

# Finance : cette liquidité qui nous noie

Critiquer la finance dans un pays qui bénéficie de son activité est loin d'être une évidence, mais la finance a ce charme particulier qui veut que son pouvoir de prédation s'exerce à distance, ses sévices se déroulant souvent bien loin des centres financiers. Le cœur de cet article vise à décrire les rouages de la finance et à expliquer comment elle noie l'économie réelle: entreprises pressées par les exigences de rentabilité actionnariales, stagnation salariale entretenue par un chômage de masse, finances publiques asséchées par une croissance morose et les pratiques d'optimisation fiscale du secteur privé. Alors qu'elle ne devrait être qu'un moyen au service du développement économique, la finance est devenue une fin en soi qui a asservi les institutions de l'économie réelle et capturé le pouvoir politique. La deuxième partie de l'article proposera des pistes pour remettre la finance à sa place.

## 1. Les ressorts de la domination financière

La force disciplinaire de la finance réside dans la liquidité: c'est elle qui permet à la finance de se faire obéir par les entreprises et les États.

---

Thomas Dallery est Maître de Conférences à l'Université du Littoral Côte d'Opale (Dunkerque). Il conduit ses recherches au sein du laboratoire Clersé (Centre Lillois d'Études et de Recherches en Sociologie et en Économie). Après avoir soutenu une thèse de doctorat en 2010 portant sur la dynamique du capitalisme financiarisé, il a notamment participé en 2013 à la rédaction d'un rapport d'études sur le coût du capital. Il vient de publier : *Le surcoût du capital : la rente contre l'activité*, Presses Universitaires du Septentrion.

## Les États liquidés

La liquidité organise un chantage permanent incitant les États à obtempérer aux moindres desiderata de la finance. « Augmenter l'impôt sur les sociétés? Mais vous n'y pensez pas: les entreprises délocaliseront ». « Adopter une politique volontariste pour préserver l'environnement dans l'entreprise? Une folie: les actionnaires quitteront l'entreprise s'ils anticipent la moindre baisse de rentabilité ». Tétanisés par cette menace de fuite des capitaux, les gouvernements n'osent plus s'attaquer aux plus favorisés: les politiques économiques favorisent désormais les mobiles (qui sont aussi les plus riches) au détriment des acteurs captifs du territoire. C'est donc bien la démocratie qui se retrouve en danger, les marchés financiers se substituant aux Parlements élus pour dicter la conduite de la bonne politique économique

Thomas Dallery

Il ne faut pas comprendre la liquidité au sens des masses d'argent disponible dans la sphère financière ou de l'argent liquide dans la poche des ménages. Le concept de liquidité renvoie ici à la liberté de mouvement des capitaux: dans le cas d'une entreprise, la liquidité désigne la possibilité pour les actionnaires de revendre à tout moment leurs actions sur le marché boursier; dans le cas des États, elle se rapporte à la possibilité pour les porteurs de capitaux de fuir tel ou tel pays en cas de politiques économiques jugées contraires à leurs intérêts.

aux gouvernements. La tragédie grecque de cet été en fournit un exemple frappant.

### **L'entreprise gouvernée**

Mais la liquidité joue de manière encore plus perverse au niveau des entreprises, grâce aux effets de pouvoir de la gouvernance d'entreprise. La règle essentielle du capitalisme est le principe censitaire « 1 action = 1 voix », à la différence de la démocratie universelle « 1 personne = 1 voix ». Au sein des assemblées générales des actionnaires, le pouvoir est donc distribué selon la détention des actions. Cette instance se prononce sur certaines décisions essentielles des entreprises et nomment les dirigeants qui mettront en œuvre ces stratégies au sein du Conseil d'administration. Le poste et la rémunération de ces dirigeants sont dans les mains des actionnaires. Le rappeler permet de mieux comprendre pourquoi les dirigeants agissent en faveur des actionnaires. Il faut dire également que depuis le début des années 1980, le mouvement de la Shareholder Value Orientation a imposé l'idée que l'entreprise n'avait aucune responsabilité sociale, qu'elle n'avait pas d'autre but que de maximiser la rentabilité pour ses actionnaires. Comment ?

Deux recettes se complètent pour augmenter l'indicateur phare du bénéfice par action : vous pouvez augmenter la distribution des bénéfices sous la forme de dividendes, c'est-à-dire augmenter la taille du gâteau à se partager ; vous pouvez réduire le nombre d'actions en circulation, c'est-à-dire réduire le nombre de convives invités à se partager le gâteau. Ces deux stratégies de séduction des actionnaires ont été largement mises en œuvre dans les pays développés. Ainsi, la part de l'excédent brut d'exploitation (profit) distribuée en dividendes est passée en France de 10 % à 30 % entre 1970 et 2010. De même, pour les États-Unis ou le Royaume-Uni, les entreprises ont tellement racheté leurs propres actions que les montants de ces rachats dépassent ceux des émissions nouvelles : quand on sait que les émissions de nouvelles actions sont une source de financement pour les entreprises, cela signifie que les marchés financiers ne financent plus l'entreprise, mais ils sont financés par elle.

### **Démystifier la finance**

La légitimité des marchés financiers ne peut plus reposer sur une contribution au financement des entreprises. Une autre manière de s'en rendre compte consiste à comparer le volume des capitaux apportés par les marchés financiers aux entreprises lors d'émissions de nouvelles actions au volume des transactions réalisées sur les marchés actions. Pour 2014, un tel

exercice fait apparaître que 99 % des transactions sur le New York Stock Exchange concernent des titres déjà émis, c'est-à-dire des transactions secondaires qui n'apportent rien aux entreprises. Le marché primaire, celui de l'émission d'action, ne représente que 1 % des transactions réalisées ... Sachant en outre que ces émissions de titres nouveaux sont plus faibles que les rachats d'actions par les entreprises. Les actionnaires ne sont pas des investisseurs : ils ne font que placer leur épargne.

La rémunération du petit porteur est un autre mythe que la finance cherche à établir pour légitimer son pouvoir. Mais là aussi, il convient de revenir à la réalité. La figure de l'actionnaire n'est pas celle du petit épargnant.<sup>1</sup> De nos jours, les actionnaires dominants sont les investisseurs institutionnels qui gèrent une épargne collective : fonds de pension, compagnies d'assurance, et même banques. Les seules compagnies d'assurance françaises représentaient 2 750 milliards de dollars d'actifs sous gestion en 2010. C'est plus que le Produit intérieur brut français, mais ça ne pèse pas lourd quand on les compare au plus de 10 000 milliards de dollars des fonds de pension américains.

L'émergence de ces mastodontes a profondément modifié le circuit de financement traditionnel. Là où une intermédiation à l'ancienne voyait une banque faire un crédit à une entreprise et collecter des dépôts d'épargnants, désormais une banque aura tendance à créer une filiale gérant un fonds d'investissement, qui délèguera sa gestion d'actifs à un mutual fund qui délèguera lui-même à un hedge fund. Les intermédiaires financiers entre l'épargnant et l'entreprise se sont multipliés, chacun prélevant au passage des commissions. Cette longue chaîne de délégation de gestion d'actifs finit par imposer à l'entreprise un coût de financement plus élevé, sans nécessairement que l'épargnant final ne perçoive une rémunération supérieure, la rentabilité de départ s'étant diluée progressivement au bénéfice des différents intermédiaires. La finance apparaît ici comme une hernie qui se gonfle sur l'entreprise, et l'épuise : quand vous trouviez des financements en vous acquittant d'un taux d'intérêt de 5 %, vos investissements productifs devaient franchir cette barre, relativement basse, pour être entrepris ; quand vous êtes confrontée à une exigence de rentabilité financière (ROE) de 20 %, la barre à franchir écrème de très nombreux projets, et rares sont les investissements à être encore suffisamment rentables pour être mis en œuvre.

### **L'obsession du court-terme**

Mais les investisseurs institutionnels ne sont même plus impliqués dans des stratégies de long terme. Plu-

Ce texte a été présenté lors d'un colloque sur les « Alternatives pour l'Europe » organisé par la Chambre des salariés du Luxembourg le 14 octobre 2015 dans le cadre de la présidence luxembourgeoise du Conseil de l'Union européenne. Le programme et les présentations des différents interventions sont disponibles sur [www.csl.lu](http://www.csl.lu)

tôt que de suivre l'évolution d'un projet productif sur plusieurs années, les actionnaires chaussent des lunettes court-termistes, guettant la rentabilité trimestrielle et craignant à tout moment une chute temporaire. Bien souvent, ces gros actionnaires n'exercent même plus eux-mêmes leurs droits en assemblée générale. Ils ont recours à des proxy advisors, sorte de sous-traitance actionnariale conseillant sur les votes à suivre. L'engagement dans le projet d'entreprise est donc minimal : on est très proche d'un fonctionnement de casino où l'entreprise n'est qu'un support pour miser et prendre des paris. La délégation des droits de vote aux proxy advisors pousse à l'adoption de règles simples de décision : comment faire autrement quand un salarié du principal proxy advisor au monde doit couvrir 3 assemblées générales par semaine ? Il y a fort à parier qu'il n'aura pas le temps d'étudier le projet stratégique de l'entreprise, la pertinence des projets d'investissement, ... Il s'en remettra à un simple calcul de rentabilité à court terme.

Ce qui renforce cette pression court-termiste est la concurrence que se livrent les différents investisseurs institutionnels. Ils cherchent en permanence à attirer l'épargne par la promesse des meilleurs rendements. Tout projet d'investissement qui se révélerait profitable à long terme mais qui entraîne une dose d'incertitude à court terme et une certaine baisse de rentabilité temporaire devient problématique. La meilleure preuve de ce désamour pour le temps long se trouve dans l'évolution de la durée de détention moyenne d'une action qui a été divisée par 12 sur le NYSE : 7 ans dans les années 1960, 7 mois en 2007<sup>2</sup>.

### L'entreprise liquidée

Ce temps financier de la détention n'est pas compatible avec le temps productif des entreprises. Une entreprise suppose un engagement dans la durée, avec une exploitation des équipements de 10 à 15 ans en moyenne (plus ou moins longue selon les secteurs). Une partie des investissements est même irréversible. C'est notamment le cas des investissements dans les actifs spécifiques : une fois entrepris, on ne peut plus récupérer sa mise.

Pourtant, on pousse l'entreprise à être aussi liquide qu'un titre financier. J.M. Keynes résumait ainsi cette injonction paradoxale : « c'est comme si un fermier, après avoir tapoté son baromètre au repas du matin, pouvait décider entre dix et onze heures de retirer son capital de l'exploitation agricole, puis envisager plus tard dans la semaine de l'y investir de nouveau »<sup>3</sup>. Alors qu'il est parfaitement possible sur les marchés financiers de vendre le soir une action qu'on a achetée le matin, la même logique est or-

thogonale à l'investissement productif. L'entreprise doit pouvoir compter sur une stabilité de ses financements, sous peine de ne pas investir.

Le rôle traditionnel des intermédiaires financiers était justement de jouer le rôle de tampon entre les désirs de liquidité des épargnants et les besoins de stabilité d'une entreprise : une banque permet bien aux épargnants de retirer leurs dépôts à tout moment, sans pour autant remettre en cause le crédit qu'elle a accordé à une entreprise. Avec la pression des marchés financiers, c'est un peu comme si le financement de l'entreprise était soumis au bon vouloir des actionnaires de rester engagés : alors que les entreprises se projettent à 10 ou 15 ans, les actionnaires ne s'impliquent qu'à 7 mois. Ce fossé entre les deux temporalités génère des absurdités économiques : on découpe l'entreprise en différents appartements pour en revendre les pièces les moins rentables, sans se rendre compte de leur importance dans le processus de production global.

### La macroéconomie financiarisée

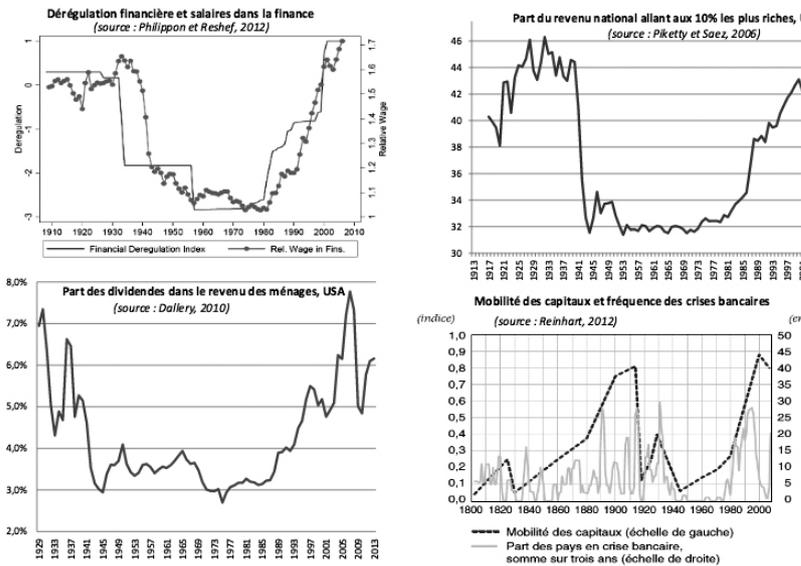
Ces désordres ne touchent pas que l'entreprise mais concernent l'ensemble de la dynamique économique. Depuis que la finance a été dérégulée dans les années 1980, la croissance économique a ralenti parce que les entreprises n'investissent plus, on l'a vu, mais aussi parce que les salariés voient leur pouvoir d'achat s'éroder. La pression actionnariale pèse aussi sur les revendications salariales, et faute de salaires, la consommation patine. Sans ses deux moteurs, la croissance atone n'oppose qu'une faible résistance à la montée du chômage. Si le contexte d'ensemble est peu glorieux,<sup>4</sup> la finance se porte bien, merci pour elle. Il existe en effet une corrélation extrêmement puissante entre l'intensité de la dérégulation financière et les salaires versés dans l'industrie financière : plus la régulation est lâche, plus les salaires relatifs y seront généreux. La dérégulation financière pousse aussi les entreprises à distribuer toujours plus de dividendes.

Les inégalités de revenu retrouvent ces dernières années les niveaux atteints dans les années 1920, période durant laquelle la finance avait déjà été dérégulée... Avant que la crise de 1929 et la Grande Dépression ne poussent les politiques à durcir le ton vis-à-vis d'elle. Sous la répression financière des Trente Glorieuses, les inégalités, dividendes et rémunérations dans la finance se sont tassés, mais les crises financières furent également beaucoup moins fréquentes. Le capitalisme semble évoluer au gré des libertés laissées à la finance, dessinant ici plusieurs courbes en « U » permettant de distinguer trois phases distinctes : le capitalisme financier des années

---

**Avec une finance dérégulée, c'est plus de salaires dans le secteur financier, plus d'inégalités dans l'économie, plus de dividendes à verser pour l'entreprise, plus de crises financières à supporter pour la société..**

---



(© Thomas Dallery)

1920, le capitalisme fordiste de 1940 à 1970, puis le capitalisme financiarisé depuis les années 1980. Avec une finance dérégulée, c'est plus de salaires dans le secteur financier, plus d'inégalités dans l'économie, plus de dividendes à verser pour l'entreprise, plus de crises financières à supporter pour la société.<sup>5</sup>

La financiarisation n'est donc pas une fatalité. Elle est l'œuvre de politiques économiques permissives conduites depuis les années 1980, politiques qui ont notamment donné la priorité à la lutte contre l'inflation plutôt qu'à la lutte pour le plein-emploi.

## 2. Désarmer la finance

La limitation des ravages de la financiarisation passe par deux canaux principaux : la réforme de la gouvernance et le contrôle de la liquidité.

### Faire entendre d'autres voies dans l'entreprise

Concernant la gouvernance, il s'agit simplement de rompre avec le principe « 1 action = 1 voix ». Cela peut se faire en donnant des droits de vote aux salariés dans les instances de direction des entreprises, chemin que la codétermination à l'allemande incarne à sa manière. Cela peut aussi se réaliser au travers de la généralisation de droits de vote et dividendes bonifiés. On pourrait par exemple imaginer

un système où les droits de vote augmentent avec le temps de présence dans l'entreprise. Autre voie, qui consisterait à donner un avantage à l'avenir, on pourrait imaginer un système dans lequel ne votent en assemblée générale que les actionnaires qui s'engagent par contrat à rester dans l'entreprise pour l'accompagner dans ses projets productifs. Une autre piste serait de n'attribuer droits de vote et dividendes qu'aux seuls souscripteurs d'actions sur le marché primaire. Dès qu'une action serait revendue, elle perdrait les droits de vote et dividendes associés. Il s'agirait ici de distinguer et favoriser ceux qui financent l'entreprise, par rapport à ceux qui ne font que placer leur épargne sur le marché secondaire. Dans le même ordre d'idée, les fonds de pension polonais ne peuvent pas placer plus de 7,5 % de leurs actifs sur le marché secondaire.

### Retrouver le goût de l'immobilité et de la patience

Sur le plan de la liquidité, il existe également de nombreuses pistes de réformes, toutes cherchant d'une manière ou d'une autre à entraver la parfaite mobilité des capitaux et à s'inscrire dans le temps long. La taxe sur les transactions financières permettrait de décourager les allers-retours permanents sur les marchés boursiers, l'impôt cassant la rentabilité de l'opération. Le taux de la taxe devrait être propor-

tionnel à la durée de détention des actions. Mais il faudrait aussi veiller à l'assiette de la taxe pour qu'elle concerne l'ensemble des transactions financières<sup>6</sup>.

Pour profiter du passif long de certains investisseurs institutionnels, on pourrait aussi envisager de leur imposer une durée de détention minimum pour certains actifs. Puisqu'un fonds de pension sait quand il aura à verser ses retraites, il n'a pas de contrainte de liquidité et peut normalement se placer à long terme. La concurrence pour l'épargne et les délégations de gestion d'actifs le poussent pour le moment à agir en actionnaire court-termiste comme les autres. L'exemple nous vient ici de Toyota qui a émis récemment des actions illiquides. Les souscripteurs de ces titres sont contraints de détenir le titre pendant 5 ans, et en seront récompensés par des droits et dividendes bonifiés. Pourquoi ne pas généraliser ce genre d'actions et rendre leur détention obligatoire dans certaines limites pour les investisseurs institutionnels? Bien évidemment, ces mesures auraient à être accompagnées de la mise en place d'un cadastre financier pour savoir qui détient quoi à tout moment.

Pour rompre la logique de la liquidité et remettre à l'ordre du jour le rôle théorique d'intermédiaire financier, une autre solution serait de créer une Banque publique pour le financement de l'investissement. Une telle institution aurait pour mission de financer les projets des entreprises en prenant des participations dans leur capital et en jouant le rôle d'actionnaires patients. Elle se financerait au moyen d'émissions d'obligations auprès des investisseurs institutionnels. Le but serait de capter le formidable volume d'épargne drainé par ces acteurs, et de le mettre au service de l'investissement à long terme, plutôt que de la satisfaction de la soif de liquidité comme actuellement. Les embryons de telle structure existent (SNCI au Luxembourg, CDC en France, KfW en Allemagne, ...), mais il s'agit d'outils encore sous-utilisés. La mobilisation des ressources des investisseurs institutionnels décuplerait leur potentiel d'investissements, tout en favorisant la patience dans les entreprises.

### Appliquer un principe de précaution à la finance

Les ravages de la finance devraient pousser les politiques à la considérer avec prudence. À la manière du secteur pharmaceutique, on devrait par exemple exiger une autorisation de mise sur le marché avant toute innovation financière. Plutôt que de supposer que tout ce qui n'est pas explicitement interdit est autorisé, on devrait passer à une conception où tout ce qui n'est pas explicitement autorisé est interdit. Ce serait alors aux financiers de démontrer l'utilité et

l'innocuité pour l'économie de leurs nouveaux produits. Ce bon sens n'a pas toujours été absent de la sphère politique. Au lendemain du *krach* de 1929, la Grande Dépression avait conduit les régulateurs, notamment au travers du fameux Glass-Steagall Act, à prendre des mesures strictes pour endiguer la finance. La différence avec les années 1930, c'est que, pour le moment, nous avons raté l'occasion de réencaster la finance et nous sommes encore à la merci de ses débordements qui pourraient nous emporter. Paradoxalement, l'espoir viendra peut-être du pays le plus financiarisé. Les propositions d'Hillary Clinton sont en effet particulièrement sévères : elles visent certes à éviter que les désordres financiers ne noient l'économie réelle, mais pour ce faire, elles imposent des limitations importantes à l'activité des financiers. Ces derniers ont senti le danger : sur les 158 familles représentant la moitié des contributions financières aux candidats aux élections présidentielles américaines, 138 soutiennent les candidats républicains, mais surtout 64 tirent leur fortune du secteur financier.<sup>7</sup> ♦

1 Rappelons que seuls les 50 % des ménages européens les plus riches disposent d'une épargne positive. Ajoutons que l'épargne accumulée est encore plus concentrée sur le haut de la pyramide sociale que les revenus : les 10 % des ménages américains les plus riches reçoivent déjà près de la moitié des revenus chaque année, mais ils détiennent près des trois quarts du patrimoine.

2 Aglietta, M., 2014, *Europe. Sortir de la crise et inventer l'avenir*, Michalon, p. 137.

3 Keynes, J.M., 1936, *Théorie Générale de l'Emploi, de l'Intérêt et de la Monnaie*, éd. Payot (2005).

4 Le bilan aurait été encore plus calamiteux si l'endettement (privé, public et extérieur) n'avait pas servi de béquilles à la croissance.

5 Philippon, T. et Reshef, A., (2012), « Wages and Human Capital in the U.S. Financial Industry: 1909-2006 », in: *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 127 (4), pp. 1551-1609. Piketty, T. et Saez, E., (2006), « The Evolution of Top Incomes: A Historical and International Perspective », in: *American Economic Review*, vol. 96 (2), pp. 200-205. Dallery, T., 2010, *Le divorce rentabilité/croissance dans le capitalisme financiarisé. Changements de régimes, équilibres, instabilités et conflits*, Thèse de Doctorat, Université Lille 1. Reinhart, C. (2012), « Le retour de la répression financière », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, n°16, pp. 39-51.

6 Une telle taxe existe en effet en France depuis août 2012, mais elle ne concerne pas les opérations intraday : si vous achetez une action le matin pour la revendre le soir, vous échappez à la taxe, alors que ces mouvements sont précisément les plus spéculatifs !

7 Confessore, N., Cohen, S. et Yourish, K., 2015, « The Families Funding the 2016 Presidential Election », *New York Times*, 10 Octobre.