

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

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.

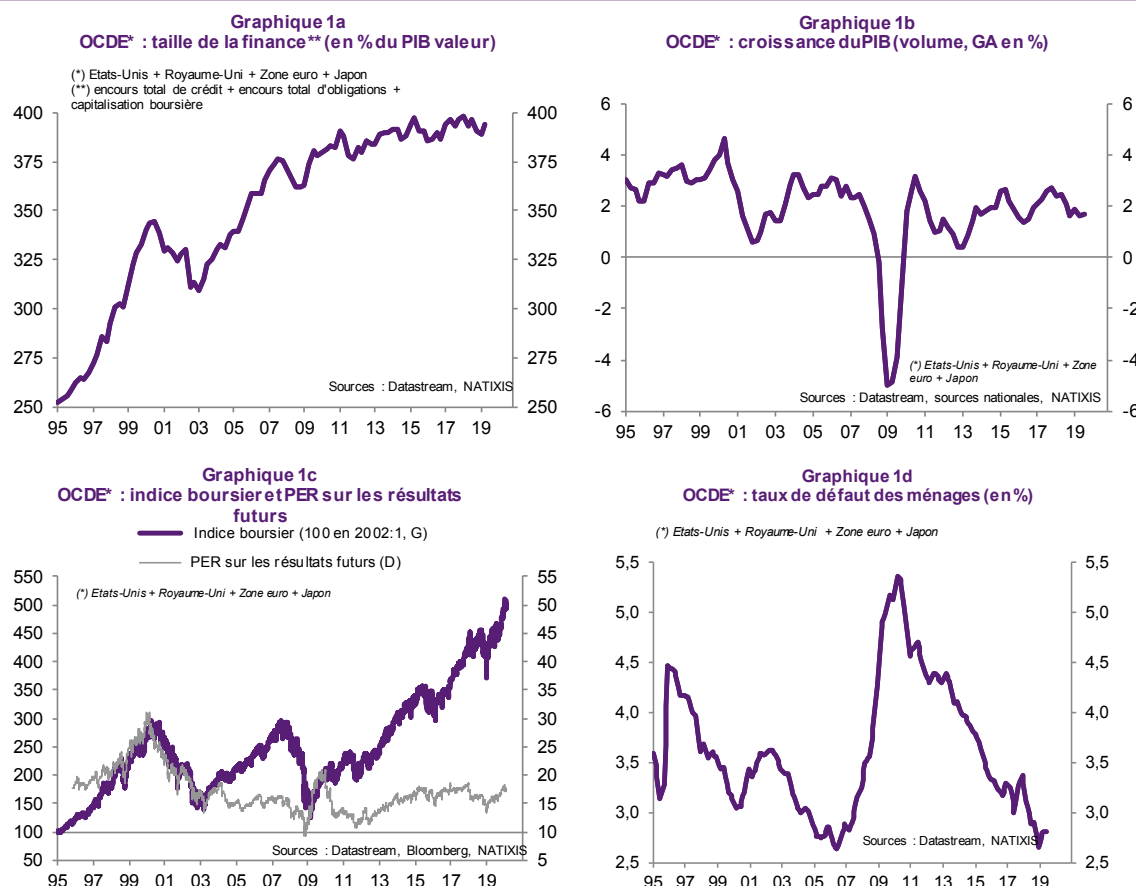
Nous allons illustrer ces trois points par le cas des pays de l'OCDE.

La causalité va des chocs financiers vers l'économie réelle

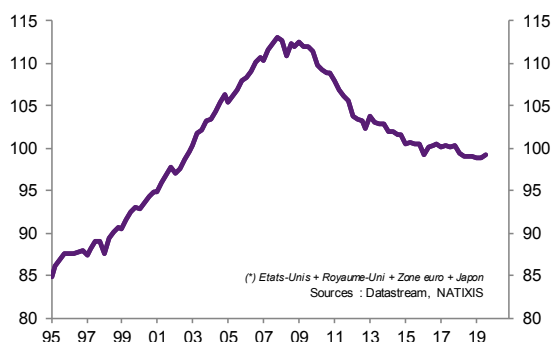
Dans le passé, les chocs réels (variations de la croissance) avaient un effet sur les marchés financiers. **Mais aujourd'hui, la causalité a changé de sens. La taille croissante de la finance (graphique 1a) implique que ce sont les chocs financiers qui déclenchent les mouvements (cycles, récessions)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



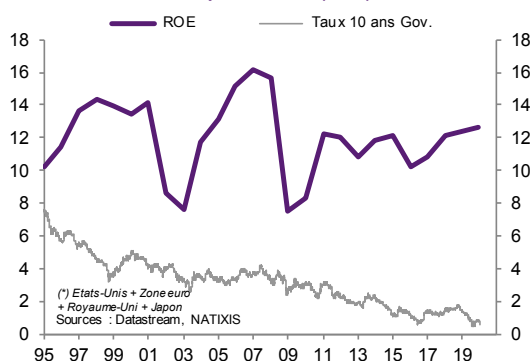
Graphique 1e
OCDE* : dette des ménages
(en % du RDB des ménages)



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).

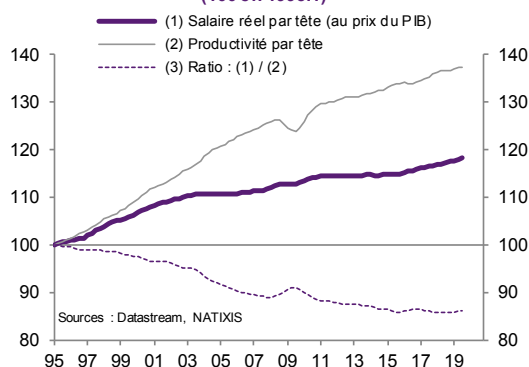
Graphique 2a
OCDE* : ROE et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



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

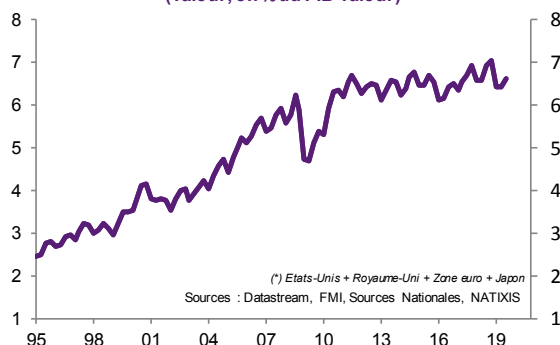
- de la déformation du partage des revenus au détriment des salariés (graphique 2b) ;

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



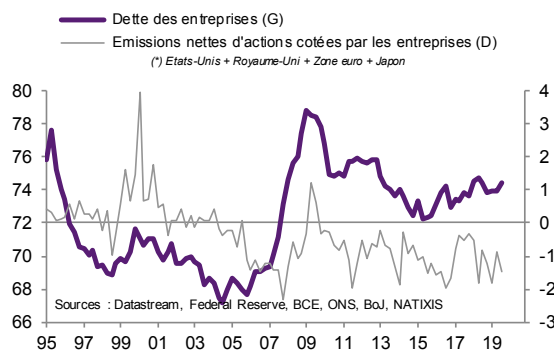
- des délocalisations vers les pays émergents à coûts salariaux faibles (graphique 2c) ;

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



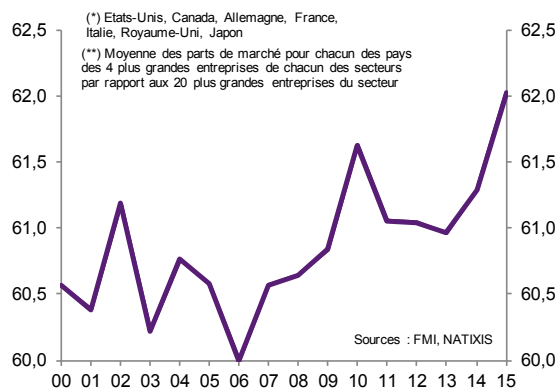
- du levier d'endettement des entreprises (endettement servant en particulier à financer les rachats d'actions, graphique 2d) ;

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.

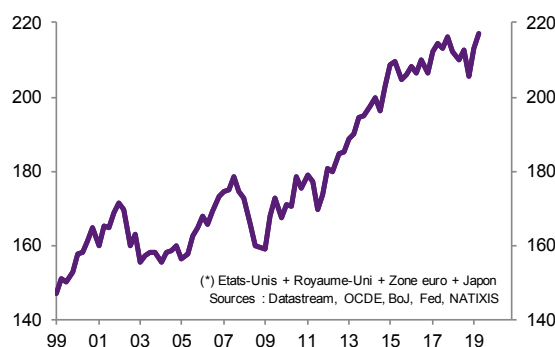
Graphique 2e
OCDE* : concentration des entreprises** (en %)



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)

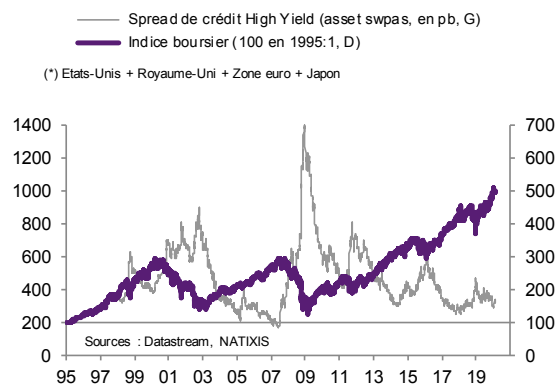


Même si le marché des actions offre de la liquidité, **une part d'entreprise devrait être conservée longtemps en portefeuille et ne devrait pas être considérée comme un actif liquide qu'on peut échanger à tout moment.**

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.

Avertissement

Ce document à caractère promotionnel est destiné uniquement à une clientèle professionnelle, des contreparties éligibles ou des investisseurs qualifiés.

Ce document est strictement confidentiel et ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur.

Les cours de référence sont basés sur les cours de clôture (si utilisés dans ce document).

La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseils, ni toute autre personne ne saurait être tenue responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription.

Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne.

Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis.

Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis. Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction (le cas échéant) qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce document reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce document n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de ce document. Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document.

[Conflit d'intérêt : Natixis, peut, à titre de principal ou d'agent, être impliqué dans un large éventail d'activités à l'échelle mondiale, avoir des positions dans, ou peut acheter ou vendre, ou être teneur de marché sur des titres, devises, instruments financiers ou autres actifs sous-jacents aux instruments auxquels se rapportent les informations. Les activités de Natixis liées à ces instruments peuvent avoir une incidence sur le prix de l'actif sous-jacent pertinent et peuvent donner lieu à des conflits d'intérêts. Natixis peut fournir des services à tout membre du même groupe que le destinataire des informations ou toute autre entité ou personne, effectuant toute opération (pour son propre compte ou autrement) avec le destinataire de l'information ou d'un tiers, ou d'agir à l'égard d'autre sujet pour lui-même ou pour un tiers, nonobstant que ces services, les transactions ou actions peuvent être préjudiciables au destinataire des informations ou à tout membre de son groupe, et Natixis peut conserver pour son propre bénéfice toute rémunération ou profit y afférent. En outre, Natixis peut, soit en vertu des types de relations décrits au présent paragraphe, soit autrement, être en possession, de temps à autre, d'informations relatives à un instrument particulier qui est ou peut être important dans le contexte de cet instrument et qui peut ou non être accessible au public ou connu de vous. Le fait que nous vous fournissions un prix indicatif ou d'autres informations relatives à un tel instrument ne crée aucune obligation de la part de Natixis de vous communiquer ces informations (confidentielles ou non).]

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à cette adresse : <https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>

Natixis est supervisée par l' European Central bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exerce la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée de manière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.