OFS).<sup>16</sup>

$$FISIM = FISIM \text{ sur les crédits} + FISIM \text{ sur les dépôts}$$

$$FISIM \text{ sur les crédits} = \text{volume des crédits} * (i^{\text{crédits}} - i^{\text{référence}})$$

$$FISIM \text{ sur les dépôts} = \text{volume des dépôts} * (i^{\text{référence}} - i^{\text{dépôts}})$$

Revenus des filiales étrangères

Les chiffres consolidés des groupes – et notamment des grandes banques suisses – dépendent fortement des résultats de leurs filiales étrangères, alors que pour le calcul de la valeur ajoutée des banques dans les comptes nationaux, seules comptent les filiales établies en Suisse. Les résultats comptables des filiales étrangères entrent eux dans le calcul du revenu national brut (autrefois produit national brut) en tant que revenu des

<sup>13</sup> Etant donné que dans le cadre des comptes trimestriels de la Suisse, aussi bien une estimation de l'ensemble de la valeur ajoutée des intermédiaires financiers que de la composante FISIM est effectuée, la valeur ajoutée de la composante FISDM se laisse aisément obtenir par soustraction, sous l'hypothèse énoncée dans le texte. Des premiers calculs provisoires effectués par le SECO montrent que les résultats présentés dans la présente analyse ne sont pas fondamentalement modifiés si la consommation intermédiaire était répartie sur les deux sous-composantes FISDM et FISIM.

<sup>14</sup> Créances sur la clientèle et créances hypothécaires à l'actif du bilan des banques.

<sup>15</sup> Engagements envers la clientèle sous forme d'épargne et de placements, ainsi que les autres engagements envers la clientèle du côté passif du bilan des banques.

<sup>16</sup> *Services financiers : une nouvelle mesure des services indirectement mesurés*, OFS 2007, <http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/fr/index/themen/04/22/publ.Document.99475.pdf>.

capitaux en provenance du reste du monde.

Cette distinction peut évidemment déboucher sur des appréciations différentes de la situation des banques, selon que l'on se place dans l'optique macroéconomique ou dans celle de l'entreprise. Ainsi, au second semestre 2007, alors que les gains des grandes banques suisses commençaient à fondre à cause des résultats de leurs filiales américaines notamment, la croissance de la valeur ajoutée du secteur financier en Suisse restait relativement forte.

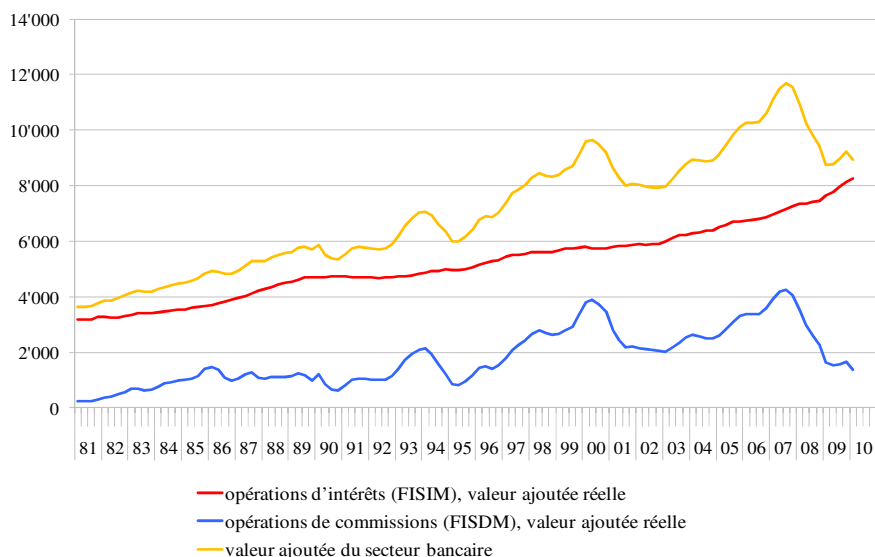
Les activités libellées sous les "FISIM" sont nettement plus stables que celles qui apparaissent sous l'appellation "FISDM"

## 2. FISIM et FISDM à prix constants depuis 1980

Le Graphique 33 montre l'évolution de la valeur ajoutée *réelle*<sup>17</sup> des services financiers depuis le début des années 1980. La composante FISIM présente une tendance nettement ascendante à long terme et se taille la part du lion, sur l'ensemble de la période considérée.<sup>18</sup> La composante FISDM connaît en revanche des fluctuations nettement plus marquées, comme on le voit aussi au Graphique 34, qui présente les taux de variation des deux composantes par rapport au trimestre précédent. Le Tableau 8 donne quelques statistiques clés supplémentaires. La variabilité de la valeur ajoutée globale des banques est donc due principalement à la composante FISDM, alors que les FISIM ont plutôt un effet de lissage.

### Graphique 33: Valeur ajoutée réelle des banques depuis 1980, niveaux

en millions de CHF, année de référence 2000, données trimestrielles 1980:1-2010:1



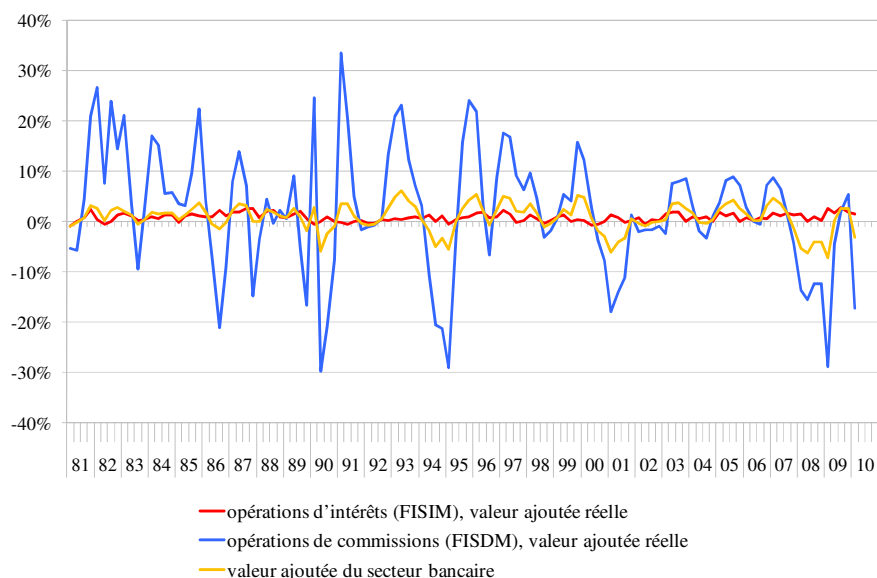
Source: SECO

<sup>17</sup> Les grandeurs économiques sont généralement corrigées des effets prix (de l'effet de l'inflation), ce qui augmente nettement leur valeur informative pour certaines l'analyse économique. Déterminer ce qu'on appelle les *déflateurs* est une opération plus délicate pour la valeur ajoutée du secteur financier que dans les autres secteurs (le choix des déflateurs est plus complexe), mais la méthode est exactement la même. La méthode de correction des prix appliquée aujourd'hui dans les comptes nationaux est aujourd'hui la suivante: les valeurs nominales d'une année  $t$  sont divisées par un indice de prix de l'année  $t$  et multipliée par un indice de prix (le même que précédemment) de l'année  $t-1$ . Les valeurs ainsi obtenus sont "exprimées aux prix de l'année précédente". La croissance d'une variable "réelle" est calculée en divisant une valeur exprimée aux prix de l'année précédente par la valeur nominale de l'année précédente. Par la suite des méthodes de chaînage sont utilisées pour créer des séries temporelles "à prix constants". L'ancienne désignation à *prix constants* n'est donc plus tout à fait correcte puisque les agrégats "réels" ont une année de base qui est sans cesse actualisée (et qui ne reste donc pas "constante" comme dans l'ancienne comptabilité nationale).

<sup>18</sup> Les niveaux des deux séries temporelles doivent être interprétés avec prudence. Comme mentionné dans l'encadré, pour l'instant dans le cadre des comptes nationaux la consommation intermédiaire des intermédiaires financiers est totalement attribuée à la composante FISDM de la valeur ajoutée et non pas partie sur les deux sous-composantes présentées. Cela conduit de facto à une surestimation du niveau de la composante FISIM et à une sous-estimation du niveau de la composante FISDM, mais n'affecte probablement pas la variance des séries présentées.

**Graphique 34:** Valeur ajoutée réelle des banques depuis 1980, variations par rapport au trimestre précédent

Taux de croissance par rapport au trimestre précédent en %



Source: SECO

**Tableau 8:** Statistiques clés de la valeur ajoutée réelle des banques

	Composante FISIM	Composante FISDM	Valeur ajoutée globale
Croissance moyenne par trimestre	0.82%	2.24%	0.81%
Ecart standard	0.82%	12.14%	2.70%
Coefficient de variation	1.0	5.4	3.3
Coefficient de corrélation (FISIM:FISDM)	0.01 avec intervalle de confiance de 95% [-0.17,0.19]		

Source: SECO

Le Graphique 34 montre bien que les variations de la valeur ajoutée globale des banques suivent assez fidèlement celles de la composante FISDM. Le phénomène est particulièrement notable pour les années 2007-2009. Pendant cette période, la valeur ajoutée des banques s'est contractée uniquement à cause du tassement marqué des opérations rémunérées par commissions. Il s'ensuit que c'est bien cette composante qui détermine fortement l'impact des banques sur l'évolution de la conjoncture en Suisse (sur le PIB suisse), et qu'il vaut donc la peine d'en examiner les principaux déterminants.<sup>19</sup>

### Encadré

Evolution de sens contraire au cours de la dernière crise

### Evolution actuelle

Il est remarquable que, pendant la crise économique et financière mondiale de 2008 et 2009, les opérations des intermédiaires financiers rémunérées par des différentiels de taux d'intérêt aient pu afficher chaque trimestre une croissance positive par rapport au trimestre précédent. Durant les trois premiers trimestres de l'année 2009, les taux de croissance ont même été d'une vigueur que l'on n'avait plus connue depuis la seconde moitié des années 1980. Les opérations des intermédiaires financiers rémunérées par commission ont par contre connu une évolution totalement inverse: la valeur ajoutée de cette composante par rapport au trimestre précédent n'a cessé de chuter pendant sept trimestres (et même neuf en variation d'un trimestre au même trimestre de l'année précédente). Une telle dégringolade de cette composante de la valeur ajoutée du secteur financier ne s'était jamais produite au cours de trente dernières années. La composante FISDM réelle est ainsi revenue à la fin de 2009 au niveau du milieu des années 1990 ou

<sup>19</sup> Comme la valeur ajoutée des opérations rémunérées par des marges des taux d'intérêt dans les comptes nationaux *trimestriels* du SECO est déterminée exactement de la même manière que dans le cadre des comptes nationaux *annuels* de l'OFS, les déterminants de la composante FISIM sont entièrement connus (et très détaillés) aussi bien par trimestre que pour toute l'année. Nous n'entrons pas de le détail du calcul des FISIM dans ce thème spécial.

Origine boursière du tassement des FISDM

Flambée des FISIM grâce au marché intérieur

Indice d'une surchauffe potentielle sur le marché immobilier traduit par une partie de la valeur ajoutée des banques?

de la fin des années 1980 (cf. Graphique 33).

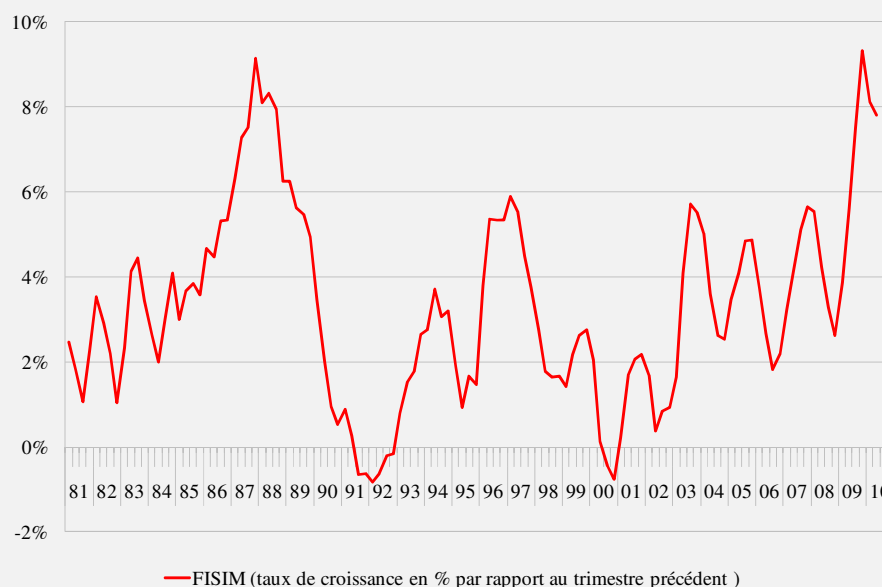
Si l'on tient compte des explications présentées dans la deuxième partie de ce thème spécial, une telle évolution est bien compréhensible: la composante FISDM dépend d'une façon décisive de l'évolution des bourses en Suisse et à l'étranger. Les turbulences des marchés financiers internationaux à partir de la fin 2007 ont donc fortement influencé négativement cette composante de la valeur ajoutée du secteur financier.

Les FISIM, comme nous l'avons vu, dépendent en revanche surtout des opérations domestiques liées aux opérations sur dépôts et crédits. Les opérations de crédit consistent, en grande partie, en crédits hypothécaires. Il est donc possible que ce soit le fort développement, ces dernières années, du marché immobilier suisse qui s'est répercuté favorablement sur la valeur ajoutée FISIM des banques durant cette période.

Durant les derniers trimestres de l'année 2009, les taux de croissance des FISIM (par rapport au trimestre précédent) ont atteint des records inégalés depuis 1987-1988, soit peu avant l'éclatement de la dernière bulle immobilière en Suisse (cf. Graphique 35). Cet indice ne doit pas forcément être interprété négativement, mais il ne contredit pas en tout cas pas les avertissements de la BNS et de la Finma quant à une surchauffe potentielle du marché des logements en Suisse.

**Graphique 35:** Variations des FISIM par rapport au trimestre précédent à partir de 1980

taux de croissance en % par rapport au trimestre précédent



Source: SECO

Sources des revenus des commissions

### 3. Déterminants de la valeur ajoutée dans les opérations de commissions

Les chapitres qui suivent présentent un examen approfondi de la composante FISDM et des facteurs qui peuvent potentiellement l'influencer. Rappelons que les calculs de cette composante, dans le cadre des comptes nationaux annuels, sont très détaillés et basés sur l'analyse des bilans et des comptes d'exploitation d'institutions financières. Nous cherchons, dans ce thème spécial, de dégager des variables qui jouent à l'égard de cette composante un rôle essentiel.

Les revenus des commissions des banques sont disponibles dans diverses sources. Depuis 1996, les statistiques officielles<sup>20</sup> en distinguent trois types:

1. Produit des commissions sur les opérations de négoce de titres et les placements
2. Produit des commissions de crédit
3. Produit des commissions sur d'autres prestations de services

<sup>20</sup> Cf. Commission fédérale des banques (aujourd'hui Finma), *Directives sur les dispositions régissant l'établissement des comptes*

Cette répartition montre une fois de plus qu'une activité comme l'octroi de crédits n'est pas rémunérée uniquement via le différentiel des taux d'intérêt. De même, la gestion active d'un portefeuille implique aussi la tenue de comptes bancaires, sur lesquels seront prélevées non seulement les commissions usuelles, mais aussi des marges d'intérêt. Comme il est donc relativement malaisé de distinguer les sources de revenu et qu'il n'existe pas de données détaillées à ce sujet, il est difficile de chiffrer exactement la part de chaque type de commission dans le revenu total ou la valeur ajoutée de ce dernier. Il est cependant possible de faire quelques estimations en se servant des informations accessibles au public (rapports d'activité). Le Tableau 9 récapitule les résultats de cette opération.<sup>21</sup>

Il en ressort que la catégorie la plus importante est celle des commissions liées au négoce de titres, qui ont assuré ces dix dernières années 85 à 90% du produit total des commissions des banques suisses. 50% de ces commissions sur les opérations de négoce des titres proviennent sans doute de la gestion de fortune et de fonds de placement (qui comprend encore les conseils de placement et les revenus de placements fiduciaires), 25 à 30% consistent en courtages. Les opérations d'émission et les revenus des autres commissions ne constituent en revanche qu'une partie relativement faible. Comparées aux opérations de négoce sur les titres, les commissions sur les opérations de crédit et les autres prestations de services (trafic des paiements, entre autres) paraissent plutôt insignifiantes.

**Tableau 9:** Revenus des commissions des banques suisses

	1998	2000	2002	2004	2007
Opérations de crédit	6%	5%	7%	6%	4%
Autres prestations de services	7%	6%	8%	10%	8%
Opérations sur valeurs mobilières	87%	88%	85%	84%	88%
Gestion de fortune /					
Gestion de fonds de placement	46%	47%	48%	51%	53%
Courtages	30%	29%	26%	23%	25%
Emissions	8%	9%	8%	7%	6%
Autres	3%	4%	3%	3%	4%

Source: Calculs de l'OFS

Les revenus issus de la gestion de fortune et de fonds de placement ainsi que des courtages dépendent sans doute fortement également de l'évolution momentanée des bourses. Ainsi, les coûts d'une transaction sur titres sont généralement facturés sous forme de pourcentage du montant total de la transaction. Les commissions pour la gestion de fonds de placement sont également calculées comme pourcentage de la fortune moyenne du fonds (ou de sa performance). Si l'on songe en outre à quel point l'ensemble de la capitalisation boursière – et donc les dépôts des clients – fluctuent d'une année à l'autre, il n'est pas surprenant que les revenus des commissions sur les opérations de négoce des titres subissent des fluctuations de même ordre. Les revenus des commissions sur les opérations d'émission devraient aussi être corrélées positivement avec la situation boursière du moment, puisque il s'émet généralement davantage de titres quand cette situation est bonne.

La thèse centrale qui sera examinée de plus près dans les pages qui suivent est donc que les revenus des commissions des banques – et ainsi la valeur ajoutée des opérations de commissions – dépendent de façon décisive de l'évolution des bourses, c'est-à-dire d'une valeur nominale.

## Modèle d'estimation

Vu les rapports décrits, les grandeurs déterminantes qui entrent en ligne de compte pour établir la valeur ajoutée des commissions bancaires sont les **stocks de titres dans les dépôts de la clientèle auprès des banques** (statistique de la Banque Nationale Suisse, BNS) et le **nombre de transactions sur les titres** effectuées à la bourse suisse (statistique du groupe SIX). La valeur des stocks des titres dépend à son tour largement des

<sup>21</sup> Notre analyse se fonde uniquement sur des données en libre accès (Internet), ce qui limite le nombre des établissements considérés. Les chiffres obtenus ne peuvent donc être tenus pour représentatifs, statistiquement parlant. Ils suffisent néanmoins pour établir des conclusions d'ordre qualitatif.



**cours des actions,**<sup>22</sup> quoique les cours d'autres papiers valeurs puissent également jouer un rôle. L'accroissement du volume des stocks (apport d'argent liés à des nouveaux mandats de gestion) jouent évidemment également un rôle pour l'évolution du stocks des titres sous gestion, mais c'est là une dimension sur laquelle on ne dispose que de très peu d'information. Dans le cas des transactions sur les titres de la bourse suisse (SIX), il faut encore ajouter deux remarques: 1) une partie non négligeables de ces transactions est effectuée par les banques pour leur propre compte (ces opérations d'achats et de ventes de titres ne génèrent alors pas de commission); 2) les transactions des banques étrangères à la SIX sont importantes (ces transactions ne viennent pas influencer directement la valeur ajoutée produite en Suisse par les établissements résidents). Il convient donc d'interpréter ces statistiques avec prudence et de tenir compte de ces éléments dans l'interprétation des résultats empiriques que nous présentons. Le modèle d'estimation proposé ici<sup>23</sup> se présente comme suit:

$$FISDM_t = \beta_1 + \beta_2 \cdot MSCI_t + \beta_3 \cdot T_t + \beta_4 \cdot FISDM_{t-1} + \varepsilon_{FISDM,t}$$

Les variables correspondent aux séries temporelles suivantes, en variations par rapport au trimestre précédent:

- FISDM<sub>t</sub>: valeur ajoutée (corrigée des prix) des opérations de commissions  
Le terme autorégressif FISDM<sub>t-1</sub> garantit que les résidus  $\varepsilon_{FISDM,t}$  satisfont aux critères usuelles (bruit blanc non auto-corrélés) et que la méthode des moindres carrés utilisées fournit des approximations paramétriques cohérentes;
- MSCI<sub>t</sub>: MSCI World Index (moyenne trimestrielle)  
cet indice reflète l'évolution des bourses mondiales;
- T<sub>t</sub>: nombre de transactions à la bourse suisse.<sup>24</sup>

## Résultats de l'estimation

Nos résultats empiriques confirment que le cours des actions (mesuré par la variable *MSCI World Index*<sup>25</sup>) est un indicateur hautement significatif de l'évolution de la valeur ajoutée réelle des FISDM. La spécification du modèle utilisée permet d'expliquer environ 40% de la variabilité de la valeur ajoutée des opérations de commissions, exprimée en variations par rapport au trimestre précédent (cf. Tableau 10). Ainsi, une hausse du *MSCI World Index* de 1% entraîne une augmentation d'env. 0,58% de la valeur ajoutée (corrigée des prix) des FISDM. Comme on s'y attendait, le nombre des transactions sur les titres à la bourse suisse a également un effet positif significatif sur la valeur ajoutée des commissions. Ici, l'on peut même supposer que cet effet est sous-estimé, à cause des facteurs "parasites" mentionnés précédemment (activités des banques et investisseurs étrangers à la bourse suisse, opérations des banques pour leur propre compte).

Comme les valeurs des dépôts – et donc les revenus des commissions – ne dépendent assurément pas seulement des cours des actions (la part des obligations dans les dépôts peut même être parfois légèrement supérieure à celle des actions), il est logique d'utiliser comme variable explicative potentielle un indice des cours des obligations, en plus de celui des actions. Nous avons utilisé à cet effet l'*ICMA*<sup>26</sup> *Bond Index Switzerland (all maturities)*, qui ne remonte malheureusement que jusqu'à 1990/4. Le coefficient est certes positif mais pas significatif (cf. Tableau 10). La raison de la non-significativité de cette variable pourrait en être la faible variabilité (en règle générale)

<sup>22</sup> Cela peut être confirmé par une simple régression linéaire des dépôts sur un index des actions. Le coefficient obtenu est hautement significatif et se situe aux alentours de +0.6. En appliquant la même régression aux actions détenues dans les dépôts, le coefficient tend vers une valeur de 1.

<sup>23</sup> Pour tester l'existence de rapports linéaires entre des variables dans le cadre de la présente étude, on utilise des modèles généraux très simples de la forme suivante pour les données stationnaires:  $y_t = \beta_1 + \beta_2 x_t + \varepsilon_t$   
La variable  $x_t$  est alors appelée indicateur ou déterminant de la variable dépendante  $y_t$ , pour autant que le paramètre  $\beta_2$  se distingue significativement de zéro. Dans l'équation ci-dessus, la variable résiduelle  $\varepsilon_t$  devrait correspondre à du bruit blanc (*white noise*) et avoir une espérance mathématique 0 et une variance finie. Ce résidu représente ce qu'on appelle les innovations ou chocs qui affectent l'évolution de  $y_t$  et ne sont pas prévisibles par définition.

<sup>24</sup> Jusqu'en 1996, on pouvait utiliser les chiffres du groupe SIX ou SWX/Virt-X. Pour la période antérieure, nous avons rétro-polé les données sur la base des chiffres d'affaires réalisés sur les titres aux bourses de Zurich, Bâle et Genève.

<sup>25</sup> Utiliser le *MSCI Switzerland*, qui ne tient compte que de l'évolution de la bourse suisse, modifie à peine les résultats.

<sup>26</sup> *International Capital Market Association*.

des cours des obligations par rapport aux cours des actions. Les autres coefficients ne changent que très peu, si l'on répète l'estimation pour la même période sans tenir compte du *Bond Index*.

**Tableau 10:** Résultats de l'estimation

Variable dépendante	FISDM	FISDM
Période considérée	1980/1-2010/1	1990/4-2010/1
<b>Variables causales</b>		
Constante	-0.003	-0.014
FISDM(-1)	0.415 ***	0.604 ***
MSCI World	0.579 ***	0.498 ***
Transactions	0.176 **	0.116 ***
Bond Index		0.732
Observations	119	76
R2 adapté	0.374	0.569

\*\*\* Significatif au niveau 1% Niveau

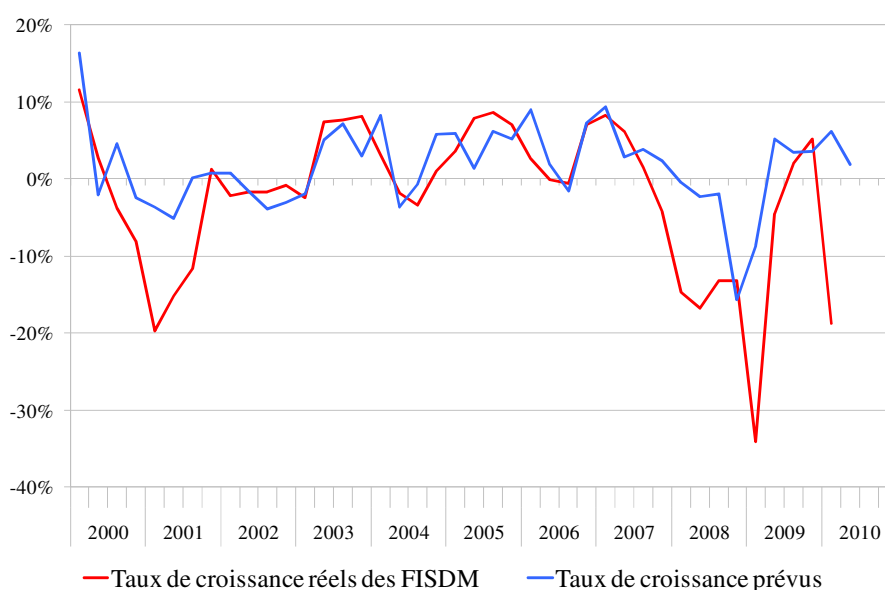
\*\* Significatif au niveau 5%

\* Significatif au niveau 10% (erreur standard Newey-West)

**Simulation des revenus des commissions à partir des résultats précédents**

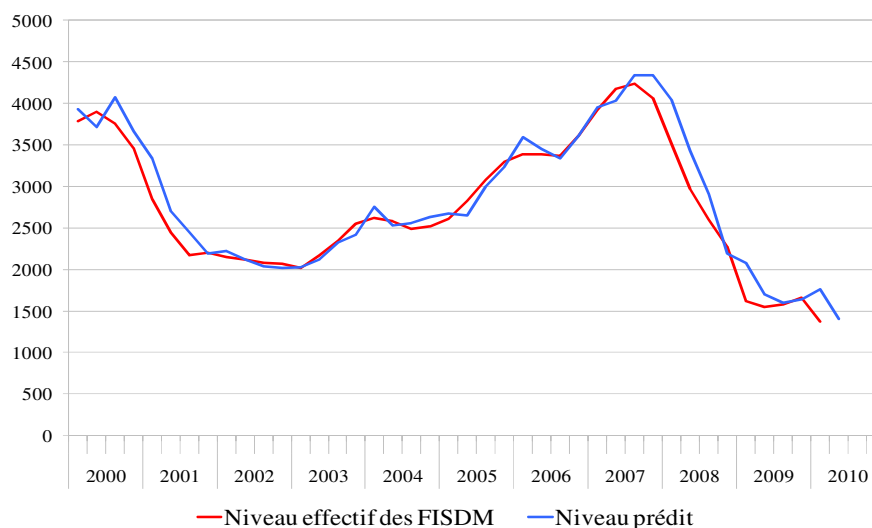
Pour bien illustrer les résultats que nous avons obtenus dans la première étape, nous effectuons une prévision sur 40 trimestres environ de la valeur ajoutée des opérations de commissions, à partir de ce modèle très simple. Nous estimons le modèle précédent sur la période 1980/1-1999/4. A l'aide des paramètres ainsi obtenus nous effectuons une prévision (dynamique, soit sans tenir compte des valeurs observées de la variable dépendante) de l'évolution de la valeur ajoutée sur la période 2000-2010. Notons que les coefficients estimés sur la période 1980/1-1999/4 ne changent guère par rapport à ceux mentionnés dans le Tableau 10.<sup>27</sup> Le Graphique 36 montre à la fois l'évolution effective des commissions bancaires et les prévisions basées sur ce modèle. Les commissions de la période *t* sont estimées au moyen des paramètres calculés à l'aide de notre modèle sur la période 1980/1-1999/4. L'évolution effective des deux variables explicatives (*MSCI World Index* et les transactions). La variable FISDM qui apparaît dans l'équation avec un retard d'un trimestre correspond à la valeur prévue du trimestre précédent.

**Graphique 36:** Prévisions des taux de croissance des FISDM à partir de 2000/1



Source: SECO

<sup>27</sup> La variable *MSCI World* passe de 0,579 à 0,606, la variable *Transactions* de 0,176 à 0,193. Les deux coefficients sont significatifs au niveau 1%, soit aucun changement significatif.

**Graphique 37: Prévisions du niveau des FISDM à partir de 2000/1**


Source: SECO

La qualité de la prévision, visible dans le Graphique 36, est très élevée, si l'on tient du fait qu'il s'agit d'une variable "réelle" issue des comptes nationaux prévue à l'aide d'indices de prix (qui joue le rôle essentiel dans la régression) et d'une variable traduisant le volume des transactions à la bourse suisse. Dans plusieurs cas, les changements de tendance d'évolution des taux de variation sont très bien estimés, au trimestre près.<sup>28</sup> Dans le Graphique 37, nous reconstruisons le niveau de la valeur ajoutée du secteur financier rémunérée par des commissions et comparons celui-ci au niveau observé (effectif) dans les comptes nationaux. Cette représentation illustre à nouveau que les grandes tendances d'évolution, même sur une relativement longue période, se laisse aisément expliquée (modélisée) par les deux variables retenues.

Une remarque technique doit être faite à ce stade. La composante FISDM utilisée dans notre modèle est elle-même issue d'une procédure de trimestrialisation des chiffres annuels de l'OFS à partir d'indicateurs. L'évolution trimestrielle de la valeur ajoutée des FISDM dépend donc de la méthode d'estimation appliquée, mais non sa tendance d'évolution sur 40 trimestres. De son côté, la BNS publie tous les trimestres les revenus des commissions sur les opérations financières réalisées pour la clientèle domiciliée à l'étranger ("*exportations des commissions bancaires*").<sup>29</sup> Ces revenus peuvent être considérés comme des "observations" et ne sont pas soumis à des procédures d'estimation ou de trimestrialisation comme cela est le cas pour l'ensemble de la composante FISDM des comptes trimestriels. Toutefois, le même modèle que celui présenté précédemment, appliqué aux revenus des commissions bancaires pour des services financiers exportés, donne pratiquement les mêmes résultats que ceux obtenus pour la composante FISDM de la valeur ajoutée. Cela est en quelque sorte très logique, puisque les services financiers produits en Suisse pour une clientèle domiciliée à l'étranger représentent une part importante de la composante FISDM, mais évidemment pas son ensemble).<sup>30</sup>

On constate ainsi que les cours des actions contiennent une information importante pour la partie volatile du domaine d'activités des services financiers. Notre analyse va même un peu plus loin, puisqu'elle montre que les cours des actions influencent la valeur ajoutée "réelle" des intermédiaires financiers. Que l'évolution d'un prix puisse enfermer des informations sur l'évolution d'une grandeur réelle est plutôt inhabituel

<sup>28</sup> L'erreur quadratique moyenne (moyenne de l'erreur de prévision sur toute la période considérée) y est de 0,68%.

<sup>29</sup> Relevés faits dans le cadre de la *Balance suisse des paiements (estimations trimestrielles)*. Cf. [http://www.snb.ch/de/i/about/stat/statpub/statmon/stats/statmon/statmon\\_Q1a](http://www.snb.ch/de/i/about/stat/statpub/statmon/stats/statmon/statmon_Q1a)

<sup>30</sup> La méthode reste la même que dans l'estimation précédente, la variable dépendante FISDM étant simplement remplacée par les exportations des commissions bancaires. L'autocorrélation semble toutefois être particulièrement marquée dans les revenus des commissions bancaires liées aux services exportés, d'où la nécessité de tenir compte de termes autorégressifs supplémentaires ou de variables muettes saisonnières. Dans ce cas particulier, l'influence des cours des actions sur la valeur ajoutée des exportations de commissions semble être un peu moindre que sur l'ensemble de la composante FISDM, alors que celle des transactions est plus élevée (les deux variables restent toutefois significatives au niveau 1%).

dans les comptes nationaux. Cela ne doit pas nécessairement signifier que les fluctuations du prix des actifs financiers représentent une "source" de valeur ajoutée, ce qui d'un point de vue de comptabilité nationale ne ferait du reste pas de sens. Une telle relation peut signaler néanmoins que parallèlement à la croissance du prix des actifs et à la bonne tenue des bourses internationales, différentes catégories de produits financiers et des activités de conseils peuvent se développer, qui elles sont créatrices de valeur ajoutée.

#### 4. Conclusions

La valeur ajoutée du secteur financier peut être décomposées en deux groupes d'activités : les services financiers rémunérés indirectement par des différentiels sur les taux d'intérêt (composante FISIM) et les services financiers rémunérés directement par des commissions ou des redevances (composante FISDM).

Comme la composante FISDM de la valeur ajoutée des banques est nettement plus volatile que la composante FISIM, et que la valeur ajoutée des banques constitue à son tour une partie importante du PIB, on peut supposer que la composante FISDM aura à court terme une grande influence sur l'évolution de la conjoncture. Le fait que des notions comme la valeur de production et la consommation intermédiaire, de même que la distinction entre effet prix et effet volume, sont plus difficiles à définir dans les services financiers que dans d'autres secteurs pose cependant certains problèmes dans les comptes nationaux.

Nous montrons dans notre analyse que l'évolution de la composante FISDM dépend très largement des événements boursiers. Tant les cours des actions que le nombre des transactions boursières affectent positivement la valeur ajoutée de la composante FISDM. La relation entre l'évolution des cours des actions (la "conjoncture" de la bourse) et la valeur ajoutée réelle du secteur financier pourrait indiquer qu'avec le développement de la bourse, le volume et la palette des services financiers offerts peuvent varier. Une relation entre un "prix" et une valeur ajoutée corrigée de l'évolution des prix n'est pourtant pas usuel dans les comptes nationaux. Il s'agit là sans doute d'une spécificité du secteur financier. Cette relation pourrait aussi traduire une correction incomplète de l'effet prix dans le calcul de la valeur ajoutée en termes réels du secteur financier.

La méthode actuelle de calcul de la composante FISDM utilisée pour les comptes nationaux suisses aboutit à une valeur qui est fortement corrélée avec le cours des actions et ainsi avec l'état général des marchés financiers. Si la part de la composante FISDM devait continuer d'augmenter dans la valeur ajoutée totale réelle du secteur financier, on pourrait imaginer que progressivement les cours des actions puisse gagner en importance en tant que source des fluctuations de la conjoncture. L'interprétation de l'évolution trimestrielle ou annuelle du PIB, son lien avec le marché du travail notamment, serait alors encore plus délicate qu'actuellement.

#### 5. Bibliographie

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2004), *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*, dispositif révisé

Office fédéral de la statistique (2007), *Services financiers – Une nouvelle mesure des services indirectement mesurés*

Haldane, A. (2010), «The Contribution of the Financial Sector – Miracle or Mirage?», discours tenus à la *Future of Finance Conference*, Londres

Morrison, A. D., et W. J. Wilhelm, Jr (2007), «Investment Banking: Past, Present, and Future», *Journal of Applied Corporate Finance* vol. 19, n° 1, hiver 2007, pp. 42-55