

**IRIS**

Institut de recherche  
et d'informations  
socio-économiques

# Pourquoi les entreprises québécoises et canadiennes accumulent-elles autant d'argent dans leurs coffres?

Note de recherche rédigée par  
**Christian Pépin, chercheur-associé**  
en collaboration avec Ariane Gobeil et Éric Pineault



## Table des matières

<b>TABLE DES MATIÈRES</b>	<b>3</b>
<b>INTRODUCTION</b>	<b>5</b>
<b>PORTRAIT DU DÉBAT PUBLIC CANADIEN</b>	<b>7</b>
<b>CHAPITRE 1 LES POINTS DE VUE DE LA THÉORIE ÉCONOMIQUE TRADITIONNELLE</b>	<b>8</b>
1.1 Le motif de précaution : deux variantes traditionnelles	10
1.1.1 La critique de la précaution « excessive » : un appel moral à l'éthique entrepreneuriale	10
1.1.2 Un motif de précaution rationnel face aux chocs « externes » : le point de vue de la synthèse néoclassique	10
1.2 La conséquence d'une transformation dans le mode de financement des firmes	11
1.3 Une interprétation traditionnelle des caractéristiques des firmes et différents secteurs de l'économie	12
1.3.1 Les firmes avec une forte volatilité de flux de revenus	12
1.3.2 Les firmes avec forte intensité en recherche et développement (R et D)	12
1.3.3 Les entreprises multinationales	13
1.3.4 Les firmes centrées sur leur(s) secteur(s) d'expertise	13
1.3.5 Une valeur de marché bien au-dessus de la valeur comptable	13
<b>CHAPITRE 2 LES POINTS DE VUE DE L'ÉCONOMIE POLITIQUE HÉTÉRODOXE</b>	<b>16</b>
2.1 L'ascendance des rentiers et la gouvernance par « valeur actionnariale »	16
Résumé de cette thèse	16
Une interprétation dérivée pour comprendre la surépargne	16
2.2 La restructuration néolibérale du rapport salarial : la perspective postkeynésienne	17
Résumé de cette thèse	17
Une interprétation dérivée pour comprendre la surépargne	17
2.3 Le problème de la suraccumulation	17
Résumé de cette thèse	17
Une interprétation dérivée pour comprendre la surépargne	18
2.4 Un motif de précaution pathologique causé par de l'incertitude et de l'instabilité systémique	18
Résumé de cette thèse	18
Une interprétation dérivée pour comprendre la surépargne	19

<b>CHAPITRE 3 « SOYEZ LIQUIDES » : LA CONVENTION FINANCIÈRE SUR LA SURÉPARGNE</b>	<b>21</b>
3.1 La convention financière dans sa forme dominante	21
De la fragilité financière à la flexibilité financière et opérationnelle	21
Ni endormi ni gaspillé : de l'argent en réserve sur le point d'être investi massivement	22
3.2 La convention financière telle qu'intériorisée par les directions d'entreprises : être liquide, c'est normal et c'est nécessaire	23
<b>CHAPITRE 4 L'ARGENT NE DORT JAMAIS : HYPOTHÈSES À PROPOS DES CAUSES STRUCTURELLES DE LA SURÉPARGNE</b>	<b>26</b>
4.1 « Soyez liquides » : contrainte de liquidité imposée par les marchés financiers	26
4.2 Tempérer l'angoisse de l'incertitude : le motif de précaution	27
4.3 Le travail de l'argent : un motif de spéculation	28
4.4 L'art de patienter pour mieux attaquer : accumuler un « trésor de guerre »	28
4.5 Les contreparties d'engagements financiers	29
4.6 Une fraction croissante d'argent qui dort : le reflet d'une contrainte de suraccumulation	29
<b>CONCLUSION</b>	<b>31</b>
<b>NOTES DE FIN DE DOCUMENT</b>	<b>33</b>

## Introduction

Cette note de recherche vise à interpréter la croissance vertigineuse de l'épargne des grandes corporations non financières\* au Québec et au Canada, établie empiriquement dans la note socio-économique *Portrait de la surépargne des entreprises au Québec et Canada*. Alimentées par des profits en hausse, les entreprises non financières engrangent de plus en plus de bénéfices qu'elles placent sous la forme d'actifs liquides dans des comptes bancaires d'ici et outremer. Même la grande crise de 2008 n'a pas eu d'impact significatif sur l'accélération de cette accumulation de liquidités. Alors que le taux de profit de ces entreprises s'est rétabli dès 2010, la crise a néanmoins débouché sur une « Grande Stagnation » qui continue d'affliger nos économies. Ce marasme économique est caractérisé par une diminution significative du taux d'emploi, un ralentissement prolongé de l'investissement privé ainsi que des capacités productives inutilisées; autant de facettes d'un malaise économique aux conséquences sociales désastreuses. Pire encore, les politiques économiques préconisées actuellement par nos gouvernements aggravent la situation. Comme démontré dans une récente étude de l'IRIS<sup>1</sup>, elles nous enferment dans une trappe d'austérité-stagnation, marquée par une spirale de compressions budgétaires et de ralentissement économique qui se nourrissent mutuellement.

La situation est pour le moins paradoxale : des entreprises non financières qui continuent d'accumuler des profits dans un contexte de relative stagnation économique alors qu'elles détiennent un niveau record de liquidités engrangées au fil du temps. À défaut d'avoir été convertie en investissements plus élevés, il n'est pas surprenant que cette « surépargne » des entreprises ait été pointée du doigt comme facteur explicatif de la faible reprise depuis 2008\*\*. Alors que les ménages sont surendettés et que les rentrées fiscales diminuent, les coffres des entreprises regorgent d'argent, ce qui semble témoigner de rapports asymétriques face à la crise, voire d'une injustice.

Jusqu'ici, plusieurs études<sup>2</sup> ont pris la mesure de cette surépargne des entreprises au Canada, notamment pour démontrer l'inefficacité des baisses d'impôt des entreprises promises par Harper comme mesure de stimulation de l'investissement. Or, malgré leurs importantes contributions, ces travaux permettent mal de comprendre pourquoi les entreprises accumulent ces liquidités et à quoi elles servent exactement, dans la mesure où elles ne sont pas investies de manière productive. C'est pourquoi ce phénomène est choisi ici comme objet d'étude à part entière, à comprendre en lui-même.

Précisons d'emblée que le phénomène de la surépargne ne trouve guère ses origines dans la crise de 2008-2009, bien au contraire. De plus, ce n'est pas un phénomène proprement canadien : il se déploie dans presque toutes les économies capitalistes avancées. Déjà, en 2006, un rapport du Fonds monétaire international (FMI)<sup>3</sup> s'inquiétait de l'accumulation inédite de liquidités par les grandes entreprises non financières depuis deux décennies au sein des pays de l'OCDE. En ce sens, nous faisons face à un phénomène global indicateur de transformations structurelles.

Dans la présente note, nous explorerons les facteurs qui peuvent expliquer cette immense accumulation de liquidités par les entreprises non financières au Canada et au Québec et évaluerons les impacts économiques et politiques de cette surépargne. Les deux premiers chapitres s'attaqueront aux explications économiques du phénomène : en premier lieu, celles qui appartiennent à l'univers de la théorie économique traditionnelle, puis celles qui relèvent des interprétations hétérodoxes du phénomène. Après cette

\* Les banques et institutions financières sont ici exclues de cette étude, car leurs liquidités font l'objet de nouvelles réglementations en matière de fonds propres visant à préserver leur solvabilité en période de fortes turbulences financières, afin d'éviter une crise. De hauts niveaux de liquidités ont donc un rôle positif sur la stabilité macroéconomique, un jugement qui ne peut être appliqué d'emblée aux entreprises non financières.

\*\* Voir, à la page 7, l'encadré sur le portrait du débat canadien pour quelques références.

revue de littérature, nous examinerons au chapitre 3 comment la communauté financière se représente ce phénomène, à partir d'une analyse des discours sur cette surépargne dans la presse financière et d'affaires. L'accumulation d'actifs liquides par les entreprises non financières constitue pour cette communauté une « convention » qui s'inscrit dans l'évaluation de la valeur des entreprises. Nous proposerons au chapitre 4 une synthèse des facteurs structureaux qui peuvent expliquer l'émergence, la poursuite et la valorisation de l'accumulation d'actifs liquides par les entreprises canadiennes ainsi que les principaux impacts économiques de cette accumulation. Enfin, les conclusions de cette recherche permettront de renouveler la réflexion en matière de politiques publiques alternatives.

Avant d'entreprendre ce parcours, nous proposons au lecteur un retour sur le débat canadien au sujet de la surépargne. À la suite d'une campagne canadienne lancée par des économistes progressistes lors de la campagne électorale fédérale de 2011 (voir l'encadré qui suit), la Banque du Canada s'empara de la question de la surépargne et fit d'une critique des « milliards qui dorment » un de ses chevaux de bataille. Empruntant un ton moraliste, elle accusa les grandes entreprises canadiennes de conservatisme excessif. Nous allons, dans ce rapport, prendre nos distances vis-à-vis de ce type de critique morale qui repose sur le mythe de l'éthique entrepreneuriale animée par un goût du risque prétendument invariant dans l'histoire du capitalisme. Nous voulons plutôt cibler : la spécificité et les fondements institutionnels des contraintes macroéconomiques qui déterminent les stratégies d'accumulation des grandes entreprises\*. Du point de vue de la critique moraliste, les entreprises n'ont qu'à embaucher plus de main-d'œuvre et à investir dans de nouveaux moyens de production pour augmenter leurs profits et transformer une relance moribonde en expansion dynamique. Or, pourquoi voit-on se creuser de plus en plus un fossé entre, d'un côté, les demandes des syndicats et des gouvernements en faveur d'une croissance vigoureuse, et de l'autre, la frilosité des grandes entreprises à investir davantage, malgré leurs profits et liquidités records ? Quels liens pouvons-nous établir entre cette pratique des entreprises et la conjoncture plus générale d'austérité-stagnation, voire la tendance à une stagnation prolongée à caractère structurelle, hypothèse de plus en plus discutée par les économistes traditionnels<sup>4</sup> ?

---

\* Cela n'est pas seulement un problème de la critique *mainstream*. Même certains des économistes hétérodoxes les plus respectés au Canada tombent en partie dans ce piège, tel Stanford lorsqu'il affirme : « Peut-être les capitalistes ont-ils simplement perdu cet appétit qui les poussait à vouloir augmenter coûte que coûte leur richesse, et se contentent-ils désormais de la thésauriser ou d'en dilapider de larges pans en se vautrant dans le luxe. C'est cette force motrice qui, pendant une bonne partie de l'histoire du capitalisme (mais certainement pas toute), avait fait de celui-ci un système économique marqué par un dynamisme et une créativité sans précédent. Si l'appétit n'est effectivement plus au rendez-vous, on est en droit de s'interroger sur la légitimité du capitalisme comme facteur de progrès. » Stanford, J. (2011). *Petit cours d'autodéfense en économie – l'abc du capitalisme*, Montréal, Lux Éditeur, 2011, p. 212.

## Portrait du débat public canadien

Pendant la campagne électorale fédérale de 2011, plusieurs économistes progressistes ont critiqué les baisses d'impôt des entreprises promises par le gouvernement Harper pour stimuler l'investissement privé<sup>5</sup>. D'une part, cette mesure était jugée inefficace pour relancer l'investissement, car les entreprises détenaient déjà d'immenses réserves de liquidités. D'autre part, on l'a qualifié d'injuste parce que financée par de nouvelles compressions dans les services publics et programmes sociaux.

En août 2012, Mark Carney, alors gouverneur de la Banque centrale du Canada, a donné une proportion inédite à ce débat en affirmant que les entreprises canadiennes sont assises sur plus de 600 milliards « d'argent qui dort ». Il les a alors accusés de faire preuve de conservatisme excessif, et les a enjoint d'investir afin de tirer profit des avantages comparatifs du Canada et de la demande des pays « émergents »<sup>6</sup>. Peu après, le ministre des Finances Flaherty a apporté de l'eau au moulin de cette critique moralisante<sup>7</sup>.

Malgré leurs positions politiques divergentes\*, on a alors assisté à une alliance inhabituelle entre les économistes progressistes, les syndicats, la Banque centrale du Canada et, momentanément, le gouvernement conservateur. À défaut d'avoir été convertie en investissements plus musclés, cette surépargne était, à divers degrés, de plus en plus pointée du doigt comme facteur explicatif de la faiblesse de la reprise depuis 2008. Ce rapprochement inopiné a culminé avec le passage de Mark Carney au congrès des Travailleurs canadiens de l'automobile (TCA) en 2012, une première dans l'histoire du Canada. Jamais auparavant un gouverneur de la Banque centrale n'avait prononcé une allocution au sein d'une instance syndicale<sup>8</sup>.

Cet alignement politique a suscité une réplique du secteur des affaires et des économistes traditionnels. Selon eux, ces liquidités ne représentaient aucunement de « l'argent qui dort »<sup>9</sup>. D'une part, une partie de celles-ci continuaient d'être investies et redistribuées vers les actionnaires. De l'autre, elles représentaient de saines pratiques d'épargne, dans un contexte postcrise fortement marqué d'incertitude économique. Toutefois, ces discours évacuaient la portée structurelle du phénomène, défendue à la fois par Carney et les économistes progressistes.

En février 2013, un rapport interne du ministère canadien des Finances<sup>10</sup> a provoqué un changement de discours de la Banque centrale et du gouvernement. On y affirmait que cette épargne témoignait plutôt d'une transformation du mode de financement des firmes. Cela serait la conséquence d'un nouvel environnement macroéconomique (baisse des taux d'intérêt et d'imposition, volatilité économique accrue, etc.). Ce serait également lié à des facteurs sectoriels et spécifiques à certaines catégories de firmes (p. ex., niveau élevé de Recherche et développement (R et D), problèmes d'accès à du financement externe). On soutient que ces liquidités accumulées n'ont eu aucun impact négatif sur l'investissement puisque le Canada connaît, après la crise, le taux d'investissement le plus élevé parmi les pays du G7. Selon ce rapport, ce serait plutôt le signe que la stratégie de relance du gouvernement Harper aurait porté ses fruits. En résumé, ces liquidités n'ont rien d'anormal et au contraire, elles traduisent des bilans financiers en santé anticipant des perspectives de croissance importante\*\*.

Mais qu'en est-il vraiment ? C'est ce que nous allons voir dans les chapitres qui suivent.

\* Pour Carney, la relance dépendait surtout d'une réorientation du modèle d'affaires des entreprises canadiennes vers la demande des pays « émergents », pour réduire leur dépendance à la zone euro et aux États-Unis. En témoigne son appui vigoureux aux nouveaux accords de libre-échange en Asie (p. ex., Corée du Sud), de même qu'au virage extractiviste canadien. Pour les progressistes, il fallait plutôt miser sur un programme d'investissements publics financé par des taux d'imposition plus élevés des entreprises, combiné à des crédits d'impôts ciblés (p. ex., conditionnels à des investissements et/ou à la création d'emplois).

\*\* Le débat au Québec n'a pas eu la même résonance qu'au Canada anglais. Lorsqu'il en a été question, les arguments invoqués ont été relativement les mêmes que ceux présentés sommairement ici.

# Chapitre 1

## Les points de vue de la théorie économique traditionnelle

Plusieurs questions font débat au sein de la littérature scientifique à propos de la surépargne. En voici trois à portée générale :

1. Pourquoi les entreprises détiennent-elles de tels niveaux de liquidités ? ;
2. Est-ce que ces réserves monétaires permettent de faire des dépenses qui ne pourraient pas être faites autrement ? ;
3. Comment expliquer qu'entre les entreprises, il existe de telles variations de la surépargne ?

Cette littérature offre également des réponses à des questions plus précises : Est-ce que ces surplus financiers ne sont que les excédents après que les entreprises aient déterminé leurs plans d'investissement ? Ou reflètent-ils des choix réfléchis d'assainissement de leurs bilans financiers (réduire leur niveau d'endettement), voire par d'autres facteurs, comme se protéger d'une volatilité économique accrue dans un environnement corporatif de plus en plus mondialisé ?

Avant d'aborder les réponses de la littérature économique traditionnelle à ces questions, voici un portrait sommaire de la théorie néoclassique, et en quoi elle informe la plupart de celles-ci.

### L'épargne et l'investissement selon la théorie traditionnelle

Dans l'univers de la science économique traditionnelle, les entreprises empruntent pour investir tandis que les ménages épargnent et ensuite prêtent cette épargne aux entreprises, soit directement en achetant des titres sur les marchés financiers, soit indirectement par le biais de dépôts que les banques recyclent en prêts aux entreprises. Dans les deux cas, il est postulé que le secteur des entreprises a une position d'emprunteur ou de débiteur à l'économie, et que le secteur des ménages a une position de prêteur ou créateur de l'économie. L'égalité nécessaire entre épargne et investissement place chaque acteur dans ces rôles prédéfinis. Telle était, effectivement, la situation pendant presque tout le 20<sup>e</sup> siècle. Pour investir, les grandes entreprises capitalistes recyclaient leurs profits après impôts et avant dividendes et devaient emprunter aux banques et aux ménages pour financer le surcroît d'investissement par rapport à ces profits disponibles. De leur côté, les ménages engrangeaient plus de revenus qu'ils pouvaient dépenser et donc forcément, étaient contraints d'en épargner une partie. Cette épargne pouvait être institutionnalisée, c'est-à-dire organisée sous la forme de ponction automatisée, comme dans le cas des régimes de retraite et systèmes d'assurance capitalisés, ou relevait d'une dynamique plus individuelle et volontaire.

L'économie du 21<sup>e</sup> siècle ne suit pas les mêmes règles. Certes, il y a toujours une partie du salariat qui contribue systématiquement à des régimes d'épargne plus ou moins institutionnalisés, mais globalement, ménages et entreprises ont changé de rôles. Le secteur des entreprises non financières est devenu un « créancier de l'économie\* », tandis que la grande majorité des ménages sont devenus des débiteurs<sup>11</sup>. Les banques ont changé la base de leurs actifs en prêts. Autrefois formé en partie de prêts aux entreprises,

\* Cela renvoie à une expression macroéconomique qu'il ne faut pas prendre au pied de la lettre. Ainsi, les entreprises non financières ne sont pas les principales « prêteuses » d'argent à l'économie. Cela signifie plutôt qu'elles détiennent davantage d'« épargne » que de « prêts contractés », une situation relativement inédite historiquement.



aujourd'hui c'est sur les dettes des ménages qu'est adossé de manière massive l'actif des banques au Canada. Le secteur bancaire prête aux ménages tant pour soutenir leur consommation courante que pour financer leur acquisition de biens durables pendant que les entreprises épargnent et surépargnent. Évidemment, cela pose tout un défi à la théorie économique standard, d'où la difficulté à penser, dans ce paradigme, le problème qui nous occupe. Pourtant, des tentatives d'explication existent à partir des postulats néoclassiques. Après avoir présenté quelques caractéristiques de la théorie néoclassique de l'investissement et de l'épargne, nous discuterons des explications qui se sont imposées dans la littérature traditionnelle.

Rappelons que dans sa forme épurée, l'approche néoclassique soutient qu'une économie régie par les postulats de la concurrence pure et parfaite garantit la meilleure utilisation des ressources limitées afin de satisfaire l'ensemble des choix effectués par les individus. Voici les postulats en question : 1) le marché est composé d'un nombre quasi infini de petites entreprises; 2) il y a homogénéité des produits offerts; 3) l'information sur le marché est parfaite; 4) il y a parfaite mobilité du capital.

Typiques du formalisme de ce genre d'approches en économie, les décisions d'investissement des entreprises sont toutes connues d'avance selon un modèle où le temps n'entre pas en ligne de compte. Dans ce modèle, les décisions d'aujourd'hui prises par chaque entreprise isolément n'ont pas d'effets cumulatifs contraignants sur les décisions de demain, car elles sont prises de manières simultanées et connues par l'ensemble des acteurs. De plus, la monnaie est neutre. Ainsi, l'accumulation de l'argent n'a aucune fin en soi, représentant plutôt un moyen rationnel facilitant les transactions économiques. Dans un tel monde, le crédit serait alloué sans coûts à tout projet d'investissement à rentabilité démontrée, faisant de l'accumulation de liquidités monétaires une pratique dépourvue de sens.

Or, l'accumulation de liquidités dans les coffres des entreprises est bel et bien une réalité empirique observable. L'efficacité des marchés (incluant les marchés financiers) étant postulée a priori par la théorie traditionnelle, il ne reste comme explication du surcroît de liquidités que les imperfections du marché et la présence de « chocs exogènes ». Ces chocs externes, souvent présentés comme une donne de « l'environnement » dans lequel baignent les marchés, peuvent avoir différentes causes dont des stratégies de manipulation par des acteurs, une incertitude ou une instabilité politique. Et donc, l'immense accumulation de liquidités serait en fait un mécanisme de compensation des imperfections qui pèsent sur le fonctionnement normal des marchés. Selon cette perspective, elle permettrait aux entreprises de restaurer les conditions qui assurent une allocation optimale de leur capital<sup>12</sup>.

### **L'efficacité des marchés et les chocs exogènes**

Pour comprendre cette perspective, il faut aussi tenir compte des présupposés de l'économie de l'offre, une variante de l'économie néoclassique. Encore une fois, étant donné l'efficacité des marchés postulée, une stagnation de l'investissement ne peut être que la conséquence de rigidités institutionnelles. En ce sens, pour stimuler l'investissement, il faut abaisser les impôts et les taux d'intérêt, assouplir les lois environnementales, flexibiliser le marché du travail, etc. Nous verrons plus loin comment la croissance des liquidités et la stagnation de l'investissement sont interprétées à l'intérieur d'un tel paradigme.

Par ailleurs, plusieurs théories portant sur les formes d'organisation des firmes se sont penchées sur le mode le plus efficace de financement des entreprises. Par exemple, dans le modèle de Modigliani-Miller, tous les modes de financement sont considérés comme équivalents (émissions d'actions, crédit, fonds internes), alors que pour la théorie de l'agence de Jensen, en vogue durant les années 1980, le financement par endettement serait plus efficace. Cette approche permettrait d'éviter que les directions d'entreprises ayant d'importantes réserves de liquidités à leur disposition soient portées à

gaspiller la richesse des actionnaires dans des projets d'investissement à rentabilité faible ou nulle, voire négative. Or, au sein même de la littérature traditionnelle, on souligne que le phénomène de surépargne vient remettre ces théories en question, en partie du moins. Afin d'expliquer les variations des taux de liquidité entre les entreprises, cette littérature met aussi de l'avant un ensemble de caractéristiques de nature soit sectorielle, soit interne à des firmes, qui peuvent expliquer un usage rationnel des liquidités. En d'autres mots, ces réserves de liquidités seraient une adaptation fonctionnelle à des particularités d'un secteur ou d'une catégorie de firmes.

Après cette présentation sommaire de la théorie néoclassique et de ses variantes, voici un résumé de la structure des principaux arguments recensés dans cette littérature.

## 1.1 Le motif de précaution : deux variantes traditionnelles

### 1.1.1 La critique de la précaution « excessive » : un appel moral à l'éthique entrepreneuriale

« Nous avons baissé les impôts sur le revenu des entreprises et des individus. Nous avons encouragé l'achat de nouvelles technologies et de biens d'équipement. Mais ultimement, il n'en revient qu'à vous dans le secteur privé de profiter de ces conditions favorables et d'investir, de créer des emplois et de faire croître notre économie. »

Jim Flaherty, ex-ministre canadien des Finances, extrait de discours à la conférence du Canadian Council of Chief Executives, Ottawa, 25 septembre 2012

Selon cette perspective, la thésaurisation de liquidités monétaires serait la conséquence d'un conservatisme excessif et donc la cause de la stagnation de l'investissement. Or, de tels comportements d'épargne seraient injustifiables étant donné l'ensemble des incitatifs à l'investissement (p. ex., baisses d'impôts, taux d'intérêt bas, abolition de tarifs sur l'importation de machinerie et équipement, résilience du système bancaire canadien, engagement de la Banque centrale à soutenir la liquidité monétaire). D'après cette thèse, ces « milliards qui dorment » auraient affecté négativement la relance et, en l'absence de leur conversion en investissements productifs, c'est l'avenir de la croissance économique qui serait compromis.

Une variante axée sur la conjoncture d'après-crise stipule que les entreprises sont passées d'un comportement trop risqué (crise des *sub-primes*) à une prudence conservatrice démesurée. En ce sens, on accuse ici les entreprises d'exagérer l'incertitude économique en ne saisissant pas l'ensemble des opportunités d'investissement disponibles (demande des pays « émergents », secteur des ressources naturelles, etc.)<sup>13</sup>.

Une autre variante, « structurelle », veut plutôt que la croissance des liquidités tienne à l'effet cumulatif d'une paresse des entreprises à investir *avant* la crise, à laquelle s'est ajoutée une peur irrationnelle face à l'avenir, *après* la crise.

### 1.1.2 Un motif de précaution rationnel face aux chocs « externes » : le point de vue de la synthèse néoclassique

« La croissance des encaisses et l'amélioration de la liquidité des entreprises traduisent un changement dans la manière [dont] les firmes opèrent plutôt qu'une réticence à investir. »

Extrait d'un rapport interne du ministère des Finances du Canada, février 2013

Selon cette perspective<sup>14</sup>, l'épargne pratiquée par les entreprises serait une réponse rationnelle à une incertitude créée par l'anticipation de chocs imprévisibles et extérieurs à la dynamique normale des marchés. Par exemple, en période de ralentissement économique ou de crise, les marchés de crédit deviennent imparfaits, car le rapport créateur-débiteur est affecté par des asymétries d'information. Dans un tel contexte, les banques peuvent

difficilement établir si la diminution des flux de revenus d'une entreprise dépend d'un épuisement des opportunités d'investissement de l'entreprise, ou de la détérioration générale des conditions macroéconomiques<sup>15</sup>. Les coûts de transaction associés à l'endettement deviennent de plus en plus élevés, compromettant ainsi les projets d'investissement et les obligations financières de l'entreprise. Dans cette situation, les liquidités internes de l'entreprise deviennent nettement avantageuses.

Lorsqu'il est abordé dans un contexte historique, cet argument signifie que les crises passées auraient incité les firmes à réduire leur dépendance au financement externe. D'ailleurs, cela expliquerait pourquoi les firmes ayant plus de 20 ans d'existence tendent à accumuler davantage de liquidités que les firmes qui en ont 5 ou moins<sup>16</sup>. De plus, on remarque que la tendance aux flux de revenus excédentaires prend davantage la forme d'une accumulation d'actifs financiers (placements à court terme et dépôts bancaires) que d'un remboursement accru de dettes<sup>17</sup>.

Par conséquent, la thésaurisation de liquidités serait fonction des coûts incertains d'accès au crédit dans le futur, en raison de chocs externes de nature imprévisible. Ces liquidités procureraient la flexibilité financière nécessaire au financement fluide des projets d'investissement prévus par une entreprise. Ainsi, cette accumulation de liquidités serait garante de l'optimisation de l'allocation du capital, même dans des conditions adverses d'accès au crédit.

Ce type d'argument s'apparente à la synthèse néoclassique sur un point, soit que sur le long terme, le marché tend à l'équilibre, alors qu'en courte période, il y a des exceptions. Le rôle conféré à l'État en cas de crise ou de ralentissement pour rétablir la croissance et restaurer l'équilibre est attribué ici aux liquidités des entreprises non financières qui, lorsque confrontées à des conditions difficiles d'accès au crédit pendant une courte période, auraient à leur disposition les fonds nécessaires au financement de leurs investissements et obligations financières. En ce sens, ces liquidités auraient pour fonction dans un tel contexte de préserver l'allocation optimale du capital.

C'est dire que la croissance des liquidités ne doit pas être perçue comme un comportement pathologique qui refléterait une réticence à investir dans l'économie. Au contraire, elle refléterait davantage des changements dans le mode d'opération des entreprises, causés par des transformations dans l'environnement macroéconomique des firmes. Cette thèse est d'ailleurs au cœur d'un rapport interne du ministère des Finances du Canada, cité en exergue au début de cette sous-section. Au-delà de certains facteurs sectoriels et caractéristiques de l'environnement de certaines firmes\*, une incertitude accrue aurait incité les entreprises à se doter de telles réserves de liquidités pour faire face à de tels chocs externes.

En plus de témoigner d'une adaptation fonctionnelle à leur environnement macroéconomique, ces liquidités n'auraient pas eu d'effets négatifs sur l'économie, selon cette thèse. L'investissement au Canada serait actuellement supérieur à la performance de tous les pays du G7 après la crise, et sa restauration à un niveau pré-crise aurait été plus rapide que lors des récessions précédentes<sup>18</sup>. On trace le même bilan pour les versements de dividendes, qui continueraient à augmenter depuis la récession. En résumé, il n'y aurait aucune raison de s'inquiéter puisque l'amélioration des bilans financiers des entreprises serait un signe encourageant pour les perspectives de croissance<sup>19</sup>.

## 1.2 La conséquence d'une transformation dans le mode de financement des firmes

Une autre variante des interprétations « traditionnelles » associe cette croissance de l'épargne des entreprises non financières à des changements dans les politiques fiscale et monétaire, ce qui aurait incité les entreprises à modifier le mode de financement de

\* Ce rapport évoque le fait que les entreprises avec forte intensité en R et D et/ou confrontées à une importante volatilité de revenus détiennent davantage de liquidités. Ces arguments sont présentés plus loin.

leurs activités économiques. Du côté de la politique monétaire, les bas taux d'intérêt et la faible inflation auraient diminué les coûts associés à la détention de dépôts bancaires, encourageant ainsi cette pratique d'épargne au détriment d'un mode de financement par endettement ou par émission d'actions. Du côté de la politique fiscale, ce sont les faibles taux d'imposition qui auraient incité les entreprises à se financer davantage par fonds internes, ce mode de financement étant d'autant plus alléchant pour les entreprises, parce que déductible d'impôt<sup>20</sup>. Ce dernier point est souligné dans un rapport interne du ministère des Finances du Canada, mais d'autres études<sup>21</sup> font remarquer que ces liquidités sont en croissance *aussi* dans des pays à plus haut taux d'imposition.

Dans sa variante plus formelle, soit présentée comme un phénomène indépendant des changements dans les politiques monétaires ou fiscales, on affirme que cette pratique d'épargne est plus observable pour les entreprises qui détiennent d'importantes contraintes de financement (p. ex., *start-ups*, nouvelles PME), contrairement aux firmes cotées depuis longtemps en Bourse et détenant de bonnes notes de crédit<sup>22</sup>.

### **1.3 'épargne corporative: un phénomène concentré au sein d'entreprises et de secteurs spécifiques**

Le fait que le niveau de liquidités persiste à augmenter à l'échelle mondiale pourrait s'expliquer par des facteurs qui sont spécifiques à certaines catégories de firmes, et ce, compte tenu des niveaux d'incertitude qui varient selon les pays et d'une période à l'autre. Voici une présentation sommaire des arguments avancés dans la littérature économique traditionnelle qui s'est penchée sur cette question.

#### **1.3.1 Les firmes avec une forte volatilité de flux de revenus**

Ces liquidités seraient fonction d'une volatilité de flux de revenus à laquelle serait exposé un ensemble de firmes, conformément au motif de précaution rationnel, présenté ci-haut. Ce mécanisme d'adaptation fonctionnel serait d'autant plus affiné chez les firmes qui ont une grande expérience en matière de fluctuation de ventes, particulièrement en termes de pertes. Par conséquent, ces liquidités leur procureraient la flexibilité financière nécessaire pour financer tant des investissements et des opérations courantes que pour honorer leurs obligations financières<sup>23</sup>. Parmi ces firmes, le secteur des ressources naturelles et de l'énergie est particulièrement touché, parce que confronté à une forte volatilité des prix des matières premières.

#### **1.3.2 Les firmes avec forte intensité en recherche et développement (R et D)**

Deux raisons sont invoquées au sein de ce paradigme pour expliquer une robuste corrélation entre les entreprises avec forte intensité en R et D et un haut niveau de liquidités. Tout d'abord, les entreprises avec une activité intense de R et D sont considérées comme ayant des opportunités de croissance. Or, ces activités feraient face à de plus grandes contraintes de financement, car, par exemple, les résultats de recherche ne peuvent servir de garanties de prêts, à l'instar d'actifs tangibles. Un niveau de liquidités plus élevé que la moyenne serait donc nécessaire pour assurer ces entreprises d'un financement fluide de leurs activités en R et D<sup>24</sup>. Contrairement au modèle de Modigliani-Miller, qui considère comme équivalents les modes de financement par actions, crédits ou par fonds internes, il est affirmé ici que ce type de firmes a des coûts de transaction plus élevés (contraintes spécifiques d'accès au crédit) que d'autres types de firmes.

Une autre raison invoquée pour justifier les liquidités élevées de cette catégorie de firmes est que les employés en R et D sont des professionnels à salaires élevés, dont le lien d'embauche ne peut fluctuer au gré du cycle économique. Concrètement, cela signifie qu'il serait trop coûteux pour une entreprise de remercier ces professionnels en période

de ralentissement économique, car cela viendrait compromettre les activités de R et D. En ce sens, des réserves de liquidités permettraient de garantir ce lien d'embauche et donc, un financement plus fluide à long terme des activités de R et D d'une entreprise<sup>25</sup>. En tenant compte de ces considérations, il n'est pas surprenant de constater que ce sont le secteur des nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC)\* ainsi que celui des pharmaceutiques\*\*, deux secteurs à forte intensité en R et D, qui tendent à afficher des niveaux plus élevés d'épargne que la moyenne.

### 1.3.3 Les entreprises multinationales

Certains auteurs<sup>26</sup> font remarquer que les entreprises détenant un taux élevé de liquidités sont dans une grande proportion des entreprises qui ont un champ d'activité multinational. À titre hypothétique, on suggère que ces liquidités seraient une condition nécessaire pour acquérir un statut d'entreprise à caractère multinational. De plus, on soulève qu'au-delà de ce facteur, cela devrait se croiser avec d'autres caractéristiques des firmes en question. Ces mêmes auteurs indiquent par contre qu'au-delà des multinationales en général, c'est surtout celles à forte composante de R et D qui détiennent les plus hautes réserves de liquidités.

### 1.3.4 Les firmes centrées sur leur(s) secteur(s) d'expertise

Les conglomérats retiendraient moins d'argent que les firmes centrées sur leur secteur d'expertise (*core firms*). Cela s'expliquerait par le fait que les premiers ont tendance à utiliser leurs divisions à hauts flux de revenus mais à faibles perspectives d'investissement pour financer les fortes opportunités de croissance de leurs divisions à plus faibles flux de revenus<sup>27</sup>. Étant donné leurs secteurs d'activités diversifiés, ces conglomérats ont davantage d'actifs tangibles pouvant être convertis en liquidités, en cas de besoin (pour honorer des obligations financières, par exemple). Cela expliquerait pourquoi les firmes centrées sur leur secteur d'expertise ont un plus haut niveau de liquidités. D'ailleurs, l'effet du cycle économique serait plus court pour les firmes conglomérales, en termes de conversion des investissements en flux de revenus, que pour les firmes centrées sur leur secteur d'expertise<sup>28</sup>. Ainsi, cet argument vient tempérer l'affirmation, souvent recensée dans la littérature, voulant que la liquidation d'actifs comporte toujours plus de coûts de transaction, rendant la détention de réserves de liquidités préférable à la liquidation d'actifs<sup>29</sup>.

### 1.3.5 Une valeur de marché bien au-dessus de la valeur comptable

Conformément à la théorie de la finance orthodoxe et de l'efficacité des marchés financiers, cet écart est jugé comme représentatif du potentiel de croissance d'une entreprise. Par conséquent, une entreprise détenant une forte valeur de marché comparativement à sa valeur comptable (« valeur au livre »), et qui est alimentée par d'importants flux de revenus, détient de plus grandes réserves de liquidités que les firmes qui présentent un ratio plus bas entre la valeur de marché et la valeur au livre. D'ailleurs, alors qu'on utilise la R et D comme indicateur représentatif de cet écart, un rapport du National Bureau of Economic Research (NBER)<sup>30</sup> indique que cet écart n'est pas général, mais caractéristique des firmes multinationales avec forte intensité en R et D.

\* D'ailleurs, un économiste associé à la Réserve Fédérale de Philadelphie faisait remarquer dans un article que le secteur des hautes technologies aux États-Unis était déjà dans une position de « prêteur net » dès les années 1990. Voir J. M. Sanchez et E. Yurdagül, « Why Are Corporation Holding So Much Cash? », *The Regional Economist*, janvier 2013.

\*\* Ceci dit, on spécifie notamment dans le rapport du FMI précédemment cité que ces tendances sectorielles deviennent importantes surtout pendant les années 2000, car avant, la tendance est généralisée à l'ensemble des secteurs.

Encore une fois, cela renvoie, comme on l'a dit, au rôle des liquidités dans le financement de futurs investissements en cas de conditions adverses d'accès au crédit. En d'autres mots, ces liquidités faciliteraient l'allocation optimale du capital en cas d'imperfections du marché.

### **Perspectives critiques**

Sans nous attarder à une critique détaillée de chacune des affirmations précitées, nous voulons ici dégager un ensemble de problèmes qui leur sont relativement communs. Tout d'abord, il est courant dans cette littérature d'évacuer, voire de naturaliser, les contraintes macroéconomiques mondiales et leurs fondements institutionnels, en les refoulant dans la vague catégorie des « chocs externes ». La première variante du motif de précaution parle d'asymétries d'information, particulièrement importantes en période de ralentissement économique ou de crise, qui créeraient des conditions adverses d'accès au crédit. Or, dans les explications traditionnelles, on évite de se demander pourquoi le régime d'accumulation et d'économie politique actuel est davantage porteur de crises, « naturalisant » ainsi les causes profondes des assèchements temporaires d'accès au crédit. Dans la deuxième variante, nous faisons face au cul-de-sac des théories de l'économie de l'offre, qui ne peuvent que déboucher sur un moralisme dénonçant le comportement conservateur des entreprises. Ici, l'asymétrie de l'information concerne un ensemble d'indicateurs que les élites politiques visent à enrayer par une stratégie communicationnelle dont le but est de restaurer la confiance dans l'avenir économique. Cela dit, dans les deux cas, on exclut d'emblée l'hypothèse que le système économique actuel serait particulièrement instable, et donc, exacerberait l'incertitude ; on nie aussi l'existence de contradictions inhérentes au régime d'accumulation.

De plus, il est courant dans cette littérature traditionnelle d'analyser l'effet des politiques économiques en termes d'incertitude politique (on parle, par exemple, du mur budgétaire aux États-Unis ou, plus près de nous, du régime des redevances minières au Québec), en évacuant du coup les effets dépressifs des politiques d'austérité.

Lorsque cette littérature insiste sur certains facteurs sectoriels, ou certaines caractéristiques propres à certaines firmes (p. ex., le niveau élevé de R et D), il est frappant de constater combien ces analyses sont désincarnées des contraintes macroéconomiques qui permettent de rendre compte des dimensions du phénomène de surépargne. Par exemple, cela est particulièrement évident lorsqu'on présente la volatilité des flux de revenus de manière indéterminée, telle une donnée de l'environnement économique. En évitant de spécifier les déterminants de cette volatilité, la massification des liquidités chez les entreprises vivant de telles fluctuations apparaît comme le reflet d'une adaptation fonctionnelle à leur milieu.

La même critique peut s'appliquer à toutes les autres catégories de firmes identifiées. Prenons par exemple le lien de corrélation entre les variables « forte intensité en R et D » et « importantes réserves de liquidités ». Conformément au formalisme de ces modèles théoriques, on évacue toutes les stratégies réelles d'accumulation qui peuvent sous-tendre de telles activités (p. ex., stratégies de croissance par acquisition de brevets, soit par fusion-acquisition ou par poursuites judiciaires). Même chose pour le facteur de l'internationalisation des activités des firmes, où, encore une fois, les contraintes et impératifs spécifiques auxquels font face les entreprises multinationales demeurent entièrement inexpliqués (p. ex., contrepartie d'engagements pour participation dans les marchés dérivés des taux de change). Quant aux firmes centrées sur leur secteur d'expertise, on évacue le fait qu'un recentrage sur le « cœur d'activité de l'entreprise » renvoie en fait à une restructuration du capital à l'échelle internationale (p. ex., délocalisations), impulsée par la mondialisation et la financiarisation du capitalisme avancé. En d'autres

mots, ce qui passe pour une gestion efficiente de l'entreprise reflète en réalité une intensification de l'exploitation, fondée sur nouvelle division internationale du travail.

Enfin, quant à l'écart entre la valeur du titre financier et la valeur comptable d'une entreprise, considéré comme indicatif des potentialités de croissance d'une entreprise, nous avons affaire à une théorie qui évacue toute dynamique spéculative. Alors que ces théories «mainstream» postulent l'efficience des marchés financiers, on exclut d'emblée que de tels écarts puissent être considérés comme indicatifs d'une bulle financière, et qu'ils relèveraient de l'instabilité inhérente des marchés financiers.

Dans la revue de littérature des explications hétérodoxes que nous allons maintenant aborder, nous allons voir que celles-ci prennent le contrepied de ces approches, en considérant que les processus inhérents au régime d'accumulation et d'économie politique comportent leur lot de contraintes et d'impératifs qui sont sources d'instabilité, d'incertitude et, plus généralement, de contradictions. Ce n'est qu'en tenant compte de ces réalités que nous allons pouvoir éclairer le phénomène de la massification des liquidités.

## Chapitre 2

### Les points de vue de l'économie politique hétérodoxe

Dans ce chapitre, nous allons faire référence à plusieurs thèses importantes présentes dans la littérature hétérodoxe sur la mondialisation et la financiarisation du capitalisme avancé. Comme la plupart de celles-ci n'abordent pas la question de la surépargne comme objet d'étude en soi, nous devons dégager les hypothèses qui seraient conformes à leur cadre d'analyse et/ou indiquer en quoi ce phénomène vient remettre en question leur cadre théorique ou, à tout le moins, certaines de leurs affirmations phares.

#### 2.1 L'ascendance des rentiers et la gouvernance par « valeur actionariale »

##### RÉSUMÉ DE CETTE THÈSE

Tout particulièrement à partir des années 1970 en Amérique du Nord, les gestionnaires de fonds communs de placement et de pension se sont mené une concurrence féroce pour la mobilisation de l'épargne des salarié-e-s et des ménages à hauts revenus. Cette concurrence a forcé chacun d'eux à prétendre auprès de ses client-e-s qu'il pouvait offrir un rendement plus élevé que le voisin. À partir de leurs stratégies de placements, ces fonds (dont la plupart sont détenus maintenant par un oligopole bancaire<sup>31</sup>) ont exigé des entreprises non financières dans lesquelles elles avaient placé cette épargne sous forme de détention de titres, des rendements de plus en plus élevés, sous peine de décote du titre de l'entreprise. Pour répondre à cette exigence, les risques ont été doublement transférés sur les salarié-e-s : en privilégiant désormais des régimes de retraite à cotisation déterminée (où les rentes fluctuent et subissent le choc des crises) et en s'attaquant aux conditions de travail et salariales afin d'atteindre des cibles de rendement de plus en plus élevées. Les entreprises non financières sont ainsi devenues des pompes à flux de revenus, favorisant l'accumulation de richesse pour les actionnaires au détriment des travailleuses et travailleurs. C'est en ce sens que l'on peut affirmer que le tournant de la finance a favorisé l'ascendance d'une classe rentière.

Cette thèse s'appuie sur l'analyse de deux processus complémentaires pour expliquer la stagnation de l'investissement. Premièrement, si les taux de profits sont dorénavant en hausse, cette masse de profits a largement bénéficié à une classe de rentiers (actionnaires). Ainsi, cette captation de revenus a eu pour conséquence de réduire progressivement les fonds internes des entreprises, ce qui expliquerait la tendance à la stagnation des dernières décennies.

Deuxièmement, cette croissance des profits pourrait à *la fois* être redistribuée vers les actionnaires et dans des investissements à long terme. Toutefois, la gouvernance par valeur actionariale, fondée sur des impératifs de rendement exorbitants, aurait favorisé une gestion à court terme qui a marginalisé les investissements à rentabilité plus incertaine à long terme. Cela aurait conduit à la financiarisation des profits des entreprises non financières<sup>32</sup>, et à une croissance des stratégies d'appropriation d'actifs stratégiques (p. ex., brevets, marques), par le biais, notamment, de fusions-acquisitions. Par conséquent, cela aurait contribué à la stagnation de l'investissement.

##### UNE INTERPRÉTATION DÉRIVÉE POUR COMPRENDRE LA SURÉPARGNE

À première vue, cette perspective semble peu éclairante pour comprendre pourquoi les entreprises non financières ont accumulé autant d'actifs liquides, notamment sous la forme de dépôts bancaires. En fait, le phénomène de la surépargne semble contredire l'idée que la financiarisation ait engendré une baisse des fonds retenus à l'interne par les entreprises non financières.



Cela dit, si l'on prend au sérieux la thèse des impératifs de la valeur actionnariale, la surépargne pourrait bien servir de réserves d'argent dédiées à des stratégies d'accumulation à court terme (p. ex., placements financiers, fusions-acquisitions, etc.), ce qui aurait pour conséquence une stagnation de l'investissement.

## **2.2 La restructuration néolibérale du rapport salarial : la perspective postkeynésienne**

### **RÉSUMÉ DE CETTE THÈSE**

Au sein de la littérature hétérodoxe, il est largement admis que la période néolibérale a donné lieu à une captation des gains de productivité plus grande en profits pour le capital qu'en gains salariaux pour le travail. Si les causes de ce clivage économique sont matière à débat, il est reconnu que la stagnation des salaires a permis le développement de stratégies bancaires d'endettement des ménages<sup>33</sup>. En ce sens, la demande effective a été davantage soutenue par une croissance de l'endettement, où la norme de consommation a de plus en plus été disjointe du niveau des salaires, alors que ces derniers tendent plutôt à servir au remboursement des intérêts sur les dettes.

Par conséquent, la stagnation des salaires aurait engendré une nouvelle convention de gestion des entreprises, basée sur l'anticipation que la demande effective ne devrait guère croître à l'avenir. Alors, pourquoi investir dans un tel contexte ? Cela aurait eu comme conséquence une réduction des capacités productives, en plus de pousser au report de période en période des projets d'investissement (effet des anticipations à court terme).

### **UNE INTERPRÉTATION DÉRIVÉE POUR COMPRENDRE LA SURÉPARGNE**

Devant l'incertitude croissante quant à l'avenir de la demande effective, les entreprises auraient préféré conserver leurs liquidités plutôt que de les investir dans des projets à rentabilité trop incertaine. En ce sens, cette surépargne serait la conséquence de la stagnation de l'investissement en contexte néolibéral. Si cette hypothèse nous semble en partie féconde, elle demeure limitée à elle seule, faute de nous permettre de déterminer pourquoi ces fonds ont été autant retenus à l'interne plutôt que redistribués davantage vers les actionnaires sous forme de dividendes et de rachats d'actions.

## **2.3 Le problème de la suraccumulation**

### **RÉSUMÉ DE CETTE THÈSE**

Selon cette approche<sup>34</sup>, l'institutionnalisation de la grande entreprise et des marchés oligopolistiques a engendré de nouvelles contraintes macroéconomiques où les entreprises non financières génèrent plus de profits que de débouchés d'investissements rentables (tendance à la hausse du surplus). Afin de préserver ses marges de profits monopolistiques, la grande entreprise tend à réduire son taux d'utilisation des capacités productives, plutôt que de réallouer son capital à des fins plus productives. Lorsque généralisé à l'ensemble de l'économie, ce type de comportement microéconomique engendre une tendance à la stagnation, inhérente au capitalisme avancé. Dans l'histoire, plusieurs contre-tendances ont permis de surmonter partiellement ce fléau économique, mais au prix d'un gaspillage croissant de « ressources » (p. ex., publicité, obsolescence programmée, investissements dans le complexe militaro-industriel, etc.).

La plus récente contre-tendance renvoie à la financiarisation de l'économie, où un ensemble de processus permettent de mobiliser le surplus de capitaux qui trouvent peu de débouchés au sein du circuit « industriel » vers des circuits de valorisation financière. Or, celle-ci débouche sur une trappe de stagnation-financiarisation, qui se décline en trois moments :

1. Le capital dépend de plus en plus des processus de valorisation financière pour s'accumuler, vu la stagnation sous-jacente de l'économie;
2. Considérant cette stagnation générale, l'économie est de plus en plus soumise à des bulles spéculatives et à des crises;
3. Malgré ce nouveau souffle de prospérité du capital, les problèmes de suraccumulation dans l'économie «réelle» demeurent profondément déterminants.

#### **UNE INTERPRÉTATION DÉRIVÉE POUR COMPRENDRE LA SURÉPARGNE**

Sans avoir fait l'objet d'une analyse approfondie, l'accumulation de liquidités est tout de même présentée au sein de cette approche comme une preuve empirique de la tendance à la hausse des surplus. Faut de débouchés d'investissement, cette surépargne serait le résultat involontaire des contradictions inhérentes au capitalisme avancé. En d'autres mots, de l'argent qui dort.

Cela dit, la contrainte à l'accumulation exercerait une pression pour que les entreprises mobilisent de manière active ces fonds. C'est pourquoi, conformément à cette perspective théorique, ces liquidités pourraient servir à financer des stratégies de croissance par fusions-acquisitions ou à des fins de spéculation financière. Par contre, cette approche ne nous permet pas d'expliquer pourquoi ces profits ont davantage pris la forme d'actifs liquides, au lieu d'être majoritairement redistribués vers les actionnaires sous forme de dividendes et de programme de rachats d'action.

#### **2.4 Un motif de précaution pathologique causé par de l'incertitude et de l'instabilité systémique**

##### **RÉSUMÉ DE CETTE THÈSE**

Selon John Maynard Keynes, l'incertitude est une caractéristique fondamentale de l'avenir économique. On peut penser, par exemple, au caractère non coordonné des décisions d'investissement ou aux fluctuations de la demande. Les anticipations en termes de rentabilité d'investissement ne pouvant faire l'objet de prédictions probabilistes, elles s'appuient donc sur des conventions qui visent à donner des repères en matière de demande et de croissance future, sur l'avenir de tel ou tel secteur, etc. Plus les conventions dépeignent l'avenir économique comme morose, plus elles auront un effet dépressif sur l'investissement.

Par ailleurs, le capitalisme avancé repose sur des marchés financiers organisés qui viennent superposer une nouvelle couche d'incertitude de nature radicalement différente. En effet, la liquidité financière est basée sur la possibilité de vendre son titre à d'éventuels acheteurs. Par conséquent, elle dépend surtout de la croyance partagée sur ces marchés que ces titres représentent une bonne affaire, car on anticipe que leur valeur va croître à l'avenir et donc demeurer liquide. En ce sens, elle est contraire à une rationalité axée sur une anticipation de la performance réelle des entreprises, basée sur une étude comparée minutieuse de leurs bilans financiers et d'autres indicateurs économiques qui sont présentés comme «fondamentaux». Comme le fait remarquer André Orléan<sup>35</sup>, ces conventions sont de nature mimétique et autoréférentielle. Mais ce qui est important à comprendre, c'est qu'elles agissent comme contraintes sur les entreprises qui voient leurs titres fluctuer au gré de ces conventions.

À cette incertitude radicale s'ajoute l'hypothèse d'instabilité financière de Hyman Minsky. Celle-ci est basée sur le fait que l'économie capitaliste tend vers la crise causée par le suroptimisme qui caractérise les booms économiques, où la phase haussière d'un cycle s'accompagne souvent de discours affirmant que les fluctuations cycliques appartiennent au passé du capitalisme, qu'il n'y aura plus de ralentissement abrupt, que la croissance sera stable et sans interruption. Cela engendre une fragilisation des positions

financières d'un ensemble d'acteurs (banques, entreprises non financières, ménages), qui tendent à se surendetter, croyant que la valeur des actifs ne peut qu'aller dans une seule direction, en hausse. Cela permet d'expliquer la formation de bulles et pourquoi cette instabilité financière croissante risque très fortement de déboucher sur une crise financière.

Cela dit, il est important de comprendre que, pour Minsky, c'est la concurrence interbancaire pour l'endettement des acteurs non financiers, à partir du développement d'innovations financières, qui amorce la phase euphorique du cycle. C'est donc les banques qui sont à l'avant-plan du relâchement du principe de précaution, et qui, par leurs stratagèmes d'endettement, convainquent les entreprises et/ou les ménages de se prêter à leur jeu.

Enfin, le motif de précaution, tel que théorisé par Keynes<sup>36</sup>, est une réaction pathologique engendrée par des conditions macroéconomiques de plus en plus instables et incertaines. La préférence pour la détention de liquidités plutôt que pour l'investissement est donc proportionnelle à l'angoisse projetée dans l'avenir économique. En d'autres mots, ce qui apparaît rationnel d'un point de vue microéconomique est irrationnel du point de vue des conséquences macroéconomiques agrégées de ces comportements, car la thésaurisation d'actifs liquides vient déprimer l'investissement et engendre une dynamique stagnationniste.

#### **UNE INTERPRÉTATION DÉRIVÉE POUR COMPRENDRE LA SURÉPARGNE**

Selon cette perspective, l'instabilité et l'incertitude croissante engendrées par la financiarisation et la mondialisation du capitalisme avancé ont amené les entreprises non financières à réagir pathologiquement en accumulant des liquidités pour faire face à cet environnement économique de plus en plus marqué par des crises financières. En d'autres mots, l'accumulation de liquidités serait alimentée par une course à la survie du plus fort dans un environnement économique hostile, qui vise à surmonter les contraintes disciplinaires du marché, particulièrement pesantes en période de crise et de forte volatilité (en termes de demande et de ventes, de prix des marchandises et des actifs, etc.). À noter que cette perspective se distingue nettement de l'interprétation traditionnelle de ce motif (décrite à la section 1 du chapitre 1). Alors que cette dernière tient pour acquises les contraintes macroéconomiques dans lesquelles les entreprises évoluent (données de leur environnement), l'approche dont nous parlons vient remettre en question les fondements institutionnels de ces contraintes.

Ce type d'argument est notamment développé par Fletcher Baragar et Robert Chernomas<sup>37</sup> qui considèrent que ces liquidités sont fonction d'une anticipation de correction majeure de marché, car les processus de restructuration du capital (« destruction créatrice ») ont été refoulés par l'intervention des Banques centrales (avec la Fed à l'avant-plan) après la crise des dot-com, en abaissant les taux d'intérêt à un niveau inusité. En d'autres mots, ces liquidités excédentaires seraient basées sur l'anticipation d'une remontée des taux d'intérêt, et donc, viseraient à munir les entreprises d'une capacité à surmonter les effets disciplinaires qu'entraînerait un tel revirement économique.

Quant à l'hypothèse d'instabilité financière de Minsky<sup>38</sup>, deux choses sont à considérer. Premièrement, l'accumulation d'épargne par les entreprises peut être vue comme une réaction à l'expérience traumatique des crises précédentes sur des entreprises fragiles financièrement. Ceci expliquerait pourquoi les banques se sont tournées vers les ménages salariés et les gouvernements comme acteurs non financiers privilégiés à endetter. Or, Minsky considère que le propre d'un nouveau cycle est de refouler la mémoire de ces expériences, pour ainsi céder place à une nouvelle phase d'euphorie économique. À première vue, la trajectoire de la surépargne semble au contraire témoigner d'une mémoire vive de ces événements passés. Mais il serait

trompeur d'en rester à cette première impression, car nous savons que les entreprises ont participé activement, par exemple, au marché du papier commercial adossé à des actifs (PCAA) de 2004 à 2007. Leur euphorie a contribué à la formation de la bulle financière qui a éclaté en 2007-2008. Le motif de précaution en jeu ici ne doit donc pas être confondu avec une stricte politique interne de l'entreprise, il est bien façonné par une communauté financière qui lui est extérieure. Dans le chapitre qui suit, nous allons nous attarder à cet enjeu crucial.

# Chapitre 3

## « Soyez liquides » : la convention financière sur la surépargne

Ce chapitre vise à interpréter les diverses représentations de la surépargne au sein de la communauté financière (analystes financiers, actionnaires, agences de notation, etc.). Plus spécifiquement, il s'agit de voir s'il se dégage une représentation plus ou moins stable de ce phénomène partagée par les acteurs financiers (convention financière<sup>39</sup>). Ce qui nous intéresse ici est le rôle performatif de cette convention, soit la valeur attribuée par les marchés financiers à cette pratique d'épargne (son impact sur la valeur du titre de l'entreprise, de sa cote de crédit, etc.), et l'internalisation de cette valeur dans l'entreprise comme convention de gestion. Plus profondément, il s'agit de saisir sa capacité à doublement orienter significativement les décisions des entreprises non financières, tout en les contraignant à agir ainsi. Le caractère contraignant de cette convention s'exprime avant tout par sa capacité à déterminer la valeur du titre de l'entreprise en question. En d'autres mots, plus une entreprise se conforme à la convention financière en vigueur, plus son titre sera élevé, et vice-versa.

Il ne s'agit pas ici de dire si cette convention est erronée ou pas, mais de comprendre ses caractéristiques et ses effets sur les pratiques économiques. Conformément à ce niveau d'analyse, il n'est pas question d'entrer en dialogue critique avec les discours qui construisent cette convention, à l'instar des chapitres précédents.

Nous avons analysé cette convention à la fois par un survol de la presse financière et par une étude plus poussée de rapports provenant de trois grandes banques canadiennes<sup>40</sup> et de l'agence de notation Moody's<sup>41</sup>. Ces dernières constituent des actrices privilégiées dans la production de la convention qui domine actuellement sur les marchés financiers. Afin d'évaluer le degré de pénétration de cette convention dans les entreprises, nous nous sommes appuyés sur quelques sondages effectués auprès de vice-présidents aux finances d'une multitude d'entreprises nord-américaines, mais aussi à l'international.

### 3.1 La convention financière dans sa forme dominante

#### DE LA FRAGILITÉ FINANCIÈRE À LA FLEXIBILITÉ FINANCIÈRE ET OPÉRATIONNELLE

Les grandes banques canadiennes (p. ex., RBC, BMO, TD) reconnaissent la portée structurelle du phénomène de la croissance des liquidités. Celles-ci affirment qu'au cours des années 1980, marquées par des taux d'intérêt élevés, les entreprises non financières se sont retrouvées dans des positions financières fragiles (endettement élevé). Rappelons que la convention financière dominante à l'époque favorisait l'endettement comme mode de financement, car on jugeait que les bénéfices non répartis, retenus à l'interne de l'entreprise, incitaient les directions à gaspiller l'argent des actionnaires en privilégiant des dépenses luxueuses et en investissant dans des projets à rentabilité sous-optimale<sup>42</sup>. Et ce, à tel point que les flux de revenus de ces entreprises étaient devenus à peine suffisants pour honorer leurs obligations financières. Lors de la récession de 1990-1991, les pertes encourues poussèrent un bon nombre de ces entreprises à la faillite<sup>43</sup>.

À l'image du motif de précaution « rationnel » présenté plus tôt, l'accumulation de liquidités par les entreprises serait une réaction des entreprises non financières à cette expérience douloureuse. Celles-ci auraient alors mis en branle un processus prolongé d'assainissement de leurs bilans financiers afin de limiter leur exposition aux effets négatifs des chocs récessifs. Pour justifier la rationalité d'un tel processus, on évoque que

cela aurait permis aux entreprises canadiennes de surmonter beaucoup plus facilement les dernières crises, comme l'a démontré un taux de faillite bien inférieur en 2000-2001 et 2007-2008 qu'en 1990-1991.

Ainsi, le passage d'une position de « débiteur net » à une position de « créateur net » aurait procuré aux entreprises non financières une grande flexibilité financière et opérationnelle, préservée en tout temps, même en période de crise. Ces réserves de liquidités internes permettraient aux entreprises d'honorer leurs obligations financières, contrairement aux fonds externes dont l'accès peut être interrompu en situation de crise. D'un point de vue opérationnel, ces liquidités permettent de maintenir également une flexibilité opérationnelle, afin de préserver les marges de manœuvre nécessaires au financement de divers projets d'investissement. Par exemple, un rapport de Moody's indique que les entreprises peuvent financer à même ces fonds leurs opérations d'acquisitions, sans accroître leur endettement, leur permettant de préserver ainsi une bonne cote de crédit\*<sup>44</sup>.

Ces rapports convergent pour dire que cette transformation structurelle de la position financière des firmes dépend de plusieurs facteurs, dont la croissance des profits, les baisses d'impôts et les taux d'intérêt de plus en plus bas. Quant aux profits, on précise que ceux-ci ont été particulièrement vigoureux au sein du secteur des « produits de base » et de l'immobilier au cours de la dernière décennie, ce qui expliquerait la croissance accrue des liquidités après 2000. Un de ces rapports évoque que ce phénomène de surépargne serait également le reflet d'une transition vers une économie de services. Au fur et à mesure que croît la part occupée par des secteurs tels que les services professionnels au détriment du secteur manufacturier, de telles liquidités devraient continuer d'augmenter sur le plan macroéconomique, sans que changent nécessairement les pratiques d'épargne des différents secteurs<sup>45</sup>. On fait également référence aux secteurs intensifs en R et D, en expliquant que les actifs intangibles ne peuvent être utilisés comme contreparties de prêts. Un dernier facteur évoqué est l'obligation qui incombe aux entreprises cotisant à des fonds de pension à prestation déterminée. Face à des rendements incertains, et qui peuvent diminuer fortement en période de crise, ces liquidités permettraient de constituer un fonds de réserve en vue des années déficitaires.

En résumé, la convention financière qui prévaut actuellement légitime cette transformation structurelle de la position financière des firmes. Cela dit, nous ne savons pas à partir de quel moment cette convention s'est imposée, une question qui mériterait de plus amples recherches. Néanmoins, celle-ci confère une grande santé financière aux entreprises détenant un niveau historiquement élevé d'épargne dans leurs coffres. De plus, à l'instar du « motif de précaution rationnel » évoqué dans la littérature traditionnelle, on affirme que ces liquidités n'ont aucunement affecté négativement la croissance des firmes. En fait, on précise que si les actifs tangibles (p. ex., machinerie-équipement) ont connu une faible croissance, les stratégies d'expansion des firmes ont surtout privilégié l'accumulation d'actifs intangibles et financiers.

#### **NI ENDORMI NI GASPILLÉ : DE L'ARGENT EN RÉSERVE SUR LE POINT D'ÊTRE INVESTI MASSIVEMENT**

Quant aux perspectives d'avenir du phénomène, la convention dominante favorise de beaucoup la thèse du « point de basculement » de Poloz plutôt que celle de « l'argent qui dort » de Carney. Bien qu'on s'accorde à dire que le phénomène devrait continuer à croître légèrement, étant donné l'incertitude persistante, on répète sans cesse que cette masse d'épargne place les entreprises dans une excellente position pour prendre le relais des ménages et des gouvernements, afin de donner une nouvelle impulsion à la croissance. Plusieurs facteurs devraient nous en convaincre, selon ces analystes. Par

---

\* À noter que ce rapport précise que plusieurs entreprises ont financé de telles opérations presque entièrement avec leurs liquidités à l'étranger (p. ex., l'acquisition par Microsoft, entreprise parmi le top 5 des plus grandes entreprises thésaurisatrices aux États-Unis, de Skype pour 8.5 G\$ en 2011).

eux, on suppose qu'une relance économique est sur le point de prendre son envol. De plus, en présupant d'une identité entre épargne et investissement, cette masse d'épargne est considérée comme le gage d'un boom certain d'investissements à venir. Au Canada, il en serait d'autant plus ainsi, selon les analystes, qu'une devise forte donne un meilleur pouvoir d'importation de machinerie-équipement, permettant de répondre aux besoins des entreprises qui ont contracté un déficit de productivité au fil du temps. Ainsi, cette convention financière associe ces masses de liquidités à de fortes perspectives de croissance, à moyen et long terme.

### **3.2 La convention financière telle qu'intériorisée par les directions d'entreprises : être liquide, c'est normal et c'est nécessaire**

Deloitte, une firme de consultants et de sondages renommée, publie un sondage trimestriel effectué auprès des vice-président·e·s aux finances des plus grandes entreprises nord-américaines. Le sondage effectué lors du premier trimestre de 2013 permet de bien saisir le degré de pénétration de la convention financière précédemment discutée<sup>46</sup>. Voici quelques-uns de ses faits saillants. Selon les vice-président·e·s aux finances interrogés, la stagnation actuelle de l'investissement ne serait pas liée à une contrainte de financement, mais bien à un manque d'opportunités d'investissements rentables dans le contexte d'une croissance faible et d'un haut niveau d'incertitude. Ce sondage indique que l'objectif premier des gestionnaires d'entreprises est de préserver les marges bénéficiaires et la croissance des revenus, alors que la réduction des risques et la rationalisation des coûts sont des objectifs secondaires.

Même si plusieurs v.-p. reconnaissent que ces niveaux de liquidités sont plus élevés que la moyenne historique, peu veulent les utiliser à des fins de réduction d'endettement (seulement 21 %), pour accroître les dividendes (seulement 17 %) ou pour investir (seulement 22 %). Seuls les représentant·e·s des secteurs de l'énergie et des ressources naturelles ont affirmé que la réduction de l'endettement était une priorité (50 % et 43 % respectivement). Ainsi, les v.-p. parlent du maintien d'importantes réserves de liquidités dans les bilans financiers des entreprises comme la « nouvelle normalité ». De telles marges de manœuvre leur offriraient une large gamme d'options stratégiques, une meilleure résilience financière et de meilleures opportunités de croissance par fusions-acquisitions. D'ailleurs, 25 % des vice-président·e·s aux finances déclaraient dans ce sondage avoir adopté une politique plus conservatrice en matière de liquidités, d'investissement et d'embauche. À noter par contre que seul le secteur pharmaceutique déclarait avoir un taux d'accumulation de liquidités supérieur au taux d'investissement.

De plus, la principale préoccupation des v.-p. serait passée de la crise et de l'effondrement du système à la perspective d'une stagnation prolongée, sous prétexte que les gouvernements ne sont pas en mesure de régler le problème. Face à une telle conjoncture, les vice-président·e·s aux finances affirment vouloir gonfler leur budget de lobbying auprès des élu·e·s afin d'influencer les politiques publiques et réduire ce qu'ils perçoivent comme de l'incertitude politique. Cette préoccupation semble à première vue faire écho au rôle qu'attribue la littérature orthodoxe à ce dernier facteur. Or, contrairement à cette littérature, ce sondage démontre que, malgré leur préoccupation quant à l'avenir des politiques, aucun·e des répondant·e·s n'affirme que celles-ci auront un impact majeur sur l'avenir à court terme de leurs activités. Seule l'incertitude de l'avenir de la réglementation du secteur des denrées est évoquée par les vice-président·e·s des entreprises concernées.

Ce sondage est particulièrement révélateur, car il met en relief qu'une nouvelle convention financière a bel et bien été intériorisée par les entreprises, sans nécessairement nous indiquer depuis quand elle est devenue une évidence pour ces dirigeant·e·s. Cela nous semble toutefois corroborer la nature de la convention en question, et le fait

que les vice-président·e·s la décrivent ainsi démontre la profondeur de son hégémonie au sein du secteur des affaires.

D'ailleurs, un tel sondage va dans le même sens que les propos tenus lors d'une conférence du *Wall Street Journal's CFO Network* à Washington (semaine du 29 juin 2012). Un groupe de travail de v.-p. aux finances, portant sur l'utilisation des revenus à la disposition des entreprises, avait cette recommandation prioritaire à faire à leurs collègues : « Demeurez liquides. Protéger la valeur actionnariale et la liquidité de l'entreprise prime sur toute autre considération. Vous ne pouvez pas compter sur les marchés de capitaux pour être là quand vous allez avoir besoin d'eux. » Cet exemple n'est pas un cas isolé. Une étude basée sur un autre sondage international auprès de v.-p. aux finances<sup>47</sup> démontre que, du point de vue des directions d'entreprises elles-mêmes, cet argent joue le rôle d'une liquidité inconditionnelle, contrairement aux lignes de crédit qui peuvent tomber en panne en cas de crise, ce qui n'empêche pas qu'elles demeurent complémentaires.

En résumé, on peut traduire l'intériorisation de la valeur conférée par les marchés financiers à cette surépargne en la convention de gestion suivante : lorsque l'incertitude, l'instabilité et les crises deviennent les traits caractéristiques dominants du cadre macroéconomique, l'accumulation de liquidités devient une réaction normale, voire une stratégie de survie au sein d'un tel environnement d'affaires.



Voici un ensemble de déclarations de vice-président-e-s aux finances ou de p.-d.g. de grandes entreprises<sup>48</sup>, qui montrent bien l'ancrage de la norme que nous venons de décrire.

#### **FREQUENCY ELECTRONICS INC.**

Alan Miller, v.-p. aux finances d'une entreprise fabriquant des instruments de précision de mesure du temps pour les satellites et autres applications, dit avoir subi des pressions de ses actionnaires pour utiliser une partie de ses 22,7 M\$ d'actifs en argent afin de restaurer le dividende suspendu lors de la crise de 2008. Mais jusqu'ici, la compagnie a résisté. « Nous pressentions qu'il était plus qu'important de préserver ces réserves d'argent durant une période marquée par une incertitude persistante au sein du marché », a dit M. Miller.

#### **SIEMENS**

« Il y a tellement de volatilité, j'aime mieux être responsable de mes propres fonds que de dépendre de banques qui seront peut-être là ou peut-être pas à l'an prochain », a dit Joe Kaeser, v.-p. aux finances de Siemens, le fabricant d'équipement industriel. Les réserves d'argent de Siemens oscillent entre 9 G\$ et 11 G\$, « ce qui est significativement au-dessus la normale », affirme-t-il. M. Kaeser se dit préoccupé par la crise dans la zone euro, un ralentissement en Chine et l'impact des nouvelles réglementations du secteur bancaire.

#### **BOMBARDIER**

Bombardier a réagi à la thèse de « l'argent qui dort » de Carney, en répliquant que ces actifs liquides sont en fait bien en vie et en bonne santé, et sont pressés d'être mis au service du développement en aérospatial de la ligne de jets géants la plus récente. « Nous investissons », insiste Shirley Chenier, directrice senior des relations aux investisseurs. Dans la dernière année, note-t-elle, Bombardier a alloué 1,3 G\$ en dépenses de capital fixe au développement de ses infrastructures manufacturières. Au même moment, l'entreprise avait mis de côté 3 G\$ dans son compte en banque. « Nous réalisons que cela représente un montant élevé », reconnaît M<sup>me</sup> Chenier. « Nous voulons être prudents. »

#### **WPP**

Martin Sorrell, p.-d.g. de la firme publicitaire WPP : « Il faut être prêt à prendre des risques », défend-il. « Il y a trop de conservatisme\* ». »

\* Dans ce survol de déclarations, celle-ci est la seule qui se rattache à la critique d'un conservatisme excessif, tel qu'évoqué précédemment. Cela doit refléter le fait qu'une entreprise comme celle-ci dépend pour accroître ses revenus des dépenses d'investissement de grandes entreprises, et est donc particulièrement affectée par le ralentissement de l'investissement privé.

#### **SUNCOR**

Pour le géant du domaine des ressources énergétiques Suncor, qui possède 5,1 G\$ en réserve : « Dans un environnement économique incertain marqué par une volatilité des prix des ressources naturelles, nous pensons qu'il est prudent d'avoir sur nos bilans financiers de l'argent en réserve », affirme sa porte-parole Sneha Seetal. Elle ajoute que le géant du pétrole a budgété 6,65 G\$ en dépenses de capital fixe pour 2012, tout en redistribuant 1,75 G\$ à ses actionnaires durant l'année, en dividendes accrus et en rachats d'actions.

#### **FLIR SYSTEMS**

« Ce à quoi je ne veux pas être confronté est d'être tenu en otage par les marchés financiers lorsque nous avons des besoins de financement », a dit Tony Trunzo, v.-p. aux finances de Flir Systems, qui fabrique de l'équipement d'imagerie thermique. Les souvenirs de l'assèchement des marchés en 2008 sont encore vifs. « Avoir des réserves monétaires est maintenant plus important qu'à n'importe quel moment depuis 2008. » Les réserves de l'entreprise de M. Trunzo s'élèvent maintenant à 25 % des revenus, en hausse par rapport à 15 % quelques années plus tôt. Il est inquiet de voir les marchés s'affaiblir\*.

\* D'ailleurs, cette déclaration est particulièrement éclairante, car elle laisse sous-entendre que chaque crise a un effet de recomposition sur la cible à atteindre (on passe ici de 15 à 25 %).

#### **DELOITTE**

« C'est la peur de ne pas l'avoir qui te pousse à la conserver », affirme Frank Friedman, v.-p. aux finances de Deloitte, entreprise de consultation et de sondages, « la peur de l'inconnu ». M. Friedman a affirmé que les fonds internes de la compagnie et ses lignes de crédit sont probablement à leurs plus hauts niveaux historiques. Il s'inquiète de toute l'incertitude politique à Washington, entre autres choses. « Tout cela n'est qu'incertitude », a-t-il affirmé.

## Chapitre 4

### L'argent ne dort jamais : hypothèses à propos des causes structurelles de la surépargne

Le stock actuel d'actifs liquides détenus par les entreprises non financières canadiennes est de 604 milliards de dollars. Le taux d'accumulation de ces liquidités demeure relativement stable depuis son accélération il y a 10 ans, même si, depuis la crise, nous avons vu que la forme d'accumulation a légèrement changé, les dépôts en dollars canadiens cédant une place grandissante aux dépôts en devises étrangères. Tel qu'établi dans la note socio-économique *Portrait de la surépargne des entreprises au Québec et Canada*, la source de cette accumulation était un taux de profit relativement et progressivement en hausse. Il y est aussi établi que les baisses d'impôt consenties aux entreprises pendant les années 1990 et 2000 ont contribué de manière significative à ce taux d'accumulation, en dégageant des revenus plutôt qu'en incitant les entreprises à investir\*. Ce que nous appelons le phénomène de surépargne s'arrime donc directement à une capacité de conversion des profits bruts des entreprises non financières en bénéfices retenus, tout en maintenant un taux acceptable de versement de dividendes et de formation brute de capital fixe, précisément grâce à l'allègement de l'effort fiscal des entreprises. Nous voilà maintenant en mesure de fournir une première réponse à la question « mais pourquoi accumulent-elles ? » Quels motifs expliquent cette surépargne ?

Cette norme est le fruit de déterminants structureaux de notre économie ; elle ne peut donc pas être attribuée à la conjoncture de reprise après la crise et la récession de 2007 à 2009 : ses assises sont beaucoup plus fondamentales. Notre hypothèse est que ce phénomène repose sur six facteurs qui, ensemble, font système et engendrent une « norme de surépargne ».

#### 4.1 « Soyez liquides » : contrainte de liquidité imposée par les marchés financiers

Dans le contexte d'une convention boursière<sup>49</sup> associant ces réserves monétaires à un signe de performance financière, les entreprises dotées d'épargne massive verraient leur titre gonfler. Cette convention, que nous avons dénommée précédemment « Soyez liquides »<sup>50</sup>, contraindrait les entreprises à accumuler ces liquidités, afin de s'assurer d'une croissance de la valeur de leur titre coté en Bourse. Du point de vue de cette convention, une entreprise avec beaucoup de liquidités serait un gage de performance financière. Par exemple, une entreprise ayant beaucoup de liquidités serait considérée comme une entreprise flexible au plan financier, en mesure de faire face à ses obligations (et cela même en période de resserrement du crédit), pouvant générer beaucoup de richesse pour les actionnaires, ayant la marge de manœuvre financière nécessaire pour optimiser ses stratégies de croissance, etc.

Cela dit, cette convention n'a rien à voir avec un ratio de liquidités essentiel en soi au maintien d'une santé financière de l'entreprise. Même en atteignant des proportions gigantesques, au-delà de tout seuil jugé « rationnel », la surépargne va continuer d'être une pratique qui prend de l'ampleur tant que cette convention va continuer d'exercer son influence sur les marchés financiers.

Par contre, cette convention nous permet de comprendre le type de rationalisation qui motive les pratiques d'épargne des entreprises. En fait, le propre de cette convention est de

\* Il est clair qu'une analyse cas à cas des crédits d'impôts ferait ressortir des dynamiques sectorielles différentes.

venir «naturaliser» les contraintes macroéconomiques réelles inhérentes à la financiarisation et à la mondialisation néolibérale. Elle représente ces contraintes comme des caractéristiques «naturelles» de l'environnement économique ambiant, auxquelles les entreprises doivent s'adapter. Par conséquent, ce comportement d'épargne est vu comme une action rationnelle du point de vue de cet environnement économique, à condition que les entreprises accumulent ces liquidités tout en maintenant un niveau acceptable de dividendes et de profits, et cela, malgré une relative stagnation économique.

Ainsi, cette convention financière en vient à légitimer ces contraintes, et prévient par le fait même tout questionnement sur les origines et les fondements institutionnels de ces contraintes. En ce sens, c'est elle qui relie les cinq autres facteurs explicatifs ci-dessous, qui découlent tous des contraintes macroéconomiques spécifiques au sein desquelles les entreprises non financières évoluent depuis plus de 40 ans.

#### 4.2 Tempérer l'angoisse de l'incertitude : le motif de précaution

Contrairement à ses variantes «néoclassiques» largement répandues dans la littérature, nous suivons plutôt ici la voie tracée par Keynes, pour qui la préférence pour la liquidité est une réaction de protection contre les incertitudes de l'avenir. En ce sens, la surépargne permettrait de s'acquitter d'obligations financières faute d'accès temporaire au crédit en période de crise, mais aussi, pour faire face à une forte volatilité des flux de revenus, notamment dans certains secteurs (p. ex., énergie, ressources naturelles).

Alors que les théories néoclassiques tendent à naturaliser l'incertitude en parlant de «chocs externes imprévisibles», nous voulons plutôt mettre en relief le rôle joué dans cette incertitude croissante par la dynamique même du régime d'accumulation à dominante financière<sup>51</sup>. En effet, l'instabilité financière (p. ex., volatilité des taux d'intérêt, des taux de change, des prix des actifs financiers, voire des biens et services) et l'incertitude qu'elle engendre relèvent plutôt de contraintes macroéconomiques inhérentes à la financiarisation et la mondialisation du capitalisme avancé, qui pèsent de plus en plus lourdement dans les stratégies d'affaires des entreprises.

Cela nous semble d'autant plus valide comme explication que ces transformations du capitalisme vont progressivement favoriser la croissance de ces liquidités. L'incertitude et l'instabilité continues auraient de plus en plus alimenté cette pratique d'épargne, conformément aux prescriptions de cette convention financière.

La massification des liquidités serait donc une réaction en apparence rationnelle mais en fait pathologique, reflétant une angoisse face à l'avenir générée par des contraintes macroéconomiques de plus en plus irrationnelles. En résumé, ce niveau élevé de liquidités serait fonction d'une logique stratégique de survie du plus fort dans un environnement de plus en plus hostile et difficile à anticiper.

Or, si ce motif peut apparaître rationnel du point de vue microéconomique de l'entreprise, il a des effets macroéconomiques agrégés irrationnels, en détournant ces fonds d'usages plus bénéfiques d'un point de vue social et écologique.

Ce motif est évoqué par plusieurs v.-p. aux finances qui affirment que ces liquidités visent à compenser d'éventuelles pannes de leurs lignes de crédit en cas de crise<sup>52</sup>. Si dans la presse financière récente, on fait beaucoup de tapage autour de la récente crise, l'expérience des crises passées y serait pour beaucoup. D'ailleurs, le fait que les entreprises non financières soient depuis les années 2000 en position de «prêteur net» pourrait indiquer que les crises passées ont été vécues durement par les entreprises ayant des positions financières fondées sur un endettement supérieur aux liquidités détenues\*. Il serait d'ailleurs intéressant, dans le cadre de recherches futures portant sur cette hypothèse, d'analyser si un ratio

\* D'ailleurs, le rapport *Multinationals and the Corporate Cash Holdings Puzzle*, précédemment cité (voir la note 16 en fin de document), mentionne que les firmes qui existent depuis plus de 20 ans sont celles qui détiennent le plus haut taux de liquidités.

toujours plus grand de liquidités accumulées ne représente pas pour les entreprises un objectif qui tend à augmenter au gré des crises.

De plus, ce motif pourrait être actuellement rattaché à la prévision d'une importante correction du marché qu'anticiperaient les entreprises sous la forme, notamment, d'une hausse des taux d'intérêt. Dans un tel contexte, de telles réserves pourraient servir de fonds destinés à surmonter la restructuration du capital qu'occasionnerait un tel changement économique<sup>53</sup>.

### 4.3 Le travail de l'argent : un motif de spéculation

Ces réserves de liquidités pourraient aussi servir à des fins de stratégies d'accumulation de nature spéculative. Sans pouvoir aborder ici les causes diverses pouvant expliquer une telle trajectoire (p. ex., déclin des taux de profit de souche « industrielle », de la gouvernance d'entreprise imposée par les marchés financiers, etc.), il s'agit de comprendre que ces réserves de liquidités seraient des leviers stratégiques d'accumulation financière. En ce sens, ces réserves auraient deux fonctions :

1. Elles serviraient d'effet de levier. En d'autres mots, plus une entreprise détient de liquidités, et plus elle peut s'endetter, lui permettant de mieux spéculer sur les marchés financiers.
2. En contrepartie, ces réserves de liquidités permettraient d'absorber les pertes encourues par ces stratégies, et serviraient de garanties de remboursement pour se refinancer à nouveau à ce jeu spéculatif.

Cela dit, cela impliquerait que la financiarisation des profits soit bel et bien une réalité au Canada, à l'instar de la tendance observée à l'échelle macroéconomique aux États-Unis<sup>54</sup> de même qu'au plan microéconomique, comme en témoignent de nombreuses monographies d'entreprises non financières aux États-Unis et en Angleterre<sup>55</sup>. Or, tel qu'établi dans la note socio-économique *Portrait de la surépargne des entreprises au Québec et Canada*, les données pour le Canada ne sont pas des plus concluantes jusqu'à maintenant, hormis l'opaque catégorie « autres actifs », qui elle a connu une progression phénoménale, similaire à celle de la surépargne. Même si l'on ne peut pas encore conclure que les profits au Canada ont une souche de plus en plus financière, cette hypothèse mérite de plus amples recherches, notamment une analyse plus approfondie des bilans financiers, firme par firme, qui éclairerait davantage cette question.

### 4.4 L'art de patienter pour mieux attaquer : accumuler un « trésor de guerre »

Au-delà d'un motif discrétionnaire de précaution, ces fonds pourraient aussi faire l'objet d'une pression par les forces du marché afin d'être rentabilisés plus activement. Au-delà du motif de spéculation, qui peut être un lieu préféré de valorisation du capital face aux rendements moindres d'investissements en actifs tangibles, ces réserves de liquidités pourraient également servir de fonds d'acquisition d'actifs stratégiques (p. ex., brevets), par fusions-acquisitions, ou par des batailles menées devant des tribunaux<sup>56</sup>. Dans le contexte d'une demande agrégée relativement faible et de surcapacités productives, ces stratégies peuvent devenir le mode privilégié de croissance d'entreprises non financières.

En ce sens, les dernières décennies ont été d'importantes périodes de fusions-acquisitions\*, qui n'avaient eu que peu d'équivalents depuis le début du 20<sup>e</sup> siècle. Cela dit, il faudrait pouvoir déterminer si ces fusions-acquisitions ont davantage été financées par des emprunts massifs ou par de telles réserves de liquidités, réserves qui pourraient également avoir servi d'effet de levier pour emprunter les sommes

---

\* La valeur nette des acquisitions par des grandes entreprises au Canada et aux États-Unis est 10 fois plus élevée en 2008 qu'en 1970. Voir J. B. Foster et R. W. McChesney, *The Endless Crisis: How Monopoly-Finance Capital Produces Stagnation and Upheaval from the USA to China*, New York, Monthly Review Press, 2012.

complémentaires suffisantes à de telles opérations de fusions-acquisitions. Dans tous les cas, une analyse plus détaillée sur le plan microéconomique s'imposerait pour valider ou non cette hypothèse.

#### 4.5 Les contreparties d'engagements financiers

Deux phénomènes qui accompagnent la financiarisation du capitalisme avancé seraient à la source de nouvelles règles comptables qui contraignent les entreprises non financières à détenir des réserves de liquidités servant de contreparties à certains engagements financiers. Le premier est la participation de plus en plus massive des entreprises dans les marchés des produits dérivés\*. Les engagements pris au sein de ces marchés ont fait l'objet de pressions des actionnaires pour protéger la « valeur actionnariale » en cas de pertes liées à ces produits. Ces pressions auraient conduit à l'adoption de politiques internes par les entreprises les contraignant d'accumuler des réserves de liquidités afin de faire face à l'exposition de ces marchés et de répondre aux inquiétudes des actionnaires.

Le deuxième phénomène tient au mode de rémunération des hautes directions, composé d'un ensemble d'avantages financiers dont le plus connu est l'option d'achat d'actions (*stock options*). Cet avantage consiste en des options d'achats de titres, à un prix fixé à l'avance au moment de la signature d'un contrat\*\*. Or, l'entreprise ne détient pas nécessairement les actions dans ses coffres au moment où la direction va utiliser ses options d'achats. En ce sens, l'entreprise se voit contrainte de détenir les réserves de liquidités nécessaires à l'achat de ces actions sur le marché, afin d'être en mesure de financer ces rémunérations. En fait, celles-ci font l'objet de règles comptables depuis les 10 dernières années.

Enfin, ces contreparties d'engagements renvoient au fait que l'entreprise fait face à des obligations financières jugées prioritaires et que des règles comptables adoptées à l'interne viennent réguler la gestion des liquidités afin d'honorer ces obligations. Ces pratiques sont courantes, comme en témoignent les rapports trimestriels et annuels des entreprises. Cela dit, il faudrait, pour vérifier cette hypothèse, analyser de façon plus détaillée des bilans d'entreprises au moment de l'institutionnalisation de ces nouvelles règles comptables.

#### 4.6 Une fraction croissante d'argent qui dort : le reflet d'une contrainte de suraccumulation

Si les facteurs précédents établissent bien que ces liquidités font l'objet d'une pratique d'épargne active et réfléchie, à usages divers, il n'en demeure pas moins que nous ne pouvons exclure à ce stade le fait qu'une fraction de ces liquidités soit la conséquence involontaire d'une contrainte de suraccumulation. En d'autres mots, elle pourrait toujours être, en partie du moins, le reflet d'une tendance à une hausse des profits plus grande que les débouchés rentables d'investissements. Ce facteur se rapproche de l'idée que ces liquidités seraient en partie de « l'argent qui dort ». Mais une précision s'impose. Comme nous l'avons mentionné, la contrainte à l'accumulation capitaliste fait qu'une contrainte concurrentielle fait pression pour mobiliser activement ces fonds à des fins d'accumulation différentes de l'accumulation de type intensive qui privilégierait le développement de nouveaux moyens de production (voir les sections 3 et 4 ci-dessus).

---

\* Ces marchés sont devenus des contraintes incontournables pour les entreprises. En théorie, ceux-ci sont censés réduire l'incertitude liée à la volatilité des taux de change et d'intérêt, mais aussi des prix des matières premières.

\*\* À condition que le titre ait augmenté substantiellement au cours de la période concernée, ces options permettront d'acheter des titres en dessous de la valeur du marché (à un prix fixé par la clause du contrat d'option) en les revendant au prix du marché en cours, afin d'empocher d'importants profits boursiers. Ce mode de rémunération vise à discipliner les directions d'entreprises pour qu'elles se conforment aux pratiques d'entreprises valorisées sur les marchés financiers.

Or, ces stratégies d'accumulation peuvent venir exacerber la tendance à la suraccumulation de profits, en générant toujours plus de profits que de débouchés<sup>57</sup>. En ce sens, les formes actives et passives de ces liquidités ne doivent peut-être pas être opposées dans l'absolu, mais bien être vues comme s'alimentant réciproquement sur le long terme. Cela dit, une analyse plus fine du lien entre évolution de l'investissement et accumulation d'épargne serait nécessaire pour mieux évaluer un tel lien de causalité.

## Conclusion

Cette recherche constitue une contribution importante à la compréhension de la surépargne des entreprises non financières au Québec et au Canada. Jusqu'à ce jour, plusieurs études avaient démontré l'inefficacité des baisses d'impôts comme stratégie de relance économique, puisque l'accumulation de ces liquidités démontrait de toute évidence que les entreprises ne manquaient certainement pas d'argent pour investir. Or, ces travaux demeuraient limités pour comprendre «pourquoi» les entreprises accumulent ces liquidités et à quoi elles servent exactement, dans la mesure où elles ne sont pas investies de manière productive. C'est en réponse à cette question que la présente recherche jette de nouveaux éclairages sur cette réalité contradictoire.

Comme nous l'avons établi dans la note socio-économique *Portrait de la surépargne des entreprises au Québec et Canada*, les entreprises ont pu financer cette surépargne en grande partie grâce aux rondes successives de baisses d'impôts aux entreprises, financées à leur tour par de nombreux cycles de compressions budgétaires dans les services publics et les programmes sociaux. Cela dit, l'accélération la plus rapide d'accumulation de ces actifs liquides s'est produite dans un contexte où l'évolution du taux de profit avant impôt des entreprises a été la plus vigoureuse. Cela démontre que les entreprises ont aussi financé ces liquidités grâce au succès de l'accumulation capitaliste dans le contexte néolibéral, liée en grande partie à la répression des conditions de travail des salarié·e·s.

Si cela a permis d'expliquer «comment» ces entreprises ont pu accumuler de telles liquidités, il s'agissait ensuite de comprendre «pourquoi»? La principale conclusion de cette recherche est que cette surépargne est le reflet d'une convention financière (que nous avons dénommée «Soyez liquides») imposée par les marchés financiers et surtout produite par les discours des analystes financiers (p. ex., agences de notation, économistes des banques et institutions financières, etc.). Au-delà de contraindre les entreprises à accumuler ces liquidités sous peine de subir une décote de leur titre en Bourse, cette convention vient surtout naturaliser un ensemble de contraintes macroéconomiques spécifiques à la financiarisation et à la mondialisation, représentées comme la «nouvelle normalité». Si chacune de ces entreprises peut alors se conforter d'agir rationnellement en accumulant ces liquidités dans un tel contexte d'instabilité et d'incertitude, c'est la remise en cause de l'irrationalité de ces contraintes et de leurs fondements institutionnels que cette convention vient empêcher. Cela est d'autant plus pernicieux lorsque nos gouvernements semblent accepter cette convention comme allant de soi, comme en témoigne le virage du discours de la Banque centrale et du ministère des Finances du Canada à propos de ce phénomène.

De plus, cette convention vient sanctionner un ensemble de motifs plus spécifiques : avoir un coussin de sécurité en cas de crise afin d'honorer ses obligations financières (motif de précaution); avoir un fonds à des fins de stratégie d'expansion par fusion-acquisition («trésor de guerre»); avoir les fonds nécessaires pour répondre aux contraintes comptables liées à la participation sur les marchés dérivés et à la rémunération des hautes directions. Voici autant de facteurs qui composent cette «flexibilité opérationnelle» dont jouissent les entreprises détenant de telles liquidités.

Quant à savoir si la massification des liquidités découle aussi en partie de problèmes de suraccumulation de profits, c'est-à-dire que les entreprises font plus d'argent qu'elles n'ont d'occasions rentables d'investissement, cela demeure à explorer davantage. Rappelons que cette recherche ne portait pas en soi sur l'évolution de l'investissement privé et des facteurs déterminant cette dynamique en tant que telle.

Ainsi, nos conclusions actuelles permettent de mieux comprendre le phénomène, tout en ouvrant de nouvelles perspectives prometteuses de recherche pour approfondir cette question. Cela dit, de plus amples recherches seront nécessaires pour évaluer

précisément chacune de ces hypothèses, suivant des pistes ayant déjà été évoquées au chapitre précédent.

Enfin, les conclusions de cette recherche permettent de renouveler la réflexion en matière de politiques publiques alternatives. Les appels moralistes à l'investissement ont été justement critiqués : c'est plutôt du côté de la fiscalité et de la politique budgétaire qu'il faut regarder afin de trouver les leviers essentiels à la relance de l'économie sur des bases socialement et écologiquement soutenables. Car cette surépargne représente ni plus ni moins qu'un détournement de fonds précieux qui pourraient servir à des missions économiques socialement et écologiquement beaucoup plus bénéfiques. En effet, elle correspond à des revenus de plus en plus « défiscalisés ». En ce sens, elle représente un véritable gaspillage d'argent, alors que les ménages sont surendettés et que les coffres de l'État sont affectés par une diminution de rentrées fiscales.

Face aux contradictions profondes qui sous-tendent ce phénomène de surépargne, une politique fiscale alternative est certes nécessaire, mais non suffisante. Comme on l'a mentionné en introduction, nous sommes confrontés à un phénomène global qui se manifeste dans un ensemble de pays ayant entre eux d'importants écarts en matière de taux d'imposition des entreprises<sup>58</sup>. Par conséquent, une approche exclusivement axée sur la fiscalité pourrait s'avérer inefficace pour convertir ces liquidités en investissements productifs, si celles-ci continuent d'être alimentées par des contraintes macroéconomiques laissées intactes.



## Notes de fin de document

- 1 É. PINEAULT et S. TREMBLAY-PEPIN, *Cette fois, est-ce différent ? La reprise financiarisée au Canada et au Québec*, Montréal, IRIS, juin 2013.
- 2 D. MACDONALD et A. JACKSON, *En quoi ont résulté les réductions des impôts frappant les sociétés? – Rapport documentaire pour la Journée de l'affranchissement de l'impôt des sociétés 2012*, Congrès du travail (CTC), 2012, 16 p. ; D. MACDONALD, *Corporate Income Taxes, Profit, and Employment Performance of Canada's Largest Companies*, Centre canadien de politiques alternatives (CCPA), 2011, 6 p. ; É. PINEAULT, « Pourquoi un si gros bas de laine ? L'épargne des entreprises au Canada », *Économie autrement.org*, avril 2011.
- 3 FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (FMI), « Awash with Cash: Why are Corporate Savings so High? », dans le rapport *World Economic Outlook – Globalization and inflation* (chapitre 4), avril 2006, p. 135-159.
- 4 L. H. SUMMERS, « U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound », *Business Economics*, vol. 49, n° 2, 2014, p. 65-73.
- 5 Voir les références de la note de bas de page 2.
- 6 K. CARMICHAEL, R. BLACKWELL et G. KEENAN, « Free up “dead money”, Carney exhorts corporate Canada », *The Globe and Mail*, 22 août 2012.
- 7 B. CURRY, « Business needs to spur growth: Flaherty », *The Globe and Mail*, 25 septembre 2012.
- 8 J. SHMUEL, « Stop sitting on your cash piles, Carney tells Corporate Canada », *Financial Post*, 22 août 2012.
- 9 D. FLAVELLE, « Carney «overstated» dead money, economist says » *Toronto Star*, 30 août 2012 ; B. CURRY, *op. cit.*
- 10 MINISTÈRE DES FINANCES DU CANADA, *Cash Holdings of Canadian Non-Financial Corporations*, rapport interne, février 2013, disponible sur demande.
- 11 M. SECCARECCIA, *Keynes's Legacy: Fiscal Activism through Public Investment as the Principal Macroeconomic Tool to Achieve Sustained Economic Growth*, Institute for New Economic Thinking, 2010.
- 12 D. J. DENIS, Financial flexibility and corporate liquidity, *Journal of Corporate Finance*, vol. 17, 2011, p. 667-674.
- 13 C. CATTANEO, « Invest or risk missing 'massive opportunities', Carney tells cash-rich energy firms » , *National Post*, 7 septembre 2012.
- 14 D. J. DENIS, *op. cit.*
- 15 T. OPLER, L. PINKOWITZ, R. M. STULTZ, R. WILLIAMSON, *The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings*, Cambridge (MA), National Bureau of Economic Research (NBER), Worker Paper 6234, 1997, 54 p.
- 16 L. PINKOWITZ, R. M. STULTZ, R. WILLIAMSON, *Multinationals and the High Cash Holdings Puzzle*, National Bureau of Economic Research (NBER), Cambridge (MA), Working Paper 18120, 2012, 59 p.
- 17 FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (FMI), *op. cit.*
- 18 MINISTÈRE DES FINANCES, *op. cit.*
- 19 MINISTÈRE DES FINANCES, *op. cit.* ; FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (FMI), *op. cit.* ; T. OPLER, L. PINKOWITZ, R. M. STULTZ, R. WILLIAMSON, *op. cit.*
- 20 MINISTÈRE DES FINANCES, *op. cit.*
- 21 L. PINKOWITZ, R. M. STULTZ, R. WILLIAMSON, *op. cit.*
- 22 J. M. SÁNCHEZ et E. YURDAGUL, « Why Are Corporations Holding So Much Cash? », *The Regional Economist*, janvier 2013.
- 23 Pour des interprétations plus nuancées de ce facteur, voir T. OPLER, L. PINKOWITZ, R. M. STULTZ, R. WILLIAMSON, *op. cit.*, et J. M. SÁNCHEZ et E. YURDAGUL, *op. cit.*
- 24 FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (FMI), *op. cit.*
- 25 J.R. BROWN, B.C. PETERSON, « Cash holdings and R & D smoothing », *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, 2011, p. 694-709

- 26 L. PINKOWITZ, R. M. STULTZ, R. WILLIAMSON, *op. cit.*
- 27 Z. TONG, « Firm diversification and the value of corporate cash holdings », *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, 2011, p. 741-758
- 28 T. OPLER, L. PINKOWITZ, R. M. STULTZ, R. WILLIAMSON, *op. cit.*
- 29 J. M. SÁNCHEZ et E. YURDAGUL, *op. cit.*
- 30 L. PINKOWITZ, R. M. STULTZ, R. WILLIAMSON, *op. cit.*
- 31 F. MORIN, *Le nouveau mur de l'argent*. Paris, Seuil (Économie humaine), 2006.
- 32 G. R. KRIPNER, « Financialization of the American Economy », *Socio-Economic Review*, vol. 11, n° 3, 2005, p. 173-208.
- 33 T. I. PALLEY, « The Limits of Minsky's Hypothesis », *Monthly Review*, vol. 61, n° 11, 2010, p. 28-43.
- 34 J. B. FOSTER et F. MAGDOFF, *The Great Financial Crisis: Causes and Consequences*, New York, Monthly Review Press, 2009 ; J. B. FOSTER et R. W. MCCHESENEY, *The Endless Crisis: How Monopoly-Finance Capital Produces Stagnation and Upheaval from the USA to China*, New York, Monthly Review Press, 2012.
- 35 A. ORLÉAN, *Le pouvoir de la finance*. Paris, Éditions Odile Jacob, 1999.
- 36 J. M. KEYNES, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*. Paris, Éditions Payot & Rivage, 2005.
- 37 F. BARAGAR et R. CHERNOMAS, « Profit Without Accumulation ». *International Journal of Political Economy*, vol. 41, n° 3, 2012, p. 24-40.
- 38 H. P. MINSKY, *Stabilizing an Unstable Economy*. New York, McGraw Hill, 2008.
- 39 A. ORLÉAN, *op. cit.*
- 40 R. KAVCIC, « Corporate Cash Holdings: 'Dead Money' or at a 'Tipping Point'? », *BMO Capital Markets – Focus*, 3 octobre 2013, p. 6-8; D. BURLETON et D. PETRAMALA, « Canadian Corporate Balance Sheets Solid as a Rock », *TD Economics – Rapport spécial*, 30 octobre 2012, 6 p. ; D. ONYETT-JEFFRIES (2013). « Canadian businesses ready and able, not yet willing », *RBC Economics – Current analysis*, Janvier 2013, 4 p.
- 41 MOODY'S INVESTORS SERVICE, *US Corporate Cash Pile At \$1.24 Trillion, Over Half Located Overseas*, Global Credit Research, 14 mars 2012, 15 p.
- 42 T. OPLER, L. PINKOWITZ, R. M. STULTZ, R. WILLIAMSON., *op. cit.*
- 43 D. ONYETT-JEFFRIES, *op. cit.*
- 44 MOODY'S INVESTORS SERVICE, *op. cit.*
- 45 D. ONYETT-JEFFRIES, *op. cit.*
- 46 DELOITTE, *What North America's top finance executives are thinking – and doing*, CFO signals – High-Level Summary, 1er trimestre 2013, 25 p.
- 47 K. V. LINS, H. SERVAES, P. TUFANO, « What Drives Corporate Liquidity? An International Survey of Cash Holdings and Lines of Credit », *Journal of Financial Economics*, vol. 98, 2010, p. 160-176
- 48 Les déclarations qui suivent proviennent en grande partie des deux articles suivants :  
J. LORINC, « Dead money – There are good reasons for hoarding cash », *Canadian Business*, 12 février 2013; J. BUSSEY, « Blame Fear, Not Greed, as Firms Hoard Cash », *Wall Street Journal*, 1er juillet 2012.
- 49 J. M. KEYNES, *op. cit.*; A. ORLÉAN, *op. cit.*
- 50 J. BUSSEY, *op. cit.*
- 51 F. CHESNAIS (dir.), *La finance mondialisée : racines sociales et politiques, configuration, conséquences*. Paris, Éditions La Découverte (Texte à l'appui / économie), 2004.
- 52 K. V. LINS, H. SERVAES, P. TUFANO, *op. cit.*
- 53 F. BARAGAR et R. CHERNOMAS, *op. cit.*

- 54** G. R. KRIPPNER, *op. cit.*; Ö ORHANGAZI, *Financialization and its Effects on Capital Accumulation: A Theoretical and Empirical Investigation*. Thèse de doctorat. Département d'économie, Université d'Amherst, Massachusetts, 2006
- 55** J. FROUD, S. JOHAL, A. LEAVER, K. WILLIAMS, *Financialization and Strategy – Narrative and Numbers*, Abingdon (Oxon), Routledge, 2006
- 56** F. BARAGAR et R. CHERNOMAS, *op. cit.*
- 57** J.B. FOSTER et F. MAGDOFF, *op. cit.*; J.B. FOSTER et R. W. MCCHESENEY, *op. cit.*
- 58** L. PINKOWITZ, R. M. STULTZ, R. WILLIAMSON, *op. cit.*



**Institut de recherche  
et d'informations  
socio-économiques**

L'Institut de recherche et d'informations socio-économiques (IRIS), un institut de recherche indépendant et progressiste, a été fondé à l'automne 2000. Son équipe de chercheur·e·s se positionne sur les grands enjeux socio-économiques de l'heure et offre ses services aux groupes communautaires et aux syndicats pour des projets de recherche spécifiques.

Institut de recherche et d'informations socio-économiques  
1710, rue Beaudry, bureau 3.4, Montréal (Québec) H2L 3E7  
514 789 2409 · [www.iris-recherche.qc.ca](http://www.iris-recherche.qc.ca)