

L'instabilité financière nuit-elle réellement aux performances économiques ?

par [Jérôme Creel](#), [Paul Hubert](#) et Fabien Labondance

Quel lien pouvons-nous établir entre le degré de financiarisation des économies (entendu comme le ratio des crédits accordés aux agents privés sur le PIB), l'instabilité financière et les performances économiques (généralement le PIB par habitant) dans l'Union européenne (UE) ? C'est à cette question que nous entendons apporter des éléments de réponse à travers les résultats tirés d'un récent [document de travail\[1\]](#).

Dans la littérature économique, deux grandes visions s'affrontent. D'un côté, une optique héritée de Schumpeter rappelle la nécessité pour les entrepreneurs d'accéder à des sources de crédit afin de financer leurs innovations. Le secteur financier est dès lors perçu comme un préalable à l'activité innovatrice et comme un facilitateur des performances économiques. D'un autre côté, le développement financier est vu comme le résultat ou la conséquence du développement économique. Ce dernier implique une demande accrue de services financiers de la part des ménages et des entreprises. Il existe donc une source d'endogénéité dans les liens entre développement financier et économique puisque l'un est susceptible d'entraîner l'autre, et vice versa.

Jusqu'à récemment, les analyses tentant de départager et de quantifier ces causalités montraient un lien positif et significatif allant du degré de financiarisation des économies aux performances économiques ([Ang, 2008](#)). La crise financière internationale est cependant venue relativiser ces conclusions. En particulier, [Arcand et al. \(2012\)](#) montrent que

les effets d'une financiarisation accrue deviennent négatifs au-delà d'un certain seuil [\[2\]](#). La relation entre financiarisation et performance économique peut être représentée par une courbe en cloche : positive au début puis, à partir de seuils oscillant entre 80 et 100% du ratio crédits/PIB, progressivement nulle voire négative.

Contrairement à d'autres travaux qui incluent des pays avancés et des pays émergents, voire en développement, notre étude se focalise sur les Etats membres de l'UE de 1998 à 2011. L'intérêt de cet échantillon est que nous incluons uniquement des économies dont les systèmes financiers sont développés, ou pour le moins, avancés dans leur niveau de développement [\[3\]](#). Par ailleurs, il s'agit d'un espace politique relativement homogène qui autorise la mise en place de régulations financières communes. Nous reprenons la méthodologie de [Beck & Levine \(2004\)](#) qui, à l'aide d'un panel et de variables instrumentales, permet de résoudre les problèmes d'endogénéité évoqués précédemment. Les performances économiques sont expliquées par les variables usuelles de la théorie de la croissance endogène, à savoir le PIB par tête initial, l'accumulation du capital humain à travers la moyenne des années d'enseignement, les dépenses publiques, l'ouverture commerciale et l'inflation. De plus, nous incluons les variables de financiarisation précédemment évoquées. Nous montrons ainsi que, contrairement aux résultats usuels de la littérature, le degré de financiarisation des économies n'a pas d'effets positifs sur les performances économiques mesurées par le PIB par tête, la consommation des ménages, l'investissement des entreprises ou encore le revenu disponible. Dans la plupart des cas, l'effet de la financiarisation n'est pas différent de zéro, et quand il l'est, le coefficient a un signe *négatif*. Difficile alors de prétendre que développement financier et économique vont de pair dans ces économies !

De plus, nous avons inclus dans ces estimations différentes

variables quantifiant l'instabilité financière afin de vérifier si les résultats précédemment évoqués ne provenaient pas uniquement des effets de la crise. Ces variables d'instabilité financière (Z-score[\[4\]](#), [CISS\[5\]](#), taux de créances douteuses, volatilité des indices boursiers et un indice reflétant les caractéristiques microéconomiques des banques européennes) apparaissent la plupart du temps comme ayant un impact significatif et *négatif* sur les performances économiques. Parallèlement, les variables mesurant le *degré* de financiarisation des économies n'ont pas d'effets manifestes sur les performances.

Ces différents résultats suggèrent qu'il est certainement illusoire d'attendre un impact positif d'un accroissement supplémentaire du degré de financiarisation des économies européennes. Il est vraisemblable que les systèmes bancaires et financiers européens ont atteint une taille critique au-delà de laquelle aucune amélioration des performances économiques ne saurait être attendue. Au contraire, des effets négatifs sont susceptibles de se faire sentir du fait d'un excès d'instabilité financière que participerait à engendrer un secteur financier devenu trop grand et dont les innovations sont insuffisamment ou mal réglementées.

Les conclusions de cette étude suggèrent plusieurs recommandations de politique économique. L'argument des lobbys bancaires selon lequel réglementer leur taille aurait un impact négatif sur la croissance n'est absolument pas étayé par nos résultats, bien au contraire. De plus, nous montrons que l'instabilité financière est coûteuse. Il est important de la prévenir. Cela passe très certainement par une meilleure définition des normes micro- et macroprudentielles et une supervision effective des banques européennes. L'union bancaire, en cours d'avènement, le permettra-t-elle ? Nombreux sont ceux qui en doutent, tels des économistes de [Bruegel](#), du [Financial Times](#) ou de l'[OFCE](#).

[1] Creel Jérôme, Paul Hubert et Fabien Labondance, “Financial stability and economic performance”, *Document de travail de l’OFCE*, 2013-24. Cette étude a bénéficié d’un financement au titre du 7e PCRD de l’Union européenne (2007-2013) n°266800 (FESSUD).

[2] Nous évoquons ce travail dans un précédent [post](#).

[3] Au-delà du ratio des crédits accordés aux agents privés sur le PIB, le degré de financiarisation est également appréhendé par le *turnover ratio* qui permet de mesurer le degré de liquidité des marchés financiers. Il s’agit du rapport de la valeur totale des actions échangées sur la capitalisation totale.

[4] Indice mesurant la stabilité des banques *via* leur profitabilité, le ratio de capital et la volatilité de leur résultat net.

^[5] Indice de risque systémique calculé par la BCE et englobant cinq composantes des systèmes financiers: le secteur bancaire, celui des institutions financières non bancaires, les marchés monétaires, les marchés des titres (actions et obligations) et les marchés des changes.

Trop de finance tue-t-il la

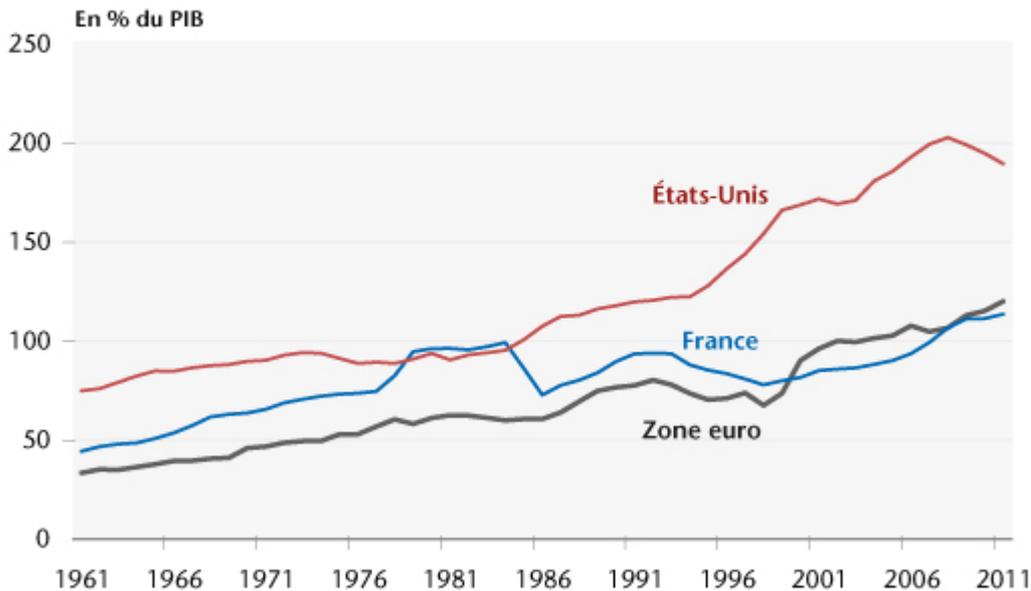
croissance ?

par [Jérôme Creel](#), [Paul Hubert](#) et Fabien Labondance

Existe-t-il un niveau optimal de financiarisation de l'économie ? Un document de travail du [FMI](#) écrit par Arcand, Berkes et Panizza (2012) s'intéresse à cette question et tente d'évaluer empiriquement ce niveau. Il met en avant les effets négatifs engendrés par une financiarisation trop approfondie.

La financiarisation renvoie à la place prise par les services financiers dans une économie et par conséquent au niveau d'endettement des agents économiques. Traditionnellement, l'indicateur du niveau de financiarisation se mesure en calculant le ratio entre les crédits au secteur privé et le PIB. Jusqu'au début des années 2000, cet indicateur ne prenait en compte que les crédits octroyés par les banques de dépôt, mais le développement du *shadow banking* ([Bakk-Simon et al., 2012](#)) incite dorénavant à prendre également en compte les prêts accordés par l'ensemble des institutions financières. Cet indicateur nous permet d'appréhender l'intermédiation financière ([Beck et al., 1999](#))[1]. Le graphique ci-dessous présente l'évolution de la financiarisation dans la zone euro, en France et aux Etats-Unis depuis les années 1960. Cette dernière a plus que doublé dans les trois économies. Avant le déclenchement de la crise des *subprime* à l'été 2007, les crédits accordés au secteur privé dépassaient 100% du PIB dans la zone euro et 200% aux Etats-Unis.

Graphique. Crédits accordés au secteur privé par les banques et autres institutions financières



Source : Banque Mondiale.

Arcand, Berkes et Panizza (2012) se demandent dans quelle mesure la place de plus en plus prépondérante prise par la finance a un impact sur la croissance économique. Pour comprendre l'intérêt de ce papier, il est utile de rappeler les divergences existantes dans les conclusions de la littérature empirique. Une partie, la plus prolixe, mettait en évidence jusqu'à récemment une causalité positive entre développement financier et croissance économique ([Rajan et Zingales, 1998](#), ou [Levine, 2005](#)) : le secteur financier est un lubrifiant de l'économie qui permet une meilleure allocation des ressources et l'émergence de firmes innovantes. Ces enseignements tirés de modèles de croissance (endogène notamment) sont confirmés par des comparaisons internationales incluant des pays en développement dotés de petits secteurs financiers.

Certains auteurs, plus sceptiques, estiment que le lien finance-croissance économique est surestimé ([Rodrik et Subramanian, 2009](#)). [De Gregorio et Guidotti \(1995\)](#) mettent notamment en avant que ce lien est ténu, voire inexistant, dans les pays développés et suggèrent qu'à partir d'une certaine richesse économique, le secteur financier ne

contribue plus que marginalement à améliorer l'efficacité des investissements. Il abandonne son rôle de facilitateur de la croissance économique pour se concentrer sur sa propre croissance ([Beck, 2012](#)). Cela génère de grands groupes bancaires et financiers de type « too big to fail » permettant à ces entités de prendre des risques exagérés tout en se sachant couverts par les autorités publiques. Leur fragilité se transmet rapidement à l'ensemble des autres groupes et à l'économie dans son ensemble. La crise des *subprime* a bien montré la puissance et l'ampleur de ces effets de corrélation et de contagion.

Pour tenter de réconcilier ces deux courants, plusieurs travaux supposent une relation non linéaire entre financiarisation et croissance économique. C'est le cas de l'étude d'Arcand, Berkes et Panizza (2012). Ils expliquent, dans le cadre d'une méthodologie en panel dynamique, la croissance du PIB par tête par l'intermédiaire des variables usuelles de la théorie de la croissance endogène (à savoir le PIB par tête initial, l'accumulation du capital humain à travers la moyenne des années d'enseignement, les dépenses publiques, l'ouverture commerciale et l'inflation) et ajoutent à leur modèle les crédits au secteur privé et cette même variable élevée au carré, afin de tenir compte d'une potentielle non-linéarité. Ils parviennent ainsi à montrer que :

1. la relation entre la croissance économique et les crédits au secteur privé est positive ;
2. la relation entre la croissance économique et les crédits au secteur privé élevés au carré (c'est-à-dire l'effet des crédits au secteur privé lorsqu'ils sont à un niveau élevé) est négative ;
3. pris ensemble, ces deux éléments indiquent une relation concave – une courbe en cloche – entre la croissance économique et les crédits au secteur privé.

La relation entre croissance et finance est donc positive

jusqu'à un certain niveau de financiarisation, et au-delà de ce seuil, les effets de la financiarisation commencent progressivement à devenir négatifs. Suivant les différentes spécifications estimées par Arcand, Berkes et Panizza (2012), ce seuil (en part de PIB) est compris entre 80% et 100% de crédits accordés au secteur privé[2].

Alors que le niveau de financiarisation des économies développées se situe au-dessus de ces seuils, ces conclusions incitent à contrôler le développement de la financiarisation et l'efficacité marginale que celui-ci peut avoir sur l'économie. De plus, l'argument des lobbys bancaires, selon lequel réguler la taille et la croissance du secteur financier aurait un impact négatif sur la croissance des économies concernées, n'est pas corroboré par les données dans le cas des pays développés.

[1] S'il peut sembler succinct, car ne rendant pas compte de la désintermédiation, l'utilisation de cet indicateur se justifie par sa disponibilité au niveau international qui permet des comparaisons. Par ailleurs, les enseignements qu'il nous apporte seraient certainement amplifiés avec un indicateur protéiforme de la financiarisation.

[2] [Cecchetti et Kharroubi \(2012\)](#) précisent que ces seuils ne doivent pas être perçus comme des cibles mais davantage comme des « extrema » à n'atteindre qu'en période de crise. En période « normale », il conviendrait dès lors que les niveaux d'endettement soient plus faibles afin de laisser une certaine marge de manœuvre aux économies en cas de crise.