

## L'importance des activités financières dans le PIB suisse

### Introduction

Les analyses consacrées aux liens qui unissent les marchés financiers et l'évolution économique se concentrent la plupart du temps sur l'impact des systèmes financiers sur le comportement des dépenses de consommation des ménages et sur celui de l'investissement des entreprises. Les conséquences du développement des systèmes financiers en général pour la croissance économique font également l'objet régulièrement de travaux de recherche.

Dans son dernier rapport sur la situation économique internationale de septembre 2006 (World Economic Outlook, WEO), le FMI consacre un chapitre spécial au rôle que peuvent avoir les différents systèmes financiers sur le cycle conjoncturel. Malgré l'intégration croissante des marchés financiers, notamment mesurée en termes d'augmentation des transactions internationales, tant sur les marchés primaires (des émissions) que sur ceux secondaires (du commerce en général des papiers valeurs), des différences importantes existent encore de nos jours entre pays, en ce qui concerne la structure et la spécialisation des systèmes financiers. Le FMI propose dans son dernier WEO une analyse originale, qui met en évidence que les réactions de la consommation et des investissements, suite à des fluctuations du prix des actifs financiers, des revenus ou de la demande globale, varient en fonction de la structure des systèmes financiers. Jermann (2006) met également en évidence, en utilisant une approche plus théorique, que le développement récent de nouveaux instruments financiers pourrait également être à l'origine de la plus faible volatilité de la conjoncture enregistrée notamment aux Etats-Unis, en permettant aux entreprises de relâcher leur contrainte de liquidité.

Bien que toutes ces approches et analyses soient très importantes et utiles, afin d'éclaircir les liens complexes qui unissent l'évolution économique et les marchés financiers, à notre connaissance peu d'études ont été consacrées jusqu'à présent à l'impact plus direct sur la conjoncture, que représente finalement la création de valeur ajoutée par les activités financières. En effet, pour beaucoup de pays industrialisés, disposant d'un secteur financier développé, les intermédiaires financiers, de même que les compagnies d'assurances et des entreprises actives dans l'immobilier et la gestion de fortune ou encore dans le négoce de matière premières, produisent une valeur ajoutée substantielle. Additionnée à celle livrée par les autres secteurs de l'économie, celle-ci permet de calculer le PIB sur une période définie.

Sur de courtes périodes, voire même sur quelques années, et c'est notamment le cas de la Suisse, la contribution directe des activités financières aux fluctuations du PIB, par l'intermédiaire de la valeur ajoutée produite peut être très élevée. C'est l'analyse de la contribution de l'activité financière sur le PIB (niveau et variations) qui représente le sujet central du présent article. Dans un premier temps, nous abordons quelques problèmes de définition. Nous présentons ensuite les nomenclatures utilisées. Plusieurs résultats sont présentés sous forme graphique, pour différents pays. Quelques commentaires tentent de dégager quelques faits stylisés, en mettant à chaque fois en évidence les particularités de la Suisse, par rapport à d'autres pays. Un dernier chapitre tire quelques conclusions et présente des pistes d'analyse future.

Comme le soulève la plupart des études visant à dresser des comparaisons internationales des systèmes financiers, un problème de définition se pose à chaque fois, dans la mesure où le rôle et l'existence même de certaines institutions financières changent en fonction des pays. L'intermédiation financière est organisée encore de nos jours de manière différente dans les pays de l'OCDE, et le rôle des banques notamment n'est pas identique partout. L'intermédiation financière non bancaire en particulier, et son développement marqué dans quelques pays, en raison surtout de la présence ou non de fonds de pension privés et de compagnies d'assurance offrant des services financiers, constitue sans doute un élément de divergence important entre pays.

Au sein des comptes nationaux, lorsque l'on souhaite désagréger (*ventiler*) la valeur ajoutée par branche économique pour plusieurs pays, dans le but de faire des compa-

Choix d'une nomenclature et problèmes de définition

raisons, les bases de données internationales comme celle d'Eurostat<sup>7</sup> proposent trois nomenclatures : une ventilation en 30, en 16 ou en 6 branches, ou groupes de branches d'activités. Les données trimestrielles et annuelles selon ces trois nomenclatures ne sont pas disponibles, ou alors que pour très peu de pays. Peu de pays livrent une ventilation de la valeur ajoutée en 30 branches, dont le contenu devient d'ailleurs souvent difficile à comparer internationalement. La Suisse, suite à l'accord statistique faisant part des accords bilatéraux II avec l'Union européenne, met à disposition la structure A16 et A6 sur une base annuelle et trimestrielle (sur une base annuelle une ventilation à 30 branches est également disponible). Le tableau 5 et le tableau 6 ci-dessous mettent en évidence les branches d'activités qui sont distinguées dans la base de données d'Eurostat à 16 et à 6 branches (ou groupes de branches) distinctes<sup>8</sup>. La structure A16 est disponible sur une base annuelle pour beaucoup de pays de l'Union européenne, sous forme de série temporelle depuis le début des années 80 ou le début des années 90. Les dernières observations disponibles en automne 2006 concernent soit l'année 2003, 2004 ou 2005 suivant les pays considérés. La structure A16 n'est toutefois pas disponible à une fréquence trimestrielle, ce qui est par contre le cas pour la structure A6, pour pratiquement tous les pays de l'UE.

**tableau 5:** nomenclature « A16 »

0	Total
1	Agriculture, chasse, sylviculture
2	Pêche, aquaculture
3	Industries extractives
4	Industrie manufacturière
5	Production et distribution d'électricité, de gaz et d'eau
6	Construction
7	Commerce; réparations automobile et d'articles domestiques
8	Hôtels et restaurants
9	Transports et communications
10	<b>Activités financières</b>
11	Immobilier, location et services aux entreprises
12	Administration publique
13	Education
14	Santé et action sociale
15	Services collectifs, sociaux et personnels
16	Activités des ménages

source : Eurostat

<sup>7</sup> Disponible sous : [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?\\_pageid=1090,30070682,1090\\_33076576&\\_dad=portal&\\_schema=PORTAL](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=1090,30070682,1090_33076576&_dad=portal&_schema=PORTAL), aller ensuite sous « Economie et Finance » et choisir la rubrique « Données ».

<sup>8</sup> La nomenclature A16 que nous présentons ici diffère très légèrement de celle appliquée en Suisse par le SECO. Les rubriques 1 et 2 (Agriculture, chasse, sylviculture ainsi que Pêche et aquaculture) sont regroupées dans une seule rubrique en Suisse. La rubrique 10 de la nomenclature européenne est séparée en deux sous rubriques dans la nomenclature utilisée par le SECO, qui distingue ainsi les banques et les assurances.

**tableau 6:** nomenclature « A6 »

0	Total
1	Agriculture, chasse, sylviculture et pêche
2	Ensemble de l'industrie (excepté la construction)
3	Construction
4	Commerce, réparations automobile et d'articles domestiques; hôtels et restaurants; transports et communications
<b>5</b>	<b>Activités financières; immobilier, location et services aux entreprises</b>
6	Administration publique; éducation; santé et action sociale; services collectifs, sociaux et personnels; services domestiques

source : Eurostat

Dans le tableau 5, la rubrique 10 (« Activités financières ») coïncide avec les positions 65-67 de la nomenclature NOGA 2002 qui est actuellement utilisée en Suisse (Intermédiation financière et assurances, sans la sécurité sociale obligatoire, activités auxiliaires liées à l'intermédiation financière et aux assurances, par exemple l'administration de marchés financiers, la gestion indépendante de fortune, le courtage financier, diverses formes de gestion de portefeuilles, etc.). Dans le tableau 6, la rubrique 5 coïncide avec les positions 66-67 et 70-74 de la nomenclature NOGA. En plus des banques et des assurances, et des activités auxiliaires qui leurs sont associées, les positions 70 à 74 incluent les activités immobilières (promotion, achat, vente, gérance et location), l'informatique, la recherche et le développement, les services aux entreprises comme les études d'avocats, les conseils juridiques, les études de marchés, les activités des gestions de holdings et de holdings financiers, les bureaux d'architectes et d'ingénieurs, la publicité, et d'autres positions pour les services divers aux entreprises (nettoyage, sécurité, ...).

Bien que des comparaisons à des niveaux de désagrégation relativement fins soient souvent considérées comme optimales, un problème de définition se pose néanmoins, plus le niveau de désagrégation des données analysées est élevé. Par exemple, les institutions actives sur le territoire suisse et considérées dans la rubrique « intermédiation financière », qui comprend notamment l'ensemble des institutions bancaires, ou celles incorporées dans le calcul de la rubrique « assurances privées », ne peuvent pas être toujours retrouvées identiquement à l'étranger, en fonction d'un autre développement de l'intermédiation financière en général ou encore en raison du développement national des fonds de pensions par exemple. Il en va de même également pour les sociétés de l'immobilier, qui en Suisse sont parfois également actives dans la gestion de fortune, ce qui n'est pas le cas dans tous les pays de l'OCDE. On peut également mentionner la manière de prendre en considération les offices postaux, qui dans certains pays ont parfois un rôle très actif dans le trafic des paiements ou dans la gestion de compte d'épargne (ce qui est notamment le cas au Japon ou en Italie, voire également en Suisse), sans disposer toutefois d'une licence bancaire. Ces différences institutionnelles compliquent quelque peu les comparaisons internationales.

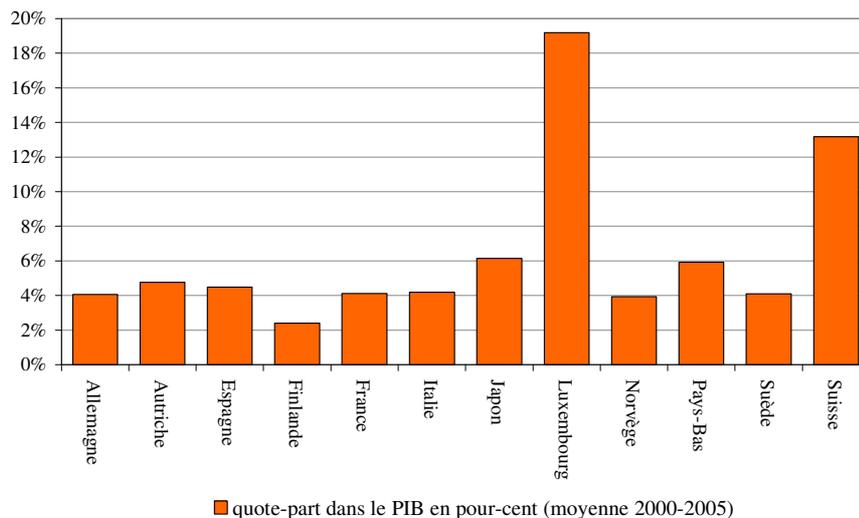
Ces quelques remarques préliminaires soulignent les difficultés que l'on peut rencontrer lorsque des nomenclatures relativement fines et précises, comme l'est déjà en particulier la nomenclature A16, sont utilisées. Idéalement, une analyse détaillée de la définition et du rôle des institutions devrait être alors effectuée, et certaines corrections éventuellement effectuées. A l'inverse, le choix d'une nomenclature moins précise, comme par exemple la nomenclature A6, qui offre des regroupements de branches relativement peu homogènes dans des agrégats (tout de même bien délimités), résout une partie des problèmes de définition, mais ne permet pas de tirer des conclusions très précises pour les intermédiaires financiers au sens strict. Dans le cadre de l'analyse que nous présentons, nous utilisons les données mises à disposition par Eurostat, sans procéder à aucune correction ad hoc.

Pour l'analyse que nous présentons, nous nous sommes basés autant sur la nomenclature A16 et A6, suivant que nous souhaitions travailler avec des données annuelles ou trimestrielles. Etant donné que ces nomenclatures peuvent également être appliquées aux statistiques de l'emploi, nous avons également considéré l'information disponible, afin de dégager quelques caractéristiques également du marché du travail pour des activités financières. Notre choix de pays est également dicté par la mise à disposition des données selon la nomenclature A16 ou A6. Pour les différentes comparaisons que nous proposons, le choix des pays retenus n'a pas toujours été le même.

Une quote-part des activités financières dans le PIB suisse deux à trois supérieure à celle d'autres pays européens et du Japon

**graphique 36:** quote-part, en pour-cent du PIB

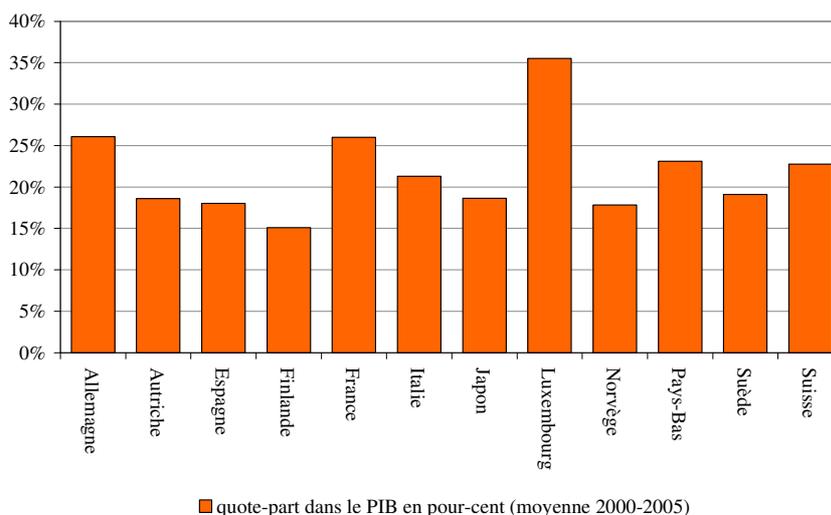
à prix constants, de la valeur ajoutée de la rubrique « Activités financières », nomenclature A16, moyenne 2000-2005<sup>9</sup>



source : Eurostat

**graphique 37:** quote-part, en pour-cent du PIB

à prix constants constants, de la valeur ajoutée de la rubrique « Activités financières ; immo-bilier, location et services aux entreprises », nomenclature A6, moyenne 2000-2005<sup>10</sup>



source : Eurostat

<sup>9</sup> Pour l'Espagne, la Norvège et la Suède, moyenne 2000-2003, pour le Japon, moyenne 1995-2000.

<sup>10</sup> Même remarque que sous <sup>2</sup>.

Le graphique 36 permet de confirmer que la quote-part de la valeur ajoutée des activités financières dans le PIB (aux prix constants) de la Suisse (intermédiation financière et assurances), qui en moyenne sur les 5 dernières années s'élève à 13,2%, est pratiquement deux à trois fois plus importante que celle mesurée dans les pays voisins ou dans d'autres pays de l'Union européenne (en moyenne sur la même période 2000-2005 5,8%, pour les 11 autres pays considérés, et 4,4% sans tenir compte du Luxembourg). Sauf le Luxembourg affiche une quote-part supérieure à la Suisse, de 19,2%. Même le Japon, comme unique représentant dans pays non-européens que nous avons retenu, et qui possède une place financière et un secteur bancaire importants, affiche une quote-part des activités financières dans le PIB qui s'élève à peine à la moitié de la quote-part suisse (6% pour le Japon). Il est intéressant de constater que pour beaucoup de pays européens (Allemagne, Autriche, Espagne, France, Italie, Norvège, Suède), nous obtenons une quote-part pratiquement identique, de l'ordre de 4%.

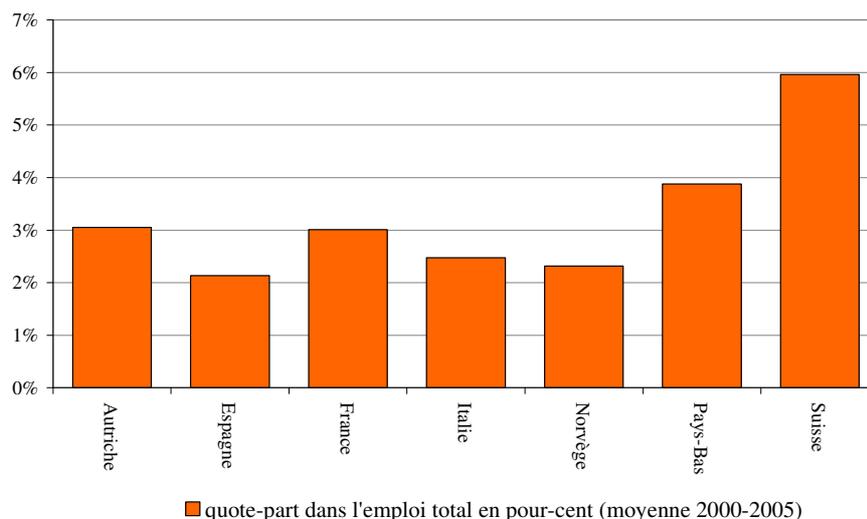
Lorsque l'on intègre les activités immobilières et les autres services aux entreprises, dont une partie est potentiellement également tributaire des marchés financiers, à des degrés différents suivant les pays, on s'aperçoit toutefois que la particularité de la Suisse (graphique 37) s'estompe. La rubrique 5, disponible dans la ventilation à 6 rubriques du compte de production, affiche les quotes-parts (au PIB) les plus élevés pour le Luxembourg (35,5%) et pour l'Allemagne et la France (respectivement 26,1 et 26% du PIB). La Suisse se situe approximativement dans la moyenne (22,8% pour la Suisse, pour une valeur moyenne sur les 5 dernières années de 21,8% pour tous les autres pays considérés, 20,4% sans le Luxembourg). Cette dernière observation souligne l'importance du secteur immobilier dans beaucoup de pays européens, en termes de valeur ajoutée, de même que l'importance de l'ensemble des autres services aux entreprises.

Une quote-part de l'emploi dans les activités financières en Suisse également deux fois supérieure à la moyenne

En conformité avec une quote-part de la valeur ajoutée dans le PIB supérieure à la moyenne, la quote-part en pour-cent de l'emploi total des emplois des « activités financières » (en équivalents plein-temps) est également plus importante en Suisse que dans d'autres pays. Avec une quote-part de 6% (moyenne 2000-2005), celle-ci est deux-fois supérieure à la moyenne des pays considérés (2,8% en moyenne, sur les années 2000-2005). Ces résultats sont présentés dans le graphique 38. Pour le Luxembourg, Eurostat ne met pas à disposition de données.

**graphique 38:** quote-part, en pour-cent de l'emploi total

rubrique « Activités financières », nomenclature A16, moyenne 2000-2005



source : Eurostat

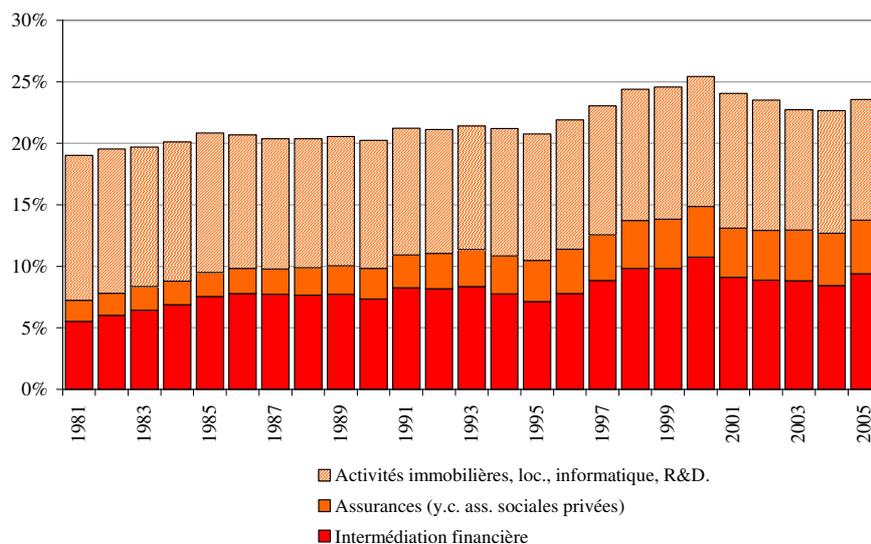
Les quotes-parts présentées dans les graphiques précédents, calculées en moyenne pour les années 2000-2005, cachent des évolutions importantes sur les deux dernières décennies. Pour la Suisse notamment, alors qu'en termes de valeur ajoutée la quote-part des activités financières dans le PIB était d'environ 7% au début des années 90, celle-ci a atteint presque 14% en 2005. En termes d'emplois toutefois, la

quote-part de l'emploi des activités financières dans l'emploi total est restée étonnamment stable durant les 15 dernières années. Cette évolution traduit évidemment les gains importants de productivité réalisés par ce secteur d'activité.

Le reste de la rubrique A5 (dans la nomenclature à 6 rubriques) manifeste une évolution en sens inverse. Alors que la quote-part de l'emploi n'a cessé d'augmenter dans les activités immobilières, de conseils et d'autres services aux entreprises, la quote-part de la valeur ajoutée s'est réduit légèrement depuis le début des années 90, pour passer de plus de 11,8% en 1991, à 9,8% en 2005. La quote-part de l'emploi correspondante est passée de 7,9% à 11,5% durant la même période. Ces évolutions sont présentées dans le graphique 39 et le graphique 40.

### graphique 39: structure de la quote-part dans le PIB

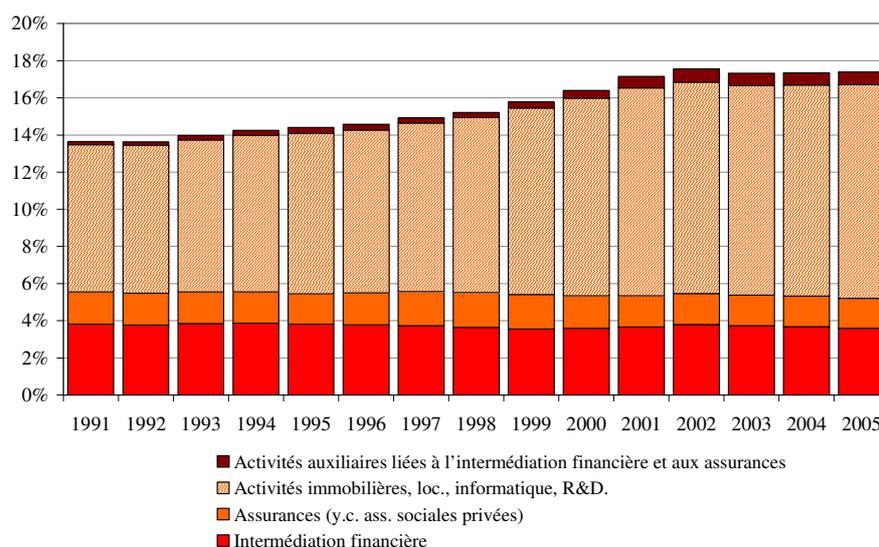
rubrique « Activités financières ; immobilier, location et services aux entreprises », nomenclature A6



source : Eurostat

### graphique 40: structure de la quote-part dans l'emploi total

rubrique « Activités financières; immobilier, location et services aux entreprises », nomenclature A6



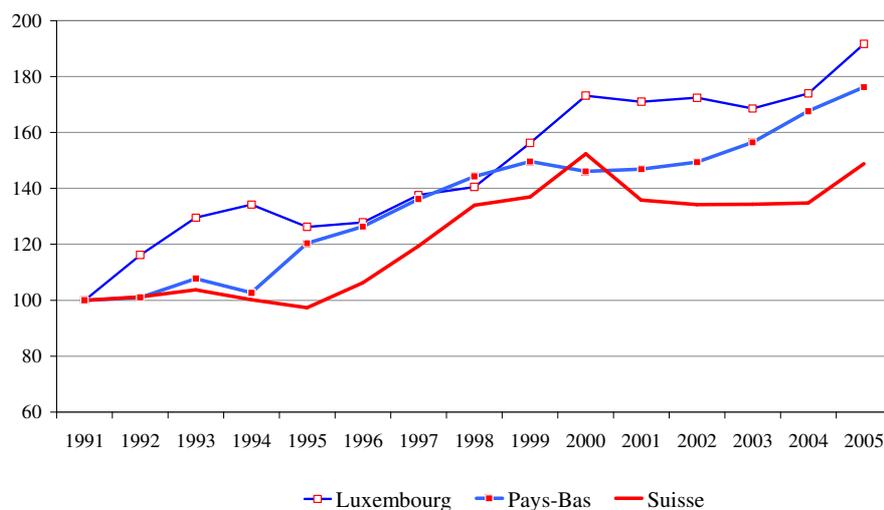
source : Eurostat

Il ressort très nettement des graphiques précédents que les activités financières jouent un rôle que l'on peut qualifier de *grandissant* dans l'économie suisse, davantage toutefois en termes de valeur ajoutée que d'emplois. Cette évolution n'est cependant pas caractéristique de tous les pays européens. Comme nous allons le voir dans les paragraphes qui suivent, dans certains pays européens la valeur ajoutée des activités financières a même progressé moins rapidement que le reste de l'économie, une situation qui contraste fortement avec la situation helvétique.

Depuis le début des années 90, la croissance moyenne de la valeur ajoutée aux prix constants des activités financières (au sens stricte, soit selon la nomenclature A16) a été très dynamique en Suisse, ainsi que dans plusieurs autres pays de l'Union européenne, comme notamment au Luxembourg et aux Pays-Bas. En dehors de l'UE, les activités financières ont également fortement progressé en Norvège durant les quinze dernières années. Il n'y a qu'en Finlande, où la valeur ajoutée des activités financières a évolué à la baisse, presque régulièrement, entre 1991 et 2005. Par ailleurs la France, mais également l'Allemagne et l'Italie dans une moindre mesure, se distinguent par une évolution très peu dynamique de la valeur ajoutée des activités financières depuis le début des années 90. Le graphique 41a, le graphique 41b ainsi que le graphique 41c illustrent, sous forme d'indices (1991=100 pour tous les pays), l'évolution annuelle de la valeur ajoutée des activités financières jusqu'en 2005, aux prix constants. L'année 2000 semble avoir marqué la fin d'un cycle d'expansion pour pratiquement tous les pays considérés. Depuis 2003, la valeur ajoutée des activités financières est repartie à la hausse, à nouveau de manière très dynamique en Suisse (également au Luxembourg et aux Pays-Bas)<sup>11</sup>.

### graphique 41a: évolution de la valeur ajoutée des « Activités financières »

(nomenclature A16), Luxembourg, Pays-Bas et Suisse, aux prix constants, 1991 = 100

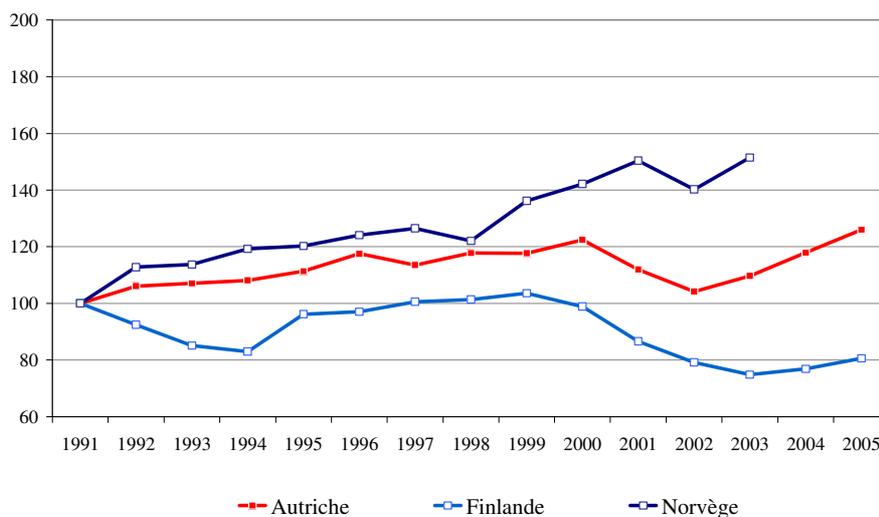


source : Eurostat

<sup>11</sup> Durant l'automne 2006, les données pour 2004 et 2005 n'étaient pas disponibles pour la Norvège auprès d'Eurostat

**graphique 41b:** évolution de la valeur ajoutée des « Activités financières »

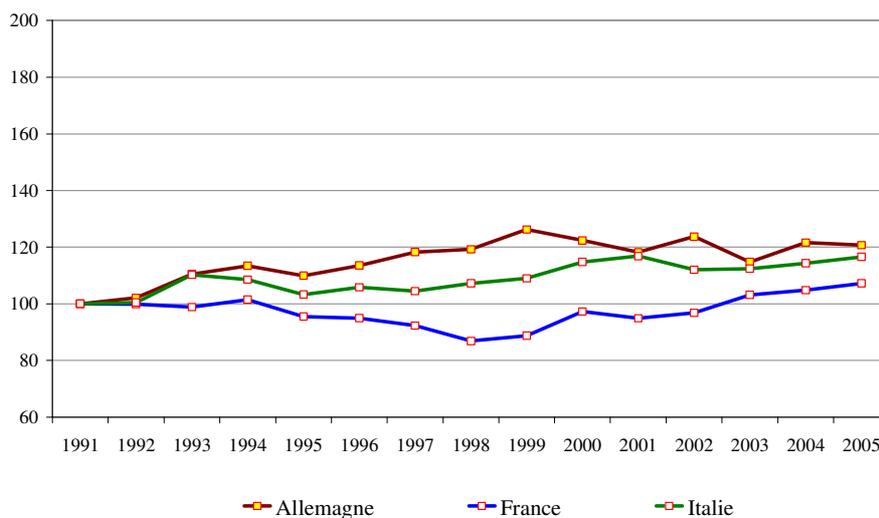
(nomenclature A16), Autriche, Finlande, Norvège, aux prix constants, 1991 = 100



source : Eurostat

**graphique 41c:** évolution de la valeur ajoutée des « Activités financières »

(nomenclature A16), Allemagne, France, Italie, aux prix constants, 1991 = 100



source : Eurostat

Afin de dégager dans quelle mesure l'évolution de la valeur ajoutée des activités financières se distingue, en moyenne sur plusieurs années, de l'évolution générale de la valeur ajoutée du reste de l'économie, nous avons séparé, soit sur la base de la structure A16, soit sur celle de la structure A6, deux sous-composantes pour le PIB des différents pays considérés : les activités financières (dans la structure A16) ou les activités financières, immobilières et autres services aux entreprises (dans la structure A6) et le reste de l'économie<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> Il existe plusieurs manières de calculer le « reste de l'économie ». On peut soit prendre l'ensemble de la valeur ajoutée des autres branches, soit prendre le PIB auquel on soustrait la valeur ajoutée des activités financières. Nous avons opté pour la deuxième alternative, pour faciliter l'interprétation. Les résultats n'auraient pas été très différents, si nous avions opté pour la première solution.

Pays-Bas, Luxembourg, Norvège et Suisse se distinguent par une croissance très dynamique de la valeur ajoutée des activités financières depuis le début des années 90

Le tableau 7 et le tableau 8 illustrent bien que la croissance de ces deux composantes distinctes du PIB (activités financières au sens stricte et activités financières, immobilières et autres services aux entreprises) évoluent de manière plus dynamique que le reste de l'économie dans de nombreux pays, mais que la situation de la Suisse se distingue par une relativement grande hétérogénéité, comme du reste la Finlande (mais dans le sens inverse) et les Pays-Bas. Entre 1991 et 2005, la valeur ajoutée des activités financières en Suisse a progressé d'environ de 3% en moyenne annuelle (à prix constants), alors que le reste de l'économie n'a progressé qu'approximativement de 1% en moyenne. Lorsqu'on intègre les activités immobilières et d'autres services aux entreprises, potentiellement soumis en partie à l'activité des marchés financiers, cette évolution hétérogène demeure, même si celle-ci semble un peu moins marquée. Le tableau 7 et le tableau 8 illustrent également, et de manière différenciée, que la fameuse *faiblesse de croissance* de l'économie suisse concerne bien une partie du tissu économique suisse, et que certains branches de l'économie helvétique, comme notamment les activités financières, connaissent un dynamisme tout à fait dans la moyenne, voire même supérieure à la moyenne des autres pays européens.

**tableau 7:** croissance annuelle moyenne de la valeur ajoutée

à prix constants, 1991-2005, calculs effectués sur la base de la ventilation A16

Rubrique	AT	CH	DE	FI	FR	IT	LU	NL	NO	SE
Activités financières	1.7%	2.9%	1.4%	-1.5%	0.5%	1.1%	4.8%	4.1%	3.5%	2.4%
Ensemble des autres branches	2.1%	1.0%	1.4%	2.9%	1.9%	1.3%	5.2%	2.5%	3.2%	2.9%

source : Eurostat

**tableau 8:** croissance annuelle moyenne de la valeur ajoutée

à prix constants, 1991-2005, calculs effectués sur la base de la ventilation A6

Rubrique	AT	CH	DE	FI	FR	IT	LU	NO	NL	SE
Activités financières; immobilier, location et services aux entreprises	2.9%	2.1%	2.9%	2.4%	2.5%	1.7%	4.2%	3.7%	3.6%	2.4%
Ensemble des autres branches	1.9%	1.0%	0.9%	2.9%	1.7%	1.1%	5.6%	3.1%	2.3%	3.0%

source : Eurostat

Une évolution dynamique du marché immobilier et des autres services aux entreprises caractérisent plusieurs pays européens, durant la période 1991-2005, mais pas en Suisse

Pour beaucoup de pays européens, c'est notamment le cas de l'Allemagne, de l'Autriche, de la France et de la Finlande, le dynamisme des branches d'activité du secteur immobilier et des autres services aux entreprises<sup>13</sup> a permis à l'ensemble de la rubrique A5 (dans la nomenclature à six rubriques (A6)) de progresser substantiellement durant la période 1991-2005, mais non le secteur financier au sens strict (banques et assurances), ce que confirme la différence entre les taux d'expansion moyens mentionnés dans le tableau 7 et le tableau 8. En Suisse et aux Pays-Bas, de même qu'au Luxembourg, contrairement aux autres pays retenus, la croissance de la valeur ajoutée du secteur immobilier et des autres services aux entreprises (position 70-74 de la NOGA 2002) a pour ainsi dire *freiné* l'expansion de la rubrique agrégée « Activités financières; immobilier, location et services aux entreprises » de la nomenclature A6. Entre 1991 et 2005, la croissance annuelle moyenne de la valeur ajoutée des rubriques NOGA 70-74 en Suisse a été de 0,9%, soit une taux d'expansion pratiquement identique à celui de l'ensemble du reste de l'économie.

<sup>13</sup> Comme notamment l'informatique, la recherche et le développement, les services aux entreprises comme les études d'avocats, les conseils juridiques, les études de marchés, les activités des gestions de holdings et de holdings financiers, les bureaux d'architectes et d'ingénieurs, la publicité, et d'autres rubriques des services divers aux entreprises (nettoyage, sécurité, ...).

Les fluctuations de la valeur ajoutée des activités financières peuvent être positivement ou négativement corrélées entre pays, voire pas corrélées du tout

Sur l'échantillon 1991-2005, les taux annuels de variation des séries présentées dans le graphique 41a, le graphique 41b et le graphique 41c ne sont pas positivement corrélés entre tous les pays. En raison du caractère international des activités financières, on aurait pu s'attendre à des évolutions relativement parallèles de la valeur ajoutée dans différents pays, avec quelques nuances il est vrai, en fonction des degrés d'intégration des systèmes financiers nationaux et des degrés de spécialisation (par exemple marché du crédit local ou gestion de fortune internationale). Nous avons calculé pour les variations annuelles de la valeur ajoutée des activités financières des coefficients de corrélation (échantillon 1991-2005). Les résultats que nous obtenons signalent la présence de quelques corrélations positives, mais également, parfois, de corrélations négatives (tableau 9). Pour les séries de la valeur ajoutée des activités financières de la Finlande et des Pays-Bas, le coefficient de corrélation positif le plus élevé a pu être calculé (+0,72). Les fluctuations de la valeur ajoutée du Luxembourg semblent partager des éléments communs (en termes de corrélation positive relativement élevée) avec celles de l'Allemagne et l'Italie surtout. Une corrélation très négative apparaît entre les fluctuations de la valeur ajoutée des activités financières de la France et des Pays-Bas, ce qui illustre que les impulsions de ce secteur peuvent, pour la même année considérée, différer d'un pays à l'autre. Le parcours de la valeur ajoutée des activités financières de la Suisse semble, quant à lui, partager peu de traits communs avec celui des autres pays retenus ; le lien de corrélation positif le plus élevé, sur la période 1991-2005, est obtenu avec le Luxembourg (+0,36).

La présence de corrélation positive ou négative, entre l'évolution de la valeur ajoutée des activités financières pour différents pays européens, implique que ce secteur d'activité peut dégager des impulsions conjoncturelles qui peuvent être fortement différentes d'un pays à l'autre. Ces impulsions peuvent même aller en sens inverse (être négativement corrélées, par exemple comme dans le cas de la France et des Pays-Bas). La spécialisation des banques suisses dans la gestion de patrimoine notamment pourrait expliquer en partie le parcours relativement singulier de l'évolution de la valeur ajoutée des intermédiaires financiers, de même que l'activité de réassurance (également en partie une spécificité suisse). Entre la Suisse et le Luxembourg, on aurait pu s'attendre à une corrélation positive plus élevée, si l'on tient compte du caractère relativement proche de certaines activités bancaires, mais les données à disposition ne confirment pas cette éventualité<sup>14</sup>.

Certes, le critère de la présence (ou de l'absence) de liens de corrélation linéaire entre les taux de variation de la valeur ajoutée peut certes être appliqué à toutes les branches de l'économie. Pour les branches mentionnées dans le tableau 5 (nomenclature A16), on peut bien imaginer que les activités économiques liées au marché intérieur (construction, éducation, administrations publiques, santé, ...) aient des évolutions très singulières dans chaque pays. L'absence de corrélation entre les fluctuations de la valeur ajoutée des pays européens ne devrait pas surprendre, a priori, pour ces branches d'activités.

Pour deux branches d'activités cependant, exposées fortement aux marchés internationaux, comme notamment l'industrie manufacturière et les activités financières, on pourrait supposer que des liens de corrélation étroits puissent être vérifiés. La présence de corrélation positive entre les fluctuations de la valeur ajoutée de l'industrie pour beaucoup de pays européens et la Suisse est du reste largement confirmée par les données disponibles<sup>15</sup>. Pour les activités financières, il semble que la spécialisation et le degré d'internationalisation puisse jouer un rôle très déterminant pour l'évolution respective de la valeur ajoutée, avec des différences notables d'un pays à l'autre (cas extrême de la France et des Pays-Bas).

<sup>14</sup> Pour les pays retenus (à part la Suisse), comme nous l'avons mentionné précédemment, il n'a été possible de distinguer la valeur ajoutée des banques de celles des assurances. L'utilisation de données agrégées, regroupant ces deux branches d'activités, peut aboutir à un affaiblissement des corrélations positives qui pourrait exister entre l'évolution de la valeur ajoutée des banques, puisque le secteur des assurances devrait continuer de dépendre, en grande partie, d'événements nationaux. Une piste de recherche pour des travaux futurs consisterait à rechercher des données plus désagrégées que celles que nous avons utilisées, et de tester l'hypothèse d'évolution commune ou non de la valeur ajoutée de ces deux sous-secteurs importants des activités financières.

<sup>15</sup> Les coefficients de corrélation linéaire entre les taux d'évolution de la valeur ajoutée des industries manufacturières, pour les mêmes pays que ceux mentionnés dans le tableau 9, sont, à titre d'exemple, les suivants (l'industrie norvégienne semble être la

La nature des affaires bancaires, la spécialisation soit sur le marché du crédit ou sur celui de la gestion de patrimoine, de même que les affaires dominantes des sociétés d'assurances, représentent à notre avis des éléments d'explication importants pour le parcours relativement singulier dans chaque pays, de la valeur ajoutée des activités financières, pour les pays présentés et sur la période 1991-2005.

**tableau 9:** coefficients de corrélation linéaire

entre les taux d'évolution de la valeur ajoutée des activités financières, à prix constants, position 10, nomenclature A16, différents pays (échantillon 1991-2005)

	Δ (AT)	Δ (CH)	Δ (DE)	Δ (FI)	Δ (FR)	Δ (IT)	Δ (LU)	Δ (NL)	Δ (NO)
Δ (AT)	1.00								
Δ (CH)	<b>0.44</b>	1.00							
Δ (DE)	-0.19	0.23	1.00						
Δ (FL)	0.32	0.28	-0.05	1.00					
Δ (FR)	0.18	0.05	-0.23	-0.42	1.00				
Δ (IT)	0.23	0.31	0.23	-0.41	0.20	1.00			
Δ (LU)	0.20	0.36	<b>0.54</b>	-0.31	0.28	<b>0.52</b>	1.00		
Δ (NL)	0.13	0.10	-0.05	<b>0.72</b>	<b>-0.63</b>	-0.22	-0.39	1.00	
Δ (NO)	0.34	-0.20	-0.18	-0.11	0.33	0.14	<b>0.44</b>	-0.26	1

sources : Eurostat (calculs SECO)

Il n'existe pas de corrélation linéaire stable entre l'évolution de la valeur ajoutée des activités financières et celle du reste de l'économie

Une autre manière de considérer les spécificités de la valeur ajoutée des activités financières consiste à nouveau à estimer des corrélations linéaires, mais cette fois-ci entre les fluctuations annuelles de celles-ci et celles du reste de l'économie. Nous obtenons pour les 9 pays retenus dans le graphique 41a, le graphique 41b et le graphique 41c, les coefficients de corrélation linéaire mentionnés dans le tableau 10. Nous constatons à nouveau l'absence relative de corrélation positive des fluctuations de la valeur ajoutée des activités financières avec celles du reste de l'économie (sauf peut-être le cas de la Finlande et celui particulier du Luxembourg, qui présente une corrélation cependant négative). Ce constat confirme à nouveau, une évolution relativement singulière de la valeur ajoutée des activités financières, qui ne reflète pas forcément celle du reste de l'économie<sup>16</sup>.

**tableau 10:** coefficients de corrélation linéaire

entre les taux d'évolution de la valeur ajoutée des activités financières et celle du reste de l'économie, position 10, nomenclature A16 (échantillon 1991-2005)

Δ (AT)	Δ (DE)	Δ (FI)	Δ (FR)	Δ (IT)	Δ (LU)	Δ (NO)	Δ (NL)	Δ (CH)
0.24	-0.31	0.43	-0.04	-0.41	-0.48	-0.10	0.16	-0.25

sources : Eurostat (calculs SECO)

seule à suivre un parcours très singulier, que l'on ne peut toutefois pas mettre sur le dos de l'industrie pétrolière, puisque nous considérons ici l'industrie manufacturière et non l'industrie extractive) :

	Δ (AT)	Δ (CH)	Δ (DE)	Δ (FI)	Δ (FR)	Δ (IT)	Δ (LU)	Δ (NL)	Δ (NO)
Δ (AT)	1.00								
Δ (CH)	0.38	1.00							
Δ (DE)	<b>0.80</b>	<b>0.61</b>	1.00						
Δ (FL)	<b>0.77</b>	<b>0.53</b>	<b>0.69</b>	1.00					
Δ (FR)	<b>0.83</b>	<b>0.51</b>	<b>0.82</b>	<b>0.65</b>	1.00				
Δ (IT)	<b>0.61</b>	<b>0.48</b>	<b>0.54</b>	<b>0.72</b>	<b>0.73</b>	1.00			
Δ (LU)	<b>0.49</b>	0.09	0.36	<b>0.66</b>	0.32	0.32	1.00		
Δ (NL)	<b>0.71</b>	<b>0.51</b>	<b>0.70</b>	<b>0.83</b>	<b>0.55</b>	<b>0.58</b>	<b>0.66</b>	1.00	
Δ (NO)	-0.23	-0.15	-0.12	-0.11	0.03	0.21	-0.17	-0.25	1

<sup>16</sup> Les liens mis en évidence dans le tableau 10 doivent être interprétés avec beaucoup de prudence. Ces relations de corrélation ne sont pas très stables et fortement dépendantes des échantillons considérés, parfois même d'une seule observation, ce qui est le cas au Luxembourg par exemple (en raison de l'année 1995 ; sans cette année, la corrélation serait même fortement positive au Luxembourg, d'environ +0,5). Ce constat confirme à nouveau la relative indépendance des fluctuations de la valeur ajoutée des activités financières par rapport à celles du reste de l'économie, ainsi que la difficulté de travailler avec des données annuelles, sur des échantillons de relativement petite taille (14 observations).

Il résulte de ces quelques calculs de statistiques descriptives, qu'il est difficile de mettre en évidence des liens linéaires clairs entre l'évolution de la valeur ajoutée des activités financières entre différents pays. Il semble également difficile de mettre en évidence des relations claires entre les fluctuations de la valeur ajoutée des activités financières et celles du reste de l'économie, au sein d'un même pays. Le caractère singulier de l'évolution de la valeur ajoutée des activités financières dans chaque pays représente à notre avis une caractéristique importante de ce secteur d'activité. Cette constatation nuance également, quelque peu, le caractère très international des marchés financiers. Lorsque l'on quitte la nomenclature à 16 branches, et que l'on considère les activités financières regroupées avec les autres services aux entreprises (rubrique 5 dans la nomenclature à 6 branches présentées dans le tableau 6), cette dernière remarque doit être nuancée. Pour beaucoup de pays, sauf la Suisse, la rubrique agrégée des activités financières et des autres services aux entreprises partagent certains traits communs avec les fluctuations du reste de l'économie. Une illustration est présentée pour le cas du Luxembourg et de la Suisse, dans le graphique 45, à la fin de ce thème spécial.

L'évolution de la valeur ajoutée des activités financières témoigne de caractéristiques « nationales » importantes

Il est clair, et nous ne le nions nullement, que les marchés financiers peuvent jouer un rôle très important dans la transmission des impulsions conjoncturelles à travers les pays et les continents. Toutefois, celle-ci a certainement lieu par l'intermédiaire de l'évolution du prix des actifs financiers et des taux d'intérêt, dont l'évolution est fortement marquée par des tendances internationales communes, ou encore suite à des transferts de capitaux. Il semble par contre que la dynamique de la valeur ajoutée financière est très dépendante de considérations locales et structurelles. Selon nos calculs et nos observations, les activités financières semblent ainsi livrer des impulsions directes à la conjoncture nationale qui peuvent varier grandement d'un pays à l'autre, pour la même année. Ce dernier point souligne l'importance de la spécialisation différente selon les pays des activités financières et de la présence de structures encore très différentes dans l'organisation bancaire de chaque pays, voire du degré encore relativement peu élevé de l'intégration financière sur le continent européen.

Afin d'analyser d'une manière un peu plus approfondie les caractéristiques de la valeur ajoutée des activités financières dans le cycle conjoncturel, il est nécessaire d'utiliser des données trimestrielles. Or, celles-ci font défaut pour la plupart des pays européens sur la base de la nomenclature A16. Nous considérons dès lors les données mises à disposition par beaucoup de pays européens selon la nomenclature A6 (six rubriques), et essayons d'en dégager quelques *faits stylisés*. Nous réduisons le nombre de pays considérés à la Suisse, l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Autriche et le Luxembourg.

Nous calculons pour les cinq pays mentionnés ci-dessus, les contributions à la croissance trimestrielle du PIB aux prix constants de la rubrique A5 issue de la nomenclature A6 (tableau 6). Le graphique 42a met clairement en évidence que les activités financières, immobilières et les autres services aux entreprises jouent un rôle décisif en termes de fluctuations conjoncturelles en Suisse. Non seulement, les fluctuations de la valeur ajoutée de la rubrique A5 peuvent influencer grandement le sens et la vigueur de l'évolution du PIB suisse, elles peuvent également entièrement compenser les fluctuations du reste de l'ensemble de l'économie.

En 1996, 2001 et 2003, les activités financières ont dicté, à elles seules, le sens de l'évolution du PIB que nous avons connu

Le graphique 42a permet par exemple d'isoler les années 1994, 1996, 2001 et 2003, durant lesquelles les fluctuations de la valeur ajoutée de la rubrique A5 (compte de production à 6 rubriques) ont évolué de manière diamétralement opposée au reste de l'économie suisse. Pour les années 1996, 2001 et 2003, c'est même uniquement la rubrique A5 qui a dicté, à elle seule, le sens de l'évolution du PIB que nous avons connue durant ces trois années. Pour les années 1997, 1998, 2000, 2005 et 2006, les fluctuations de la rubrique A5 ont exercé des effets positifs additionnels à ceux déjà livrés par le reste de l'économie. Le graphique 42a permet également de dégager quelques similitudes entre les années 1997-1998 et 2005-2006, notamment en termes d'importance des contributions à la croissance du PIB livrées par la rubrique A5 du compte de production suisse.

Parmi les quatre autres pays considérés (Allemagne, Autriche, France, l'Italie et le Luxembourg), il n'y a que peu de situations comparables à celle de la Suisse. Uniquement pour l'Allemagne (graphique 42b), en 1993, on retrouve une situation où l'évolution de la valeur ajoutée du reste de l'économie et celle de la rubrique A5 ont

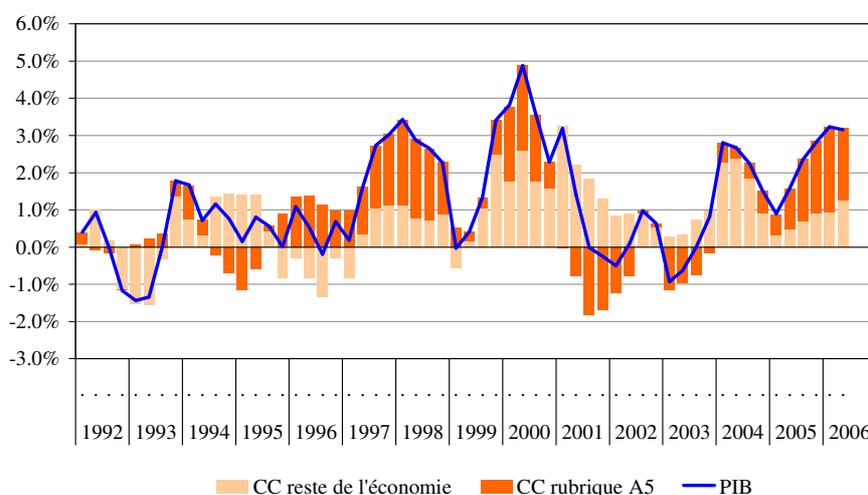
été de sens opposé. Dans la majorité des cas, la rubrique A5 du compte de production allemand semble renforcer les tendances conjoncturelles qui se dessinent déjà dans le reste de l'économie, mais ne parvient que très peu souvent à les corriger ou à en modifier le sens. Pour la France, l'Italie et l'Autriche, (respectivement le graphique 42c, le graphique 42d, le graphique 42e et le graphique 42f), les contributions à la croissance des activités financières, immobilières et des autres services aux entreprises sont en conformité avec leur poids relatif (environ 1/4 du PIB, un peu plus du tiers pour le Luxembourg) et avec l'évolution générale des autres branches d'activité (reste de l'économie).

Pour le Luxembourg, mis à part le dernier trimestre 1996, où les activités financières et les autres services aux entreprises ont évolué de manière inverse au reste de l'économie, on ne dénote depuis 1996 aucune évolution de sens opposé, sur plusieurs trimestres, ce qui a par contre souvent été le cas en Suisse. Au Luxembourg, la contribution de la rubrique A5 du compte de production à six rubriques est également fortement positive en 2005 et 2006 et explique, comme en Suisse, plus du 50% de la croissance du PIB luxembourgeois, ce qui ne semble que très rarement avoir été le cas durant les dix dernières années. Par ailleurs, même si la quote-part des activités financières dans le PIB est beaucoup plus élevée au Luxembourg qu'en Suisse, l'impact conjoncturel des activités financières (y compris les autres services aux entreprises) semblent être moins prédominant qu'en Suisse. Deux éléments expliquent cette situation. D'une part le dynamisme du reste de l'économie luxembourgeoise est élevé (cf tableau 7 ou tableau 8), d'autre part depuis 1996 il existe une corrélation positive élevée et significative entre les fluctuations du reste de l'économie et celle de la rubrique A5 du compte de production à six rubriques, ce qui n'est pas le cas en Suisse.

Il existe de fortes similitudes entre 1997-1998 et 2005-2006

**graphique 42a: Suisse, contributions à la croissance trimestrielle du PIB**

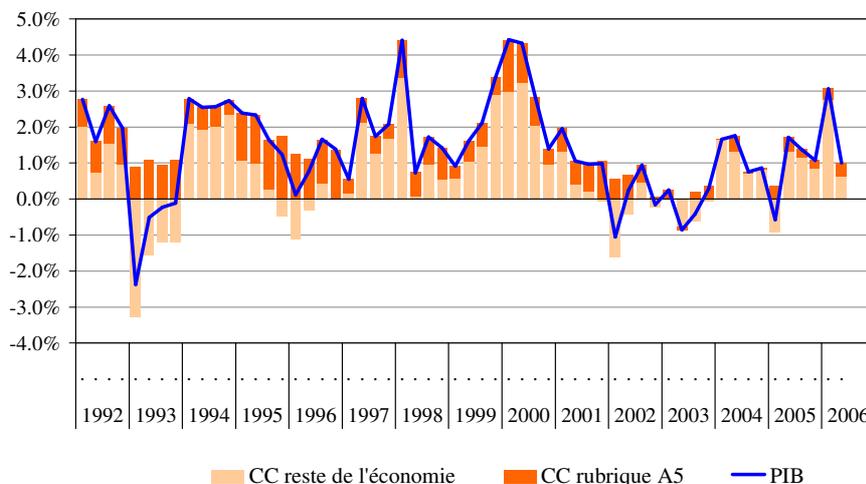
Activités financières et immobilières (et autres services aux entreprises), rubrique A5 de la nomenclature A6, et du reste de l'économie (ensemble des autres branches)



sources : SECO

**graphique 42b: Allemagne, contributions à la croissance trimestrielle du PIB**

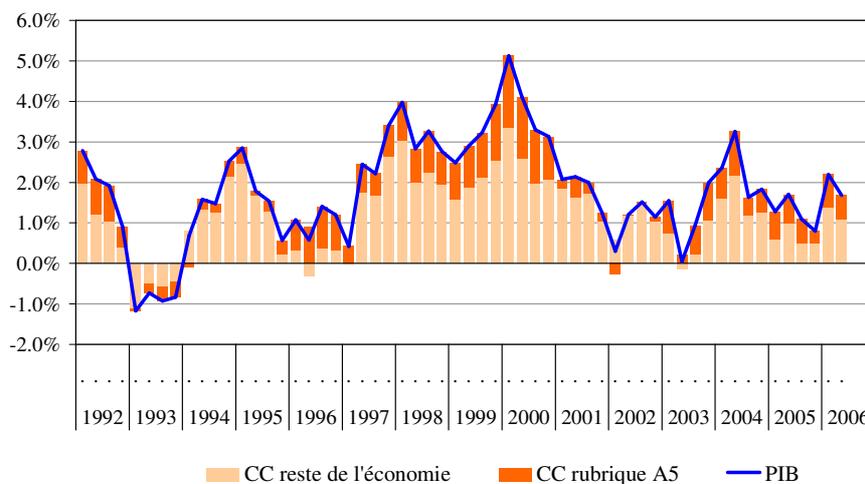
Activités financières et immobilières (et autres services aux entreprises), rubrique A5 de la nomenclature A6, et du reste de l'économie (ensemble des autres branches)



sources : Eurostat (calculs SECO)

**graphique 42c: France, contributions à la croissance trimestrielle du PIB**

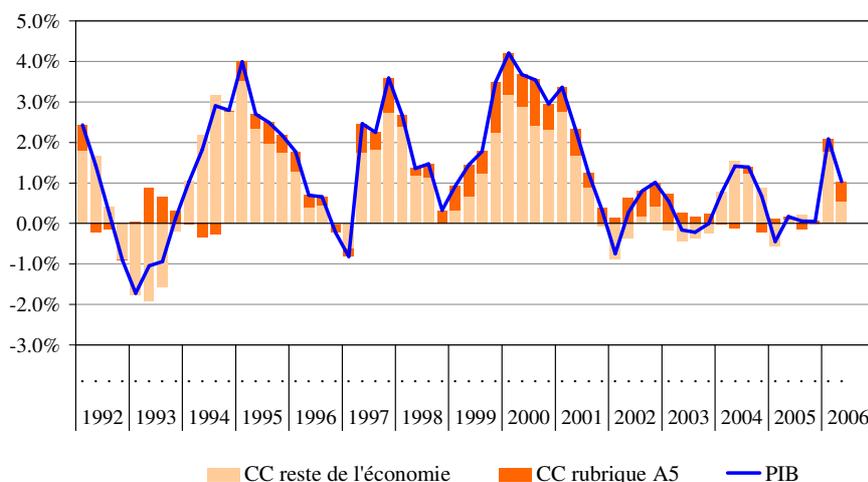
Activités financières et immobilières (et autres services aux entreprises), rubrique A5 de la nomenclature A6, et du reste de l'économie (ensemble des autres branches)



sources : Eurostat (calculs SECO)

**graphique 42d: Italie, contributions à la croissance trimestrielle du PIB**

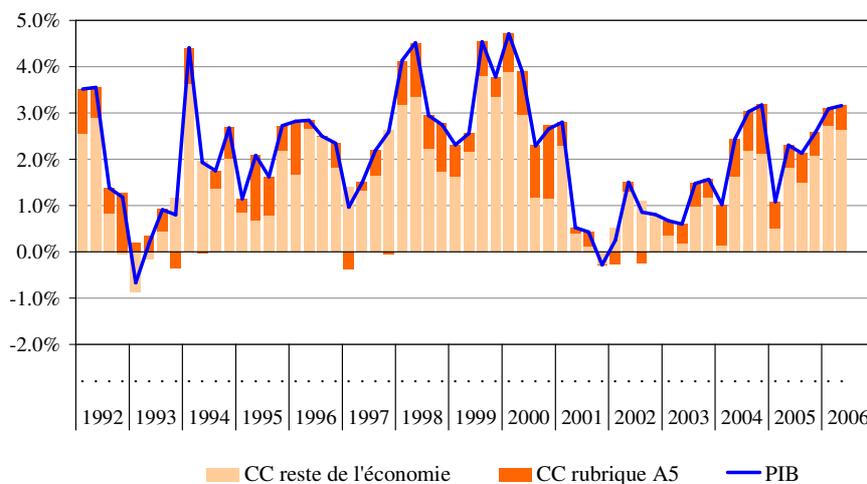
Activités financières et immobilières (et autres services aux entreprises), rubrique A5 de la nomenclature A6, et du reste de l'économie (ensemble des autres branches)



sources : Eurostat (calculs SECO)

**graphique 42e: Autriche, contributions à la croissance trimestrielle du PIB**

Activités financières et immobilières (et autres services aux entreprises), rubrique A5 de la nomenclature A6, et du reste de l'économie (ensemble des autres branches)

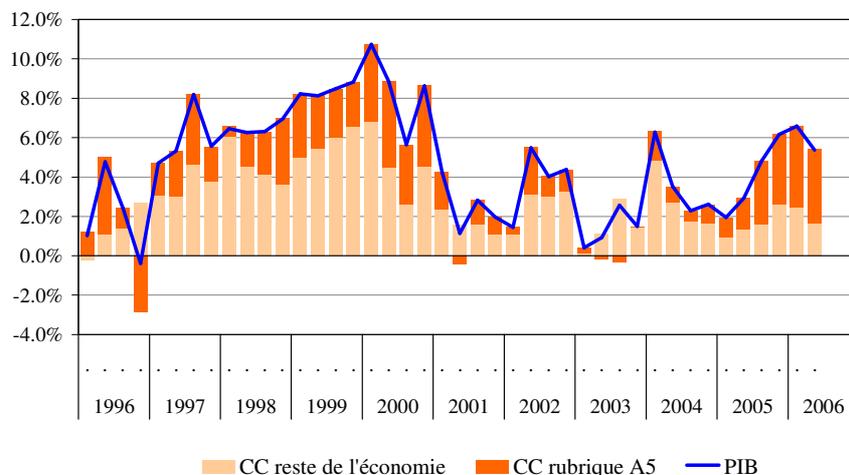


sources : Eurostat (calculs SECO)

Malgré une quote-part très élevée des activités financières dans le PIB luxembourgeois, leur impact conjoncturel est substantiel, mais semble moins prédominant qu'en Suisse, durant les dix dernières années

**graphique 42f: Luxembourg, contributions à la croissance trimestrielle du PIB**

Activités financières et immobilières (et autres services aux entreprises), rubrique A5 de la nomenclature A6, et du reste de l'économie (ensemble des autres branches)



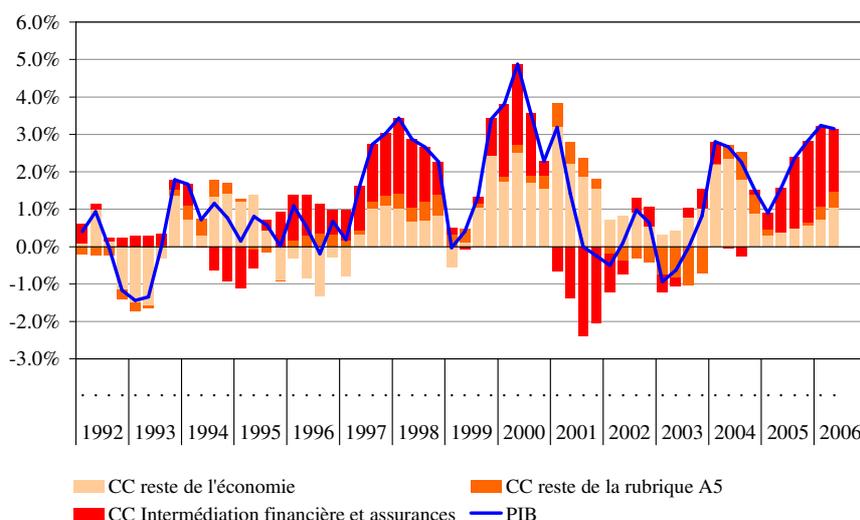
sources : Eurostat (calculs SECO)

Il n'y a qu'en Suisse où les contributions trimestrielles à la croissance du PIB des activités financières peuvent faire « chavirer » le PIB du côté positif ou négatif

Pour la Suisse, étant donné que les données trimestrielles sont mises à disposition, il est possible dégager plus précisément, la contribution à la croissance trimestrielle du PIB des intermédiaires financiers (les banques) et des assurances d'une part et des activités du secteur immobilier et des autres services aux entreprises. Comme nous le présentons dans graphique 43, c'est bien les banques et les assurances qui dictent en grande partie l'ampleur et le sens des contributions à la croissance du PIB de l'ensemble de la rubrique A5 dans la nomenclature à six branches. Les surfaces rouges du graphique 43 mettent en évidence la contribution à la croissance du PIB des banques et des assurances. Alors que les activités financières, ainsi définies, représentent en moyenne 14% du PIB (durant les dernières années), elles jouent à elles seules un rôle très déterminant pour les fluctuations trimestrielles de l'ensemble du PIB, voire également pour les fluctuations annuelles. En effet, pour plusieurs trimestres d'affilée (voire même des années), leur contribution peut expliquer plus de la moitié des fluctuations du PIB. Cette situation a été notamment observée durant les années 1997-1998 et 2005-2006 et contraste fortement avec la situation qui prévaut dans des pays voisins.

**graphique 43: Suisse, détails des contributions à la croissance trimestrielle du PIB**

Activités financières, immobilières et autres services aux entreprises, nomenclature A16, (également contributions du reste de l'économie)

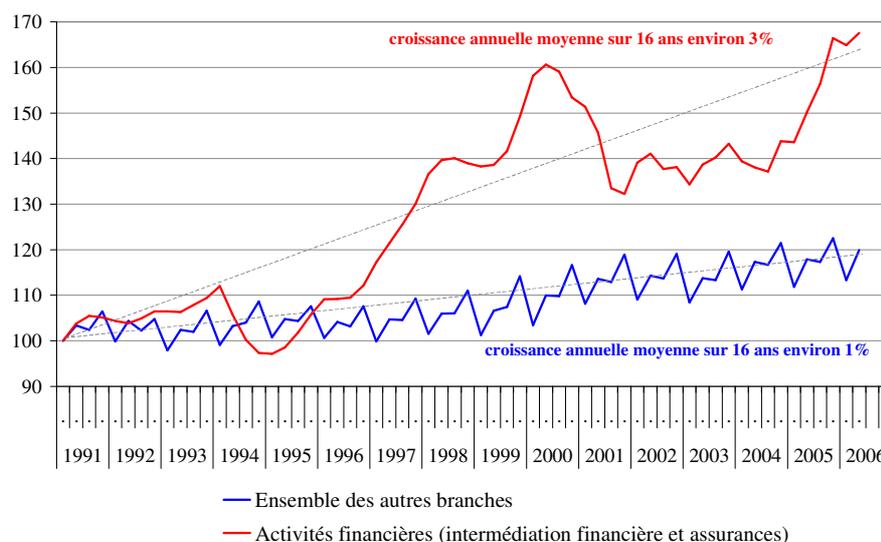


sources : SECO

La croissance économique dynamique observée en Suisse en 2005 et 2006 est fortement dépendante des activités financières. Or, on sait que même une croissance élevée de la valeur ajoutée de ce secteur d'activités ne se répercute que marginalement sur le marché du travail. Nous avons ici, à notre avis, une clef de lecture importante pour la réaction moins forte du marché de l'emploi à la très nette amélioration du PIB observée durant les années 2004 et 2006 (notamment jusqu'à la mi-année 2006).

La différence d'évolution tendancielle de la valeur ajoutée des activités financières et du reste de l'économie (dont l'évolution annuelle moyenne est mise en évidence pour les années 1991-2006 dans le tableau 7) a des conséquences conjoncturelles. Plus le reste de l'économie se développe faiblement, plus la quote-part des activités financières dans le PIB s'accroît et plus la volatilité du secteur financier a des chances de se traduire dans les fluctuations conjoncturelles agrégées du PIB. Dans le graphique 44, nous mettons en évidence graphiquement la différence de parcours de ces deux composantes du PIB suisse. Il ressort clairement que depuis le début des années 1990, ces deux subdivisions du PIB (activités financières, au sens stricte, et le reste de l'économie) ont bien connu des évolutions fortement divergentes et que les activités financières ont fortement contribué à la conjoncture suisse, voire même de manière grandissante.

**graphique 44:** valeur ajoutée des activités financières et du reste de l'économie  
niveau trimestriel, 1991-1 :2006 :2, indice 1991 :1=100

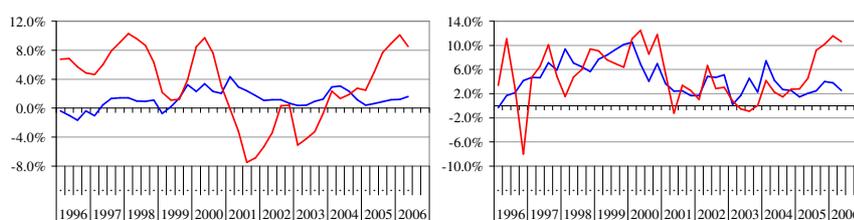


source : SECO

Un exemple très intéressant de pays possédant également une place financière importante (notamment en termes de quote-part dans le PIB) est représenté par le Luxembourg. Environ 19 à 20% du PIB luxembourgeois est directement influencé par les activités financières (banques et assurances). Mais étant donné que le reste de l'économie luxembourgeoise connaît également un essor dynamique, l'effet des fluctuations des activités financières dans celles du PIB est moins prédominant qu'en Suisse. Le graphique 45 présente les taux trimestriels<sup>17</sup> de variation de la valeur ajoutée des activités financières et des autres services aux entreprises d'une part, et ceux du reste de l'économie d'autre part, pour la Suisse et le Luxembourg. On s'aperçoit aisément que dans le cas luxembourgeois, bien que les fluctuations des activités dominées par les services financiers soient conséquentes (en termes de niveau et de volatilité), celles du reste de l'économie le sont également. Cette situation implique un rôle moins déterminant des activités financières et des autres services aux entreprises pour les fluctuations du PIB luxembourgeois qu'en Suisse, où le niveau et les fluctuations du reste de l'économie sont très modérées. En moyenne sur la période 1996 :1-2006 :2, l'économie luxembourgeoise a connu une très forte expansion. L'analyse sur une plus longue période, incluant également des phases de ralentissement ou de contraction de l'activité, serait toutefois souhaitable pour aller plus loin dans l'analyse des contributions de ces deux sous-composantes du PIB, et de leur comportement en termes d'accentuation ou de *lissage* des fluctuations conjoncturelles, notamment pour un pays comme le Luxembourg.

**graphique 45: Suisse et Luxembourg, variations trimestrielles**

Activités financières et des autres services aux entreprises (rouge) et variations du reste de l'économie (bleu), nomenclature à six branches (1996 :1-2006 :2)



sources : Eurostat, SECO

<sup>17</sup> Variations en pour-cent par rapport au même trimestre de l'année précédente.

## Résumé

Affirmer que les banques et les assurances représentent un secteur important de l'économie suisse n'est pas une nouveauté. Le chiffre approximatif de 14% que représente la valeur ajoutée des banques et des assurances dans le PIB suisse est souvent cité, de même que les 5 à 6% de l'emploi total, que représente les postes de travail des activités financières. Dans la présente analyse, nous plaçons ces chiffres dans un contexte plus large, comparons la situation de la Suisse avec celle qui prévaut dans plusieurs pays européens (et parfois le Japon). Nous considérons également l'évolution de ces quotes-parts durant les deux dernières décennies et mettons surtout en évidence que les activités financières jouent un rôle déterminant pour la conjoncture suisse.

Les dix principales conclusions que nous pouvons tirer de notre analyse et des observations que nous pouvons faire sur les deux dernières décennies, et surtout depuis le début des années 90, sont les suivantes :

1. La quote-part des activités financières dans le PIB, calculée sur un échantillon réduit de pays mettant les données à disposition, est deux à trois fois supérieure en Suisse que dans les autres pays européens et au Japon (13 à 14% pour la Suisse, 4 à 5% en moyenne pour les pays européens, 6% pour le Japon et environ 19% au Luxembourg).
2. La quote-part de l'emploi dans les activités financières en Suisse est également deux fois supérieure à la moyenne européenne.
3. Sur les deux dernières décennies, c'est en particulier la quote-part de la valeur ajoutée des activités financières qui a doublé, celle de l'emploi est demeurée relativement constante.
4. Les Pays-Bas, la Norvège, la Suisse et le Luxembourg se distinguent par une croissance très dynamique de la valeur ajoutée des activités financières depuis le début des années 90. Au contraire, la France et la Finlande, se caractérisent par une évolution très faible (voire un recul tendanciel pour la Finlande) de la valeur ajoutée des activités financières. Il serait ainsi faux de croire que les activités financières livrent des contributions positives et substantielles à la croissance dans tous les pays européens, même si les marchés financiers se sont fortement développés durant les deux dernières décennies.
5. Dans beaucoup de pays européens, c'est surtout le marché immobilier et les autres services aux entreprises qui ont connu une expansion dynamique, et non les activités financières, depuis le début des années 90. En Suisse, la valeur ajoutée du marché de l'immobilier et des autres services aux entreprises a par contre évolué très modestement (environ moins de 1% de croissance annuelle moyenne entre 1991 et 2005), alors que l'activité des banques et des assurances a traversé une période florissante.
6. Malgré le fait que les marchés financiers soient très intégrés internationalement et que la plupart des indicateurs des marchés financiers (taux d'intérêt, cours des papiers valeurs) subissent des tendances communes, l'évolution de la valeur ajoutée des activités financières semble diverger dans chaque pays. Les activités financières pourraient donc, par l'intermédiaire des impulsions directes qu'elles livrent à la croissance du PIB en termes de valeur ajoutée, avoir un caractère national propre. La structure, l'organisation et la spécialisation des activités financières semblent représenter des éléments très importants, non seulement pour comprendre l'évolution tendancielle (soit sur une longue période) des activités financières, mais également pour comprendre leur conjoncture.
7. Il n'existe que peu de corrélation linéaire entre l'évolution de la valeur ajoutée des activités financières et celle du reste de l'économie (sauf peut-être au Luxembourg, durant les dernières années). Cela semble indiquer que le cycle conjoncturel des activités financières et celui du reste de l'économie peuvent potentiellement diverger. Lorsque l'on intègre les autres services aux entreprises et l'on analyse les données agrégées - rubrique A5 de la nomenclature à six branches - des corrélations positives apparaissent entre les fluctuations de cette rubrique et celle du reste de l'économie pour beaucoup de pays, sauf en Suisse.
8. En 1996, 2001 et 2003, les activités financières ont dicté en Suisse, à elles seules, le sens de l'évolution du PIB que nous avons connue. En termes de contribution à la croissance du PIB des activités financières, il existe de fortes similitudes entre les années 1997-1998 et 2005-2006.

9. Il n'y a qu'en Suisse où les contributions trimestrielles à la croissance du PIB des activités financières peuvent faire *chavirer* le PIB du côté positif ou négatif. Les 13 ou 14% que représente la quote-part des activités financières dans le PIB suisse cachent ainsi des contributions aux variations trimestrielles du PIB, qui peuvent dépasser les 50%. Même si au Luxembourg, la quote-part des activités financières dans le PIB atteint environ 20%, leur impact sur les fluctuations du PIB luxembourgeois semble moindre, compte tenu d'une composante « reste de l'économie » également très dynamique, ce qui n'est pas le cas en Suisse.
10. A l'heure où tout le monde parle d'intégration et de conjoncture mondiale, il est intéressant de constater qu'un secteur comme les activités financières semble avoir dans chaque pays un parcours d'évolution à court et à long terme relativement particulier. Le futur de l'intégration financière européenne aura certainement un grand rôle à jouer à cet égard également.

L'approche que nous avons choisie, à savoir d'analyser les activités financières sous l'angle de la contribution directe qu'elles livrent en termes de valeur ajoutée à la croissance du PIB, nous semble compléter les approches traditionnelles, que l'on trouve dans la littérature économique. Ces dernières analysent souvent les liens complexes qu'entretiennent les marchés financiers et la conjoncture, à partir d'une multitude de canaux de transmission. Elles tendent toutefois à oublier quelque peu que dans nos économies développées, et c'est le cas en particulier en Suisse et du Luxembourg par exemple, les activités financières sont des *industries* comparables à bien des égards à d'autres secteurs économiques, notamment en termes de contribution directe à la croissance du PIB sous forme de valeur ajoutée produite.

### Bibliographie

JERMANN U. et V. QUADRINI, 2006, *Financial Innovations and Macroeconomic Volatility*, <http://finance.wharton.upenn.edu/~jermann/fspaper-may8u.pdf>

INTERNATIONAL MONETARY FUND, World Economic Outlook, September 2006, *Financial Systems and Economic Cycles*, <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=29>