

# Effets macroéconomiques de la financiarisation

Présentation pour le congrès de l'Association Française d'Économie  
Politique, Université de Rennes 2017

Céline GIMET, Thomas LAGOARDE-SEGOT et **Luis REYES**<sup>1</sup>

Kedge Business School et Université Paris 13

---

1. [luis.reyes.rtz@gmail.com](mailto:luis.reyes.rtz@gmail.com), [Luis.Reyes-Ortiz@kedgebs.com](mailto:Luis.Reyes-Ortiz@kedgebs.com), [www.luisreyesortiz.org](http://www.luisreyesortiz.org)

## 1 Introduction

- 1 Introduction
- 2 Financiarisation. Modèle Théorique

- 1 Introduction
- 2 Financiarisation. Modèle Théorique
- 3 Financiarisation. Modèle empirique

- 1 Introduction
- 2 Financiarisation. Modèle Théorique
- 3 Financiarisation. Modèle empirique
- 4 Conclusion

- 1 Introduction
- 2 Financiarisation. Modèle Théorique
- 3 Financiarisation. Modèle empirique
- 4 Conclusion

- En lien avec Epstein (2005), nous définissons la financiarisation comme "un patron d'accumulation dans lequel la création de profit a eu lieu de plus en plus à travers des produits financiers plutôt qu'à travers le commerce et la production de biens".

- En lien avec Epstein (2005), nous définissons la financiarisation comme "un patron d'accumulation dans lequel la création de profit a eu lieu de plus en plus à travers des produits financiers plutôt qu'à travers le commerce et la production de biens".
- Pendant les deux dernières décennies, le secteur bancaire a abandonné sa 'culture du crédit' afin d'adopter un modèle de 'banque universelle'.



- En lien avec Epstein (2005), nous définissons la financiarisation comme "un patron d'accumulation dans lequel la création de profit a eu lieu de plus en plus à travers des produits financiers plutôt qu'à travers le commerce et la production de biens".
- Pendant les deux dernières décennies, le secteur bancaire a abandonné sa 'culture du crédit' afin d'adopter un modèle de 'banque universelle'.
- Le développement des innovations financières a considérablement amélioré la complexité des schémas d'intermédiation.

- En lien avec Epstein (2005), nous définissons la financiarisation comme "un patron d'accumulation dans lequel la création de profit a eu lieu de plus en plus à travers des produits financiers plutôt qu'à travers le commerce et la production de biens".
- Pendant les deux dernières décennies, le secteur bancaire a abandonné sa 'culture du crédit' afin d'adopter un modèle de 'banque universelle'.
- Le développement des innovations financières a considérablement amélioré la complexité des schémas d'intermédiation.
- Une forte intensification des fusions et acquisitions du secteur bancaire a été observé, ce qui entraîne un problème de taille pour certaines banques considérées "too big to fail".

- 1 Introduction
- 2 Financiarisation. Modèle Théorique**
- 3 Financiarisation. Modèle empirique
- 4 Conclusion

- Nous développons un modèle stock-flux cohérent pour étudier les effets de la financiarisation au niveau macroéconomique.

- Nous développons un modèle stock-flux cohérent pour étudier les effets de la financiarisation au niveau macroéconomique.
- Cette méthodologie est bien adaptée pour tenir compte de l'interaction entre le secteur financier et le secteur réel.

# Financiarisation et Modèle Théorique

## Modèle Stock-Flux Cohérent

- Nous développons un modèle stock-flux cohérent pour étudier les effets de la financiarisation au niveau macroéconomique.
- Cette méthodologie est bien adaptée pour tenir compte de l'interaction entre le secteur financier et le secteur réel.
- Le modèle contient 42 équations qui respectent des identités comptables dans ces deux secteurs, à travers des variables réelles et financières.

# Financiarisation et Modèle Théorique

## Modèle Stock-Flux Cohérent

- Nous développons un modèle stock-flux cohérent pour étudier les effets de la financiarisation au niveau macroéconomique.
- Cette méthodologie est bien adaptée pour tenir compte de l'interaction entre le secteur financier et le secteur réel.
- Le modèle contient 42 équations qui respectent des identités comptables dans ces deux secteurs, à travers des variables réelles et financières.
- Nous montrons qu'une augmentation de l'offre de crédit a un effet positif sur la rentabilité financière des banques, aux dépens de la croissance de long terme et de l'investissement privé.

# Financiarisation et Modèle Théorique

## Modèle Stock-Flux Cohérent : Matrice de Flux

|                | <b>Mén.</b>       | <b>ENF</b>        | <b>S.Fin.</b>  | <b>B.C.</b>     | <b>APU</b>        |       |
|----------------|-------------------|-------------------|----------------|-----------------|-------------------|-------|
| Salaires       | $WB$              | $-WB$             |                |                 |                   | $= 0$ |
| Profits        |                   | $-\Pi$            | $\Pi$          |                 |                   | $= 0$ |
| Intérêts       | $-Int^H$          | $-Int^F$          | $Int$          |                 | $-Int^G$          | $= 0$ |
| Dividendes     |                   | $-Div$            | $Div$          |                 |                   | $= 0$ |
| Impôts         | $-T^H$            | $-T^F$            |                |                 | $T$               | $= 0$ |
| Consommation   | $-Cons^H$         | $Cons$            |                |                 | $-Cons^G$         | $= 0$ |
| Investissement | $-I^H$            | $I - I^F$         |                |                 | $-I^G$            | $= 0$ |
| Épargne        | $-S^H$            | $-S^F$            | $S - S^B$      | $0$             | $-S^G$            | $= 0$ |
| Dépôts         | $p_D \Delta D^H$  | $p_D \Delta D^F$  |                | $-p_D \Delta D$ |                   | $= 0$ |
| Crédit         | $-p_L \Delta L^H$ | $-p_L \Delta L^F$ | $p_L \Delta L$ |                 | $-p_L \Delta L^G$ | $= 0$ |
| Actions        |                   | $-p_E \Delta E$   | $p_E \Delta E$ |                 |                   | $= 0$ |
| Refinancement  |                   |                   | $-\Delta RF$   | $\Delta RF$     |                   | $= 0$ |



- Un autre type d'équilibre que notre modèle respecte pour toutes les périodes est celui issu de la méthode de l'inventaire permanent.

- Un autre type d'équilibre que notre modèle respecte pour toutes les périodes est celui issu de la méthode de l'inventaire permanent.

- Un autre type d'équilibre que notre modèle respecte pour toutes les périodes est celui issu de la méthode de l'inventaire permanent. Par exemple, pour la valeur d'un actif quelconque nous avons

- Un autre type d'équilibre que notre modèle respecte pour toutes les périodes est celui issu de la méthode de l'inventaire permanent. Par exemple, pour la valeur d'un actif quelconque nous avons

$$Stock_t = Stock_{t-1} + Flux_{t-1} + Valorisation_{t-1}$$

- Un autre type d'équilibre que notre modèle respecte pour toutes les périodes est celui issu de la méthode de l'inventaire permanent. Par exemple, pour la valeur d'un actif quelconque nous avons

$$Stock_t = Stock_{t-1} + Flux_{t-1} + Valorisation_{t-1}$$

- En séparant prix et volume pour les actions émises par les entreprises non-financières, nous avons :

- Un autre type d'équilibre que notre modèle respecte pour toutes les périodes est celui issu de la méthode de l'inventaire permanent. Par exemple, pour la valeur d'un actif quelconque nous avons

$$Stock_t = Stock_{t-1} + Flux_{t-1} + Valorisation_{t-1}$$

- En séparant prix et volume pour les actions émises par les entreprises non-financières, nous avons :

- Un autre type d'équilibre que notre modèle respecte pour toutes les périodes est celui issu de la méthode de l'inventaire permanent. Par exemple, pour la valeur d'un actif quelconque nous avons

$$Stock_t = Stock_{t-1} + Flux_{t-1} + Valorisation_{t-1}$$

- En séparant prix et volume pour les actions émises par les entreprises non-financières, nous avons :

$$p_E E = p_{E-1} E_{-1} + p_E \Delta E + E_{-1} \Delta p_E$$

- Les équations du **secteur réel** pertinentes pour l'exercice de modélisation sont les suivantes :



- Les équations du **secteur réel** pertinentes pour l'exercice de modélisation sont les suivantes :

- Les équations du **secteur réel** pertinentes pour l'exercice de modélisation sont les suivantes :

$$I = p_K \Delta K = \phi_0^f + \phi_{I1}^f p_{K-1} \Delta K_{-1} + \phi_{I2}^f p_{K-2} \Delta K_{-2} + \phi_1^f \left( \frac{p_{E-1} E_{-1}}{p_{K-1} K_{-1}} \right) + \phi_2^f \Pi_{-1} - \phi_3^f r_{-1} + \phi_4^f Y_{-1}$$

- Les équations du **secteur réel** pertinentes pour l'exercice de modélisation sont les suivantes :

$$I = p_K \Delta K = \phi_0^f + \phi_{I1}^f p_{K-1} \Delta K_{-1} + \phi_{I2}^f p_{K-2} \Delta K_{-2} +$$

$$\phi_1^f \left( \frac{p_{E-1} E_{-1}}{p_{K-1} K_{-1}} \right) + \phi_2^f \Pi_{-1} - \phi_3^f r_{-1} + \phi_4^f Y_{-1}$$

$$Int = r p_{L-1} L_{-1}$$

- Les équations du **secteur réel** pertinentes pour l'exercice de modélisation sont les suivantes :

$$I = p_K \Delta K = \phi_0^f + \phi_{I1}^f p_{K-1} \Delta K_{-1} + \phi_{I2}^f p_{K-2} \Delta K_{-2} +$$

$$\phi_1^f \left( \frac{p_{E-1} E_{-1}}{p_{K-1} K_{-1}} \right) + \phi_2^f \Pi_{-1} - \phi_3^f r_{-1} + \phi_4^f Y_{-1}$$

$$Int = r p_{L-1} L_{-1}$$

$$Div = r_E p_{E-1} E_{-1}$$

- Les équations du **secteur réel** pertinentes pour l'exercice de modélisation sont les suivantes :

$$I = p_K \Delta K = \phi_0^f + \phi_{I1}^f p_{K-1} \Delta K_{-1} + \phi_{I2}^f p_{K-2} \Delta K_{-2} +$$

$$\phi_1^f \left( \frac{p_{E-1} E_{-1}}{p_{K-1} K_{-1}} \right) + \phi_2^f \Pi_{-1} - \phi_3^f r_{-1} + \phi_4^f Y_{-1}$$

$$Int = r p_{L-1} L_{-1}$$

$$Div = r_E p_{E-1} E_{-1}$$

- Les équations du **secteur financier** pertinentes pour l'exercice sont :

- Les équations du **secteur financier** pertinentes pour l'exercice sont :

- Les équations du **secteur financier** pertinentes pour l'exercice sont :

$$\begin{aligned} p_L \Delta L = & \gamma_0^B + \gamma_{I1}^B p_{L-1} \Delta L_{-1} + \gamma_{I2}^B p_{L-2} \Delta L_{-2} + \gamma_{I0}^{Bre} r_E + \gamma_{I1}^{Bre} r_{E-1} \\ & + \gamma_{I2}^{Bre} r_{E-2} + \gamma_{I0}^{Bri} (r - i) + \gamma_{I1}^{Bri} (r_{-1} - i_{-1}) + \gamma_{I2}^{Bri} (r_{-2} - i_{-2}) \end{aligned}$$



- Les équations du **secteur financier** pertinentes pour l'exercice sont :

$$p_L \Delta L = \gamma_0^B + \gamma_{I1}^B p_{L-1} \Delta L_{-1} + \gamma_{I2}^B p_{L-2} \Delta L_{-2} + \gamma_{I0}^{Bre} r_E + \gamma_{I1}^{Bre} r_{E-1} \\ + \gamma_{I2}^{Bre} r_{E-2} + \gamma_{I0}^{Bri} (r - i) + \gamma_{I1}^{Bri} (r_{-1} - i_{-1}) + \gamma_{I2}^{Bri} (r_{-2} - i_{-2})$$

$$\Delta p_E = \lambda_0 + \lambda_{I1} \Delta p_{E-1} + \lambda_{I2} \Delta p_{E-2} + \lambda_{I1}^E \Delta E_{-1} \\ + \lambda_{I2}^E \Delta E_{-2} + \lambda_1 \Delta Y_{-1} - \lambda_2 \Delta \left( \frac{E}{K} \right)$$

- Les équations du **secteur financier** pertinentes pour l'exercice sont :

$$\begin{aligned} p_L \Delta L = & \gamma_0^B + \gamma_{I1}^B p_{L-1} \Delta L_{-1} + \gamma_{I2}^B p_{L-2} \Delta L_{-2} + \gamma_{I0}^{Bre} r_E + \gamma_{I1}^{Bre} r_{E-1} \\ & + \gamma_{I2}^{Bre} r_{E-2} + \gamma_{I0}^{Bri} (r - i) + \gamma_{I1}^{Bri} (r_{-1} - i_{-1}) + \gamma_{I2}^{Bri} (r_{-2} - i_{-2}) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \Delta p_E = & \lambda_0 + \lambda_{I1} \Delta p_{E-1} + \lambda_{I2} \Delta p_{E-2} + \lambda_{I1}^E \Delta E_{-1} \\ & + \lambda_{I2}^E \Delta E_{-2} + \lambda_1 \Delta Y_{-1} - \lambda_2 \Delta \left( \frac{E}{K} \right) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} r_E = & \omega_0 + \omega_{I1} r_{E-1} + \omega_{I2} r_{E-2} + \omega_{I1}^\Pi \Delta \Pi_{-1} \\ & + \omega_{I2}^\Pi \Delta \Pi_{-2} + \omega_{I1}^{pe} \Delta p_{E-1} + \omega_{I2}^{pe} \Delta p_{E-2} \end{aligned}$$

- Les équations du **secteur financier** pertinentes pour l'exercice sont :

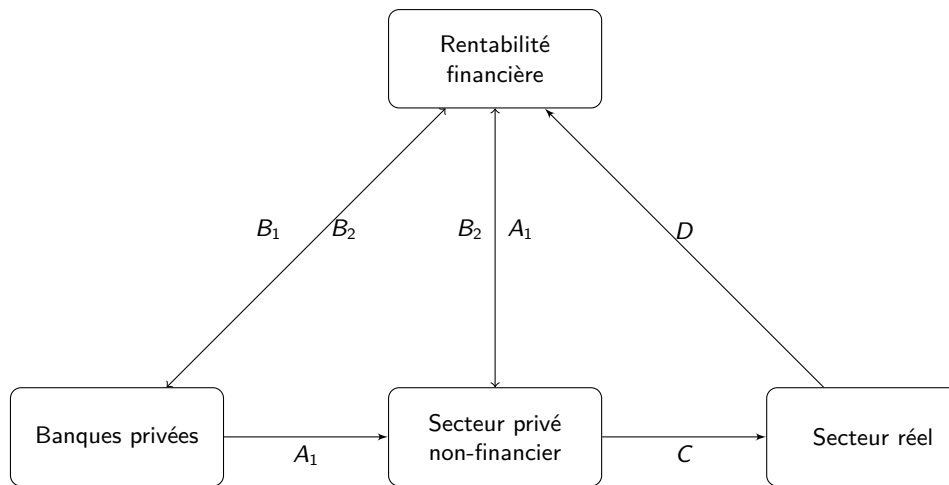
$$\begin{aligned} p_L \Delta L = & \gamma_0^B + \gamma_{I1}^B p_{L-1} \Delta L_{-1} + \gamma_{I2}^B p_{L-2} \Delta L_{-2} + \gamma_{I0}^{Bre} r_E + \gamma_{I1}^{Bre} r_{E-1} \\ & + \gamma_{I2}^{Bre} r_{E-2} + \gamma_{I0}^{Bri} (r - i) + \gamma_{I1}^{Bri} (r_{-1} - i_{-1}) + \gamma_{I2}^{Bri} (r_{-2} - i_{-2}) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \Delta p_E = & \lambda_0 + \lambda_{I1} \Delta p_{E-1} + \lambda_{I2} \Delta p_{E-2} + \lambda_{I1}^E \Delta E_{-1} \\ & + \lambda_{I2}^E \Delta E_{-2} + \lambda_1 \Delta Y_{-1} - \lambda_2 \Delta \left( \frac{E}{K} \right) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} r_E = & \omega_0 + \omega_{I1} r_{E-1} + \omega_{I2} r_{E-2} + \omega_{I1}^\Pi \Delta \Pi_{-1} \\ & + \omega_{I2}^\Pi \Delta \Pi_{-2} + \omega_{I1}^{pe} \Delta p_{E-1} + \omega_{I2}^{pe} \Delta p_{E-2} \end{aligned}$$

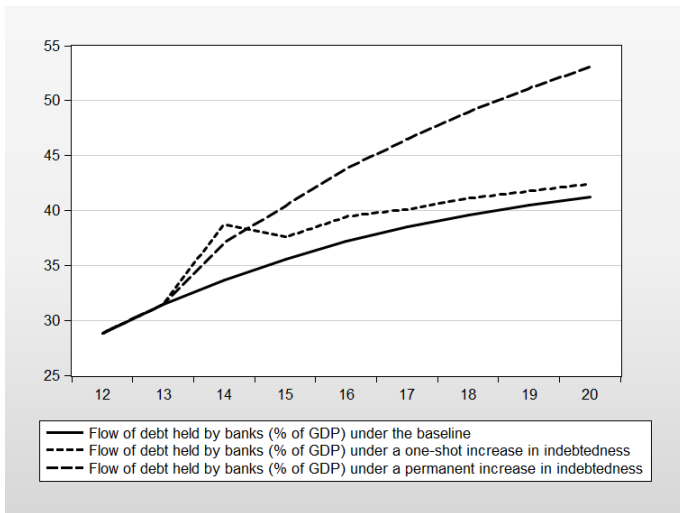
# Financiarisation et Modèle Théorique

Modèle Stock-Flux Cohérent : résultats attendus



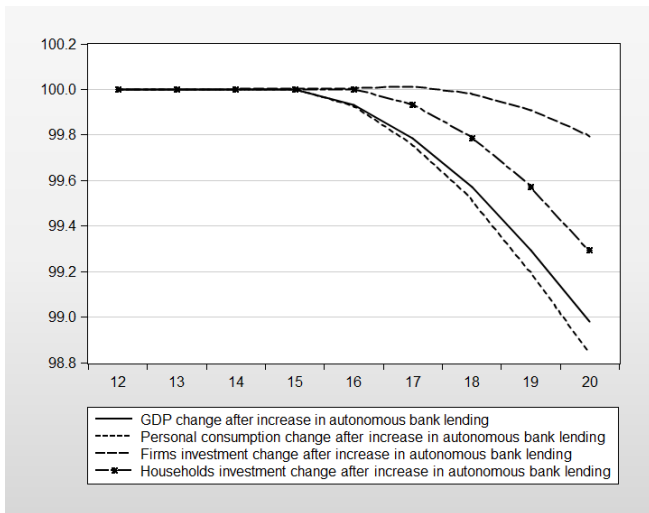
# Financiarisation et Modèle Théorique

## Modèle Stock-Flux Cohérent : résultats observés (1)



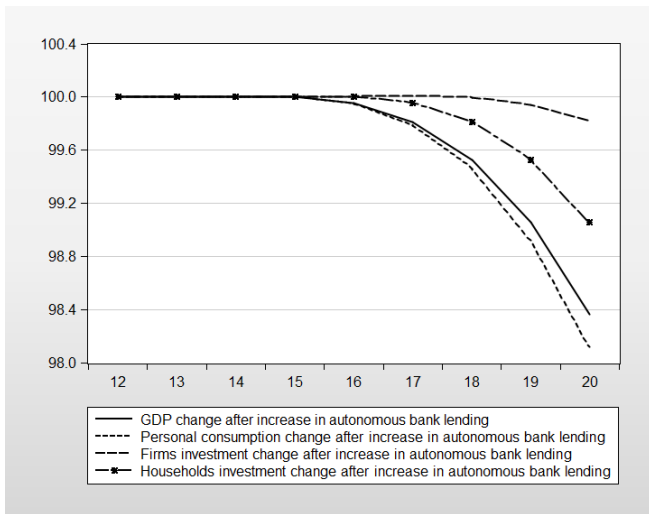
# Financiarisation et Modèle Théorique

## Modèle Stock-Flux Cohérent : résultats observés (2)



# Financiarisation et Modèle Théorique

## Modèle Stock-Flux Cohérent : résultats observés (3)



- 1 Introduction
- 2 Financiarisation. Modèle Théorique
- 3 Financiarisation. Modèle empirique**
- 4 Conclusion



- Nous avons estimé un modèle de panel balancé pour 29 pays à haut revenu pour la période 1998-2014.

- Nous avons estimé un modèle de panel balancé pour 29 pays à haut revenu pour la période 1998-2014.
- Une de nos variables d'intérêt est le crédit bancaire octroyé au secteur privé.

- Nous avons estimé un modèle de panel balancé pour 29 pays à haut revenu pour la période 1998-2014.
- Une de nos variables d'intérêt est le crédit bancaire octroyé au secteur privé.
- Les autres variables incluses dans le système d'équations simultanées sont l'indice de financiarisation, la participation salariale, le PIB et l'investissement privée (séries différenciées).

- Nous avons estimé un modèle de panel balancé pour 29 pays à haut revenu pour la période 1998-2014.
- Une de nos variables d'intérêt est le crédit bancaire octroyé au secteur privé.
- Les autres variables incluses dans le système d'équations simultanées sont l'indice de financiarisation, la participation salariale, le PIB et l'investissement privée (séries différenciées).
- Nos résultats confirment que la croissance économique est négativement associé aux changements dans le crédit bancaire et aux changements de l'indice de financiarisation.

- 1 Introduction
- 2 Financiarisation. Modèle Théorique
- 3 Financiarisation. Modèle empirique
- 4 Conclusion

- Nous avons simulé un modèle de type SFC qui tient compte du mécanisme de transmission de la financiarisation vers le secteur réel.

# Effets macroéconomiques de la financiarisation

## Conclusion (1)

- Nous avons simulé un modèle de type SFC qui tient compte du mécanisme de transmission de la financiarisation vers le secteur réel.
- L'augmentation de l'offre de crédit des banques provoque une augmentation du prix des actions et une baisse des salaires et des profits.

# Effets macroéconomiques de la financiarisation

## Conclusion (1)

- Nous avons simulé un modèle de type SFC qui tient compte du mécanisme de transmission de la financiarisation vers le secteur réel.
- L'augmentation de l'offre de crédit des banques provoque une augmentation du prix des actions et une baisse des salaires et des profits.
- Ceci implique que l'enrichissement du secteur financier se fait aux dépens de l'investissement privé non-financier.



# Effets macroéconomiques de la financiarisation

## Conclusion (1)

- Nous avons simulé un modèle de type SFC qui tient compte du mécanisme de transmission de la financiarisation vers le secteur réel.
- L'augmentation de l'offre de crédit des banques provoque une augmentation du prix des actions et une baisse des salaires et des profits.
- Ceci implique que l'enrichissement du secteur financier se fait aux dépens de l'investissement privé non-financier.
- Notre modèle empirique soutient les résultats trouvés dans notre modèle SFC, et montre que le mécanisme décrit dans ce dernier est cohérent avec la réalité des pays à haut revenu entre 1998 et 2014.

Afin d'amoindrir les effets néfastes de la financiarisation sur l'économie réelle, nous recommandons :

Afin d'amoindrir les effets néfastes de la financiarisation sur l'économie réelle, nous recommandons :

- Des politiques macro-prudentielles qui visent à limiter au maximum le comportement prédateur des banques.

Afin d'amoindrir les effets néfastes de la financiarisation sur l'économie réelle, nous recommandons :

- Des politiques macro-prudentielles qui visent à limiter au maximum le comportement prédateur des banques.
- La mise en place d'une 'taxe Tobin' sur les transactions financières (limiter l'effet de la spéculation).

Afin d'amoindrir les effets néfastes de la financiarisation sur l'économie réelle, nous recommandons :

- Des politiques macro-prudentielles qui visent à limiter au maximum le comportement prédateur des banques.
- La mise en place d'une 'taxe Tobin' sur les transactions financières (limiter l'effet de la spéculation).
- Le passage d'une cible d'inflation de 2 à 4%, qui permettrait d'amortir le poids de la dette des secteurs lourdement endettés, et de réduire les inégalités entre débiteurs et créiteurs.

Afin d'amoindrir les effets néfastes de la financiarisation sur l'économie réelle, nous recommandons :

- Des politiques macro-prudentielles qui visent à limiter au maximum le comportement prédateur des banques.
- La mise en place d'une 'taxe Tobin' sur les transactions financières (limiter l'effet de la spéculation).
- Le passage d'une cible d'inflation de 2 à 4%, qui permettrait d'amortir le poids de la dette des secteurs lourdement endettés, et de réduire les inégalités entre débiteurs et créiteurs.
- Une politique fiscale expansionniste financée par 'helicopter money'.

Merci pour votre attention.