

## Flash Economie

4 février 2020 - 160

### C'est quoi la "financiarisation" de l'économie ?

On parle souvent de la « financiarisation » de l'économie (nous regardons l'économie de l'OCDE), d'ailleurs le plus souvent pour s'en plaindre. Mais en quoi consiste la « financiarisation » de l'économie ?

Nous pensons qu'elle a trois composantes :

- 1- Le fait que ce sont les chocs financiers qui sont la cause des chocs de l'économie réelle (cycles, récessions) et plus l'inverse, en raison de la forte hausse de la taille de la finance.
- 2- L'apparition d'une rentabilité exigée anormalement élevée du capital pour l'actionnaire, qui contribue à expliquer la déformation du partage des revenus, les délocalisations, le levier d'endettement des entreprises, la réapparition de monopoles.
- 3- La transformation inutile par la finance d'actifs (financiers ou immobiliers) illiquides en produits financiers liquides offerts aux épargnants, ce qui fait apparaître un risque excessif de liquidité.

Si effectivement la « financiarisation » de l'économie correspond à ces trois mécanismes, alors c'est une évolution défavorable.

**Patrick Artus**  
Tel. (33 1) 58 55 15 00  
patrick.artus@natixis.com  
 @PatrickArtus

[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

## Il faut donner un contenu au concept de « financiarisation » de l'économie

On parle souvent de « financiarisation » de l'économie, usuellement pour la critiquer, mais sans définir ce concept. Nous pensons qu'il recouvre trois évolutions :

- la taille croissante de la finance implique que ce sont les chocs financiers qui causent les chocs réels, alors que cela devrait être l'inverse ;
- la rentabilité du capital exigée par les actionnaires est trop élevée, ce qui a de nombreux effets indésirables ;
- la finance a rendu inutilement et fictivement liquides des actifs intrinsèquement illiquides.

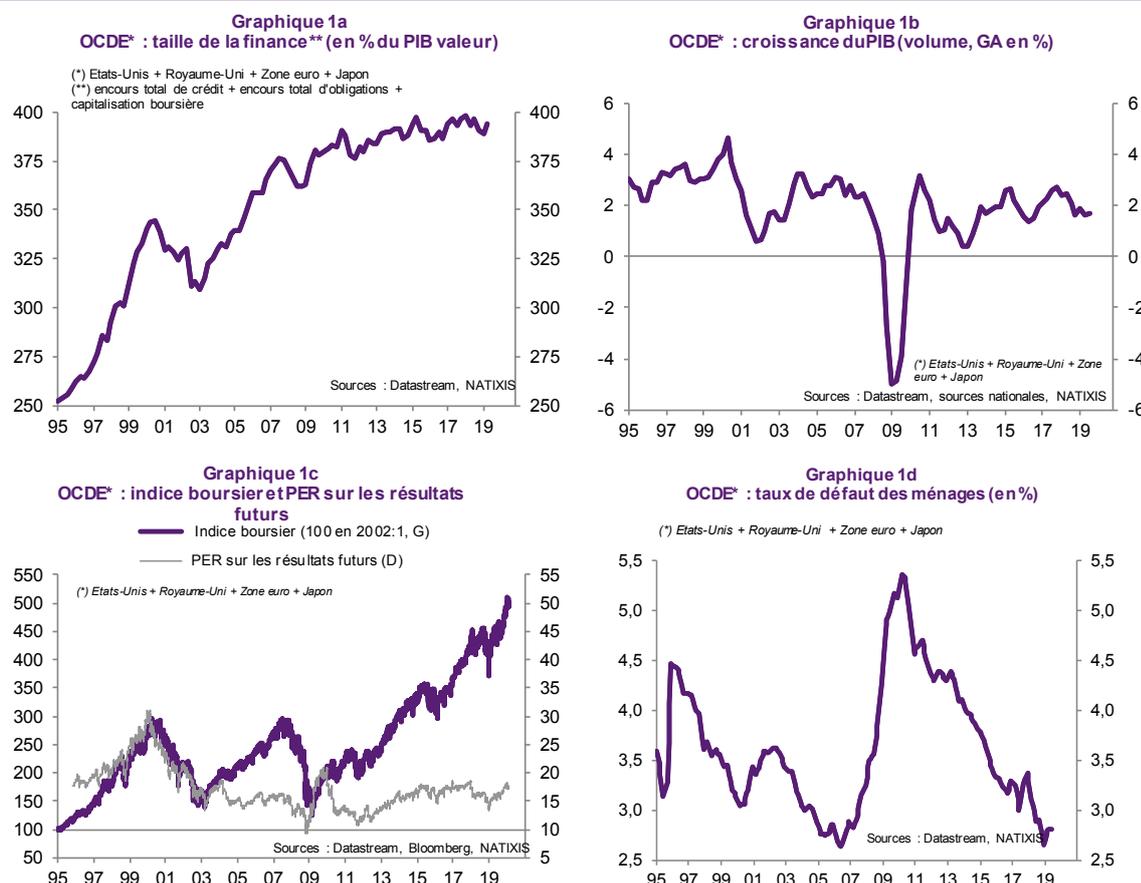
Nous allons illustrer ces trois points par le cas des pays de l'OCDE.

## La causalité va des chocs financiers vers l'économie réelle

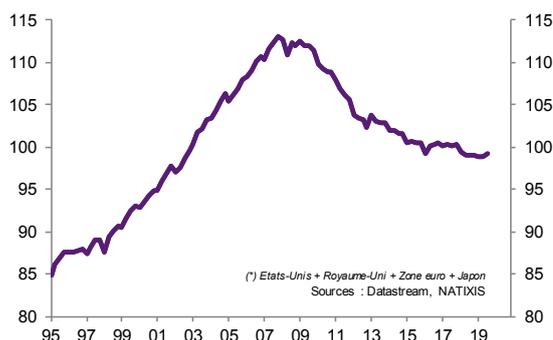
Dans le passé, les chocs réels (variations de la croissance) avaient un effet sur les marchés financiers. **Mais aujourd'hui, la causalité a changé de sens. La taille croissante de la finance (graphique 1a) implique que ce sont les chocs financiers qui déclenchent les mouvements (cycles, récessions) de l'économie réelle.**

Ceci s'est vu clairement au début des années 2000 avec une récession (graphique 1b) due à l'explosion de la bulle en actions (graphique 1c).

Ceci s'est vu en 2008-2009 avec la récession (graphique 1b) due à la **perte de la solvabilité des ménages** sur leurs crédits immobiliers (graphiques 1d/e).



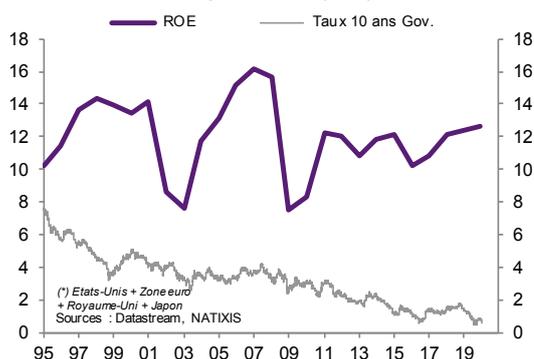
**Graphique 1e**  
OCDE\* : dette des ménages  
(en % du RDB des ménages)



## La rentabilité du capital exigée par les actionnaires est anormalement élevée

Les actionnaires exigent une rentabilité très élevée des fonds propres, surtout compte tenu de la baisse des taux d'intérêt à long terme sans risque (graphique 2a).

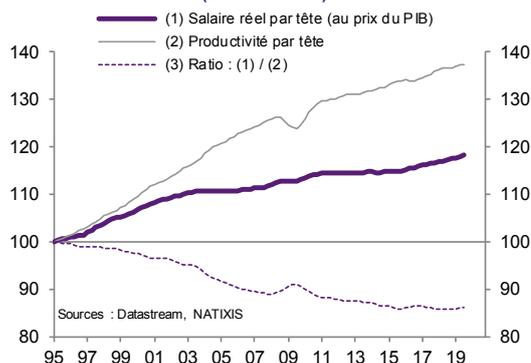
**Graphique 2a**  
OCDE\* : ROE et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Ce niveau anormalement élevé de la rentabilité exigée des fonds propres est une des explications :

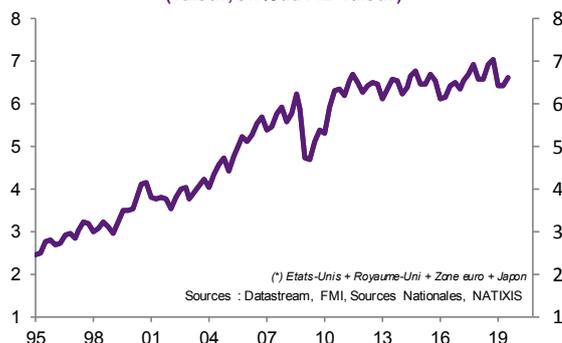
- de la déformation du partage des revenus au détriment des salariés (graphique 2b) ;

**Graphique 2b**  
OCDE\* : salaire réel par tête et productivité par tête  
(100 en 1995:1)



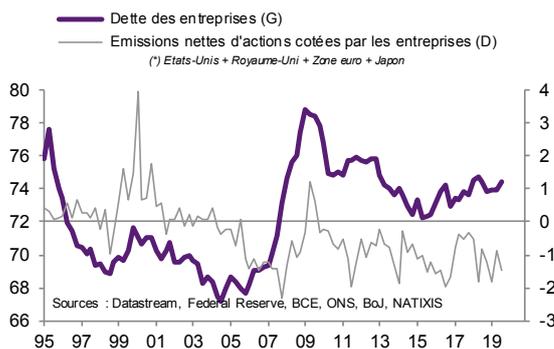
- des délocalisations vers les pays émergents à coûts salariaux faibles (graphique 2c) ;

**Graphique 2c**  
OCDE\* : importations depuis l'ensemble des émergents hors Russie + OPEP (valeur, en % du PIB valeur)



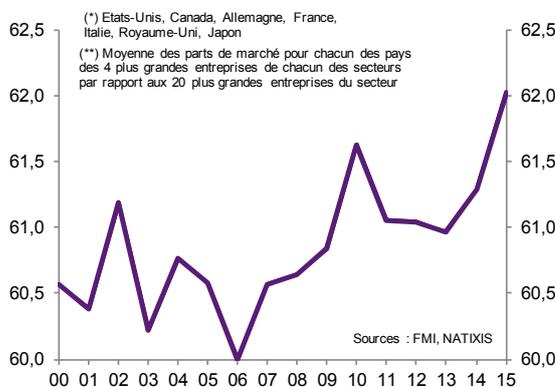
- du levier d'endettement des entreprises (endettement servant en particulier à financer les rachats d'actions, graphique 2d) ;

**Graphique 2d**  
OCDE\* : dette des entreprises et émissions nettes d'actions cotées par les entreprises non financières (en % du PIB valeur)



- de la concentration des entreprises (graphique 2e), et du retour de positions dominantes et de positions de monopole.

**Graphique 2e**  
OCDE\* : concentration des entreprises\*\* (en %)



## La finance a transformé des actifs illiquides en investissements artificiellement liquides

Une des activités de la finance depuis 30 ans a été **de proposer aux épargnants des produits d'épargne** (fonds d'investissement, fonds mutuels, **graphique 3a**) **liquides mais investis en actifs illiquides ou qui devraient l'être** : actions, obligations d'entreprise, immobilier.

**Graphique 3a**  
OCDE\* : encours des fonds (en % du PIB valeur)

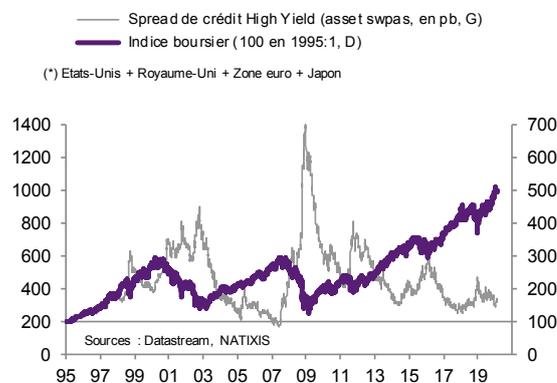


Même si le marché des actions offre de la liquidité, **une part d'entreprise devrait être conservée longtemps en portefeuille et ne devrait pas être considérée comme un actif liquide qu'on peut échanger à tout moment.**

Cette transformation d'actifs intrinsèquement illiquides en produits financiers liquides fait apparaître :

- **un risque de liquidité** : si les détenteurs de parts de fonds d'investissement investis en actifs illiquides vendent, les fonds ne pourront pas céder leurs actifs, et seront en faillite, ou bien devront les vendre à des prix anormalement bas ;
- **un risque de volatilité des prix de marché**, puisqu'on fait apparaître **des achats et des ventes à haute fréquence d'actifs illiquides**, ce qui amplifie inutilement les mouvements des prix de ces actifs (**graphique 3b**).

**Graphique 3b**  
OCDE\* : indice boursier et spread de crédit High Yield



## **Synthèse : si nous définissons correctement la « financiarisation » de l'économie, elle est vraiment défavorable**

Si la « financiarisation » de l'économie signifie :

- que l'économie réelle est déstabilisée par les chocs financiers, la finance étant de trop grande taille ;
- que la rentabilité exigée des fonds propres est trop élevée, d'où de multiples effets négatifs (sur le partage des revenus, les délocalisations, le levier d'endettement, la concentration des entreprises) ;
- que les fonds d'investissement offrent de la liquidité aux épargnants tout en détenant des actifs illiquides, d'où à la fois un risque de liquidité et de volatilité,

alors la « financiarisation » de l'économie est bien défavorable.