

IRIS

QU'EST-CE QUE LA FINANCIARISATION ?

Julia Posca, chercheuse à l'IRIS

Billal Tabaichount, chercheur associé à l'IRIS

Décembre 2020

REMERCIEMENTS

Les auteurs tiennent à remercier un ensemble de personnes sans qui la brochure n'aurait pu être. Les commentaires de l'équipe de chercheurs et de chercheuses de l'IRIS et les corrections de Martin Dufresne et de Monique Moisan ont rehaussé la qualité de cette étude, tant au niveau de la forme que du fond. Ils et elles ont tous nos remerciements.

Bien entendu, toutes les erreurs se trouvant encore dans ce texte relèvent de l'entière responsabilité des auteurs.

| | |
|-----------------------|--|
| correction et édition | Martin Dufresne |
| mise en page | Molotov Communications Coop & Eve-Lyne Couturier |
| correction d'épreuves | Monique Moisan |
| impression | Katasoho imprimerie & design 5000, rue d'Iberville #202, Montréal, QC H2H 2S6 514.961.5238 / info@katasoho.com |

| | |
|----------------------|---|
| CRÉDIT PHOTO | (toutes les photos ont été transformées en noir et blanc) |
| page couverture | cristian, <i>food stock exchange</i> , 19 juillet 2015, Flickr.  |
| page 2 | nikotechburg, <i>diagramm</i> , 11 juin 2018, Flickr.  |
| page 6 | Kwikwaju, <i>capitalisme-3</i> , 16 juillet 2012, Flickr.  |
| page 16 | Paul, <i>Factory</i> , 1 ^{er} décembre 2008, Flickr.  |
| page 22 | Thomas Hawk, <i>ATM</i> , 24 mai 2009, Flickr.  |
| page 38 | Eric Kurzhals, <i>Bank im Grünen</i> , 25 juin 2013.  |
| pour plus de détails | creativecommons.org |

| | | |
|----------|--|-----------|
| | Introduction | 5 |
| 1 | Qu'est-ce que la financiarisation ? | 7 |
| | 1.1. Une nouvelle variante du capitalisme | 7 |
| | 1.2. Un phénomène aux origines économiques et politiques | 9 |
| | <i>Encadré 1 – Dérégulation en Allemagne et en France</i> | 10 |
| | <i>Encadré 2 – La Caisse de dépôt et placement du Québec : un investisseur institutionnel influent</i> | 11 |
| | 1.3. L'innovation financière | 11 |
| | <i>Encadré 3 – La Grèce dans la mire des investisseurs</i> | 13 |
| | <i>Encadré 4 – La SCHL, agent de la titrisation au pays</i> | 14 |
| 2 | La financiarisation des entreprises | 17 |
| | 2.1. La poursuite de la valeur actionnariale | 17 |
| | <i>Encadré 5 – Les fonds de pension, acteurs-clés de la financiarisation</i> | 18 |
| | 2.2. Financement via les marchés financiers | 19 |
| | 2.3. Rémunération liée à la performance financière de l'entreprise | 19 |
| | 2.4. Des résultats tangibles pour les actionnaires | 20 |
| | <i>Encadré 6 – Les impacts de la financiarisation sur l'industrie forestière</i> | 21 |
| 3 | L'impact sur l'économie et les ménages | 23 |
| | 3.1. Des économies fragilisées | 23 |
| | <i>Encadré 7 – Délocalisations : économiser pour investir sur les marchés financiers</i> | 24 |
| | <i>Encadré 8 – Les pays émergents font les frais de la dérégulation de la finance</i> | 25 |
| | 3.2. Déséquilibre dans la répartition des revenus | 25 |
| | 3.3. La contrainte de l'endettement | 28 |

| | | |
|----------|---|-----------|
| | <i>Encadré 9 – La crise de 2008 : une crise typique du capitalisme financiarisé</i> | 29 |
| 4 | Financiarisation de la nature | 31 |
| | 4.1. La nature vue à travers le spectre de l'économie | 31 |
| | <i>Encadré 10 – Les services écosystémiques, un concept largement débattu</i> | 32 |
| | 4.2. Émergence de la « finance verte » | 33 |
| | <i>Encadré 11 – Les banques de compensation</i> | 35 |
| | 4.3. Une approche à l'efficacité incertaine | 35 |
| | Conclusion | 39 |
| | Notes | 41 |

Introduction

Si l'économie est souvent présentée comme un domaine réservé aux experts, l'économie financière l'est sans doute encore plus. Le fait qu'on l'oppose souvent à l'économie dite « réelle » renforce d'ailleurs l'image d'un secteur déconnecté des préoccupations quotidiennes des citoyen·ne·s ordinaires et réservé aux professionnels du domaine. Le décalage que l'on observe depuis le début de la pandémie de COVID-19 entre les performances boursières de certaines entreprises et les difficultés qui frappent plusieurs secteurs d'activité, par exemple, semble conforter cette idée de « déconnexion¹ ».

L'économie financière occupe pourtant une fonction névralgique dans le système économique capitaliste et affecte de différentes manières les salarié·e·s et les ménages en général. Depuis quelques années, on parle de « financiarisation » de l'économie pour désigner la position dominante qu'ont acquise les acteurs de la finance et les changements socioéconomiques que le poids accru de ce secteur a entraînés. La crise économique de 2008, qui avait comme on le verra plus tard des origines financières, aura d'ailleurs donné lieu à de nombreux débats sur le pouvoir démesuré qu'avaient acquis certains acteurs financiers et conduit à des ajustements réglementaires censés prévenir de futures crises².

Plus d'une décennie plus tard, les préoccupations de l'époque se sont quelque peu estompées à la faveur de la reprise économique qui a suivi la crise. Pourtant, les enjeux soulevés par la financiarisation de l'économie sont encore bien présents. Comme nous le verrons tout au long de cette brochure, la financiarisation de l'économie se manifeste à travers une variété de phénomènes qui touchent tant le secteur financier (multiplication des innovations financières telles que la titrisation des créances hypothécaires) que les entreprises (croissance de l'investissement spéculatif au détriment des investissements productifs, hausse de la rémunération des dirigeants), les individus (transformation des régimes de retraite, hausse de l'endettement des ménages) et même les États (financement des dépenses publiques via l'utilisation d'outils financiers). La financiarisation est en outre associée à d'autres phénomènes économiques tels que l'accroissement des inégalités économiques dans les pays riches, la faible hausse des salaires et le ralentissement de la croissance économique, comme nous le verrons également plus loin.

Pour y voir plus clair, nous proposons d'abord de définir ce qu'est la financiarisation, en présentant certaines des dimensions les plus marquantes de ce régime économique et en retraçant ses origines et son évolution. Dans les sections 2 et 3 de cette brochure, nous nous intéressons aux impacts de la financiarisation sur l'activité économique, plus spécifiquement sur les entreprises et les ménages. Nous nous penchons enfin dans la quatrième section sur la financiarisation de la nature, une tendance qui s'observe depuis quelques années et qui soulève des inquiétudes tant sur le plan économique qu'écologique.



1

Qu'est-ce que la financiarisation ?

1.1. UNE NOUVELLE VARIANTE DU CAPITALISME

Le capitalisme est un système économique caractérisé par le fait que ce sont généralement des entreprises privées qui emploient de la main-d'œuvre pour produire des marchandises ou offrir un service, et qu'elles le font dans le but de générer un profit³. Dans la variante industrielle du capitalisme, l'expansion de la production est un facteur important dans la croissance des profits et l'accumulation du capital, soit l'argent qui peut être réinvesti par les entreprises pour assurer leur croissance. Autrement dit, le capital est alloué à des investissements dits productifs, c'est-à-dire qui permettent d'augmenter la production ou la productivité de l'entreprise, comme par exemple l'embauche de nouveaux salarié-e-s, l'achat de machines plus performantes ou la construction de nouvelles usines. Cette logique industrielle a été déterminante dans l'expansion du système capitaliste et dans le type de développement économique qu'ont connu les pays occidentaux.

Dans ce régime, les acteurs financiers remplissent une fonction déterminante. Ainsi, bien avant ce que l'on appelle la financiarisation, la finance a un rôle crucial à jouer, puisqu'elle met en relation l'épargne cumulée dans l'économie et l'investissement qui est réalisé. Les banques octroient par exemple les prêts dont ont besoin les

entreprises pour s'engager dans une activité productive. Pour ce faire, elles s'appuient sur les paramètres de la production : une banque se demandera, par exemple, avant d'octroyer un prêt à une entreprise et afin de savoir si celle-ci pourra le rembourser, si l'achat de machinerie que cherche à financer l'entreprise lui permettra d'augmenter sa production et donc ses revenus. Ou encore si la demande justifie l'ouverture par une entreprise d'une nouvelle succursale. Les institutions financières ont aussi accompagné le développement de la consommation de masse en finançant à crédit l'achat de certains biens dits durables, tels que les maisons ou les voitures. Encore là, c'est en premier lieu la situation financière de la personne (l'emploi qu'elle occupe, son revenu, les biens qu'elle possède) qui sera prise en compte dans la décision de lui octroyer ou non un prêt.

Le concept de financiarisation, ou de capitalisme financiarisé, est utilisé en référence au « rôle croissant des motifs financiers, marchés financiers, acteurs financiers et institutions financières dans l'activité des économies nationales et internationale⁴ ». Par « rôle croissant » du secteur financier, on pense à l'augmentation du poids économique d'établissements « qui s'occupe[nt] principalement d'affaires d'argent et qui offre[nt] généralement à ses clients des services financiers, par exemple une banque, une caisse d'épargne et de crédit, une société de crédit, une société de fiducie, une compagnie

d'assurance, une maison de courtage de valeurs, une société de crédit-bail, ou encore un investisseur institutionnel⁵ ». On désigne parfois ces entreprises sous l'acronyme FIRE (*Finance, Insurance, Real Estate*).

Or, ce « rôle croissant » renvoie aussi à la transformation de l'économie – et de la société en général – en fonction des logiques financières. Nous verrons en effet dans les pages qui suivent que les entreprises non financières, soit celles qui produisent des biens ou des services pour la vente, ont eu tendance à se plier aux modes d'organisation des entreprises financières, tandis que les ménages ont surtout été fragilisés par les stratégies de développement du secteur financier.

La financiarisation renvoie ainsi à deux phénomènes importants : d'une part, elle procède d'une transformation de la manière dont les entreprises génèrent du profit et du type d'investissements qu'elles réalisent. Dans le jargon, on parle d'un *nouveau régime d'accumulation du capital*. D'autre part, elle renvoie à la transformation des institutions et des critères qui déterminent les relations entre les acteurs économiques, comme les rapports entre salarié-e-s et entreprises ou entre entreprises et secteur financier. Ici, on parle d'un *nouveau mode de régulation de l'économie*.

La logique d'accumulation propre aux régimes financiarisés diffère de la logique industrielle puisque le capital financier n'a plus nécessairement à faire un détour par la production pour croître. La circulation des actifs financiers peut suffire à bonifier leur valeur en vertu d'une dynamique dite spéculative. En d'autres mots, la spéculation consiste à acheter un actif dans l'espoir que sa valeur augmentera⁶. Le détenteur de l'actif financier achète ainsi un droit sur un revenu futur, et la valeur de ce titre fluctue en fonction des attentes des acteurs qui échangent sur les marchés et de la confiance qu'ils lui portent. Le titre d'une entreprise peut par exemple augmenter lorsque celle-ci fait l'annonce d'un nouvel investissement majeur qui laisse croire que sa situation financière est bonne et pourrait s'améliorer. Évidemment,

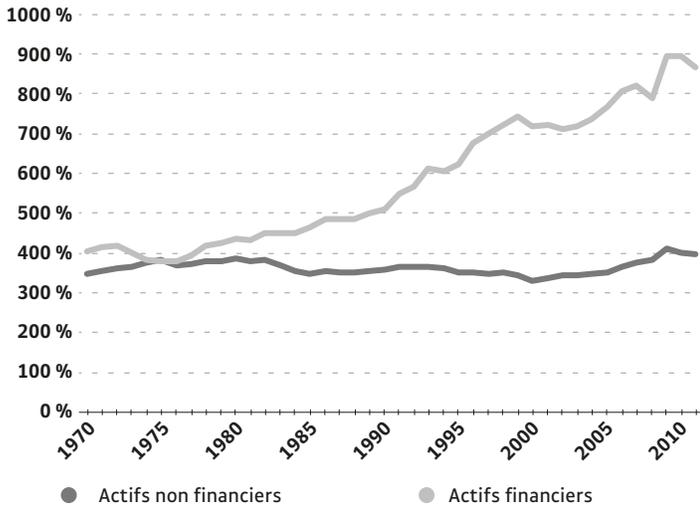
les actifs financiers ne sont pas le seul type d'actifs qui peuvent faire l'objet de spéculation, mais ils sont devenus les véhicules privilégiés de ceux qui s'y adonnent.

La financiarisation s'est accompagnée d'une « hypertrophie de la finance », comme l'a expliqué l'économiste François Morin pour désigner le poids – et par conséquent l'influence – qu'ont acquis les grandes organisations du secteur financier que sont notamment les banques systémiques^a et les fonds d'investissement⁷. Au Canada, on observe une croissance phénoménale des actifs financiers en circulation depuis les années 1970, parmi lesquels figurent notamment les devises, les prêts, les hypothèques, les obligations et les actions. En effet, la valeur des actifs financiers est passée au Canada de 405 % du PIB en 1970 à 866 % en 2011, comme on peut le voir au graphique 1, pour atteindre une valeur totale de 14 895 G\$. En comparaison, les actifs non financiers, parmi lesquels on compte entre autres les immeubles, les biens de consommation durables, les terrains, les machines et le matériel, représentent bon an mal an depuis 1970 environ 360 % du PIB. À en croire les données du nouveau système de comptabilité nationale, ces chiffres seraient même beaucoup plus élevés. Le poids des actifs financiers aurait atteint 1436 % du PIB au 1^{er} trimestre de 2020, contre

a La notion de « banque systémique » a été développée en 2011 par le Conseil de stabilité financière, en collaboration avec le Comité de Bâle, pour désigner les institutions financières qui « peuvent, en cas de faillite, perturber le système financier dans son ensemble. Que ce soit à cause de leur taille, de leur complexité, de leur envergure mondiale, de leur degré d'interdépendance avec d'autres institutions financières ou du caractère exclusif des services qu'elles fournissent, ces entités qui sont “trop grandes (ou trop interdépendantes) pour faire faillite” peuvent faire courir de graves risques à l'ensemble du système financier et à l'économie réelle. » Sources : CONSEIL DE STABILITÉ FINANCIÈRE, 2019 list of global systemically important banks (G-SIBs), 22 novembre 2019, www.fsb.org/wp-content/uploads/P221119-1.pdf; Éric CHOUINARD et Erik ENS, « De l'importance systémique des institutions financières », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre 2013, p. 43.

Graphique 1

Actifs financiers et actifs non financiers en pourcentage du PIB, Canada, 1970-2011



SOURCE : STATISTIQUE CANADA, Tableau 36-10-0508-01 Comptes du bilan national, Tableau 36-10-0254-01 Produit intérieur brut (PIB), en termes de revenus, calculs des auteurs.

510 % du PIB pour les actifs non financiers⁸. Considérons maintenant certains des phénomènes qui permettent d'expliquer cette explosion de la sphère financière.

1.2. UN PHÉNOMÈNE AUX ORIGINES ÉCONOMIQUES ET POLITIQUES

Comme on l'a mentionné plus tôt, les acteurs et les outils financiers tels que les banques, les Bourses, les régimes de retraite et le crédit à la consommation sont constitutifs du capitalisme et ont accompagné son développement bien avant qu'il n'entre dans sa phase de financiarisation. Or, la place que vont occuper la finance et les acteurs financiers va progressivement changer. À

compter des années 1970, une série d'événements et de facteurs, en se juxtaposant et se renforçant mutuellement, ont participé à transformer en profondeur les rapports économiques en régime capitaliste. Faisant la généalogie de ce processus, la sociologue Audrey Laurin-Lamothe identifie 5 phénomènes ayant particulièrement contribué à l'accumulation financière et à la montée en puissance des acteurs financiers⁹.

1. À partir de la fin des années 1970, la constitution de grandes fortunes et d'une épargne salariale massive a fait grimper la demande pour des actifs financiers. Les détenteurs ou gestionnaires de capitaux dans les pays occidentaux cherchent alors à faire croître la valeur de leurs avoirs par l'intermédiaire des marchés financiers. À la même époque, les États endettés et en quête de financement font croître l'offre obligataire, tandis que les entreprises privées cherchent à se financer via les marchés financiers. Ces changements profitent aux investisseurs en quête de rendement, dont les fonds de pension qui se mettent à exiger des rendements importants de la part des entreprises dans lesquelles ils investissent.
2. Le décloisonnement des activités financières survient à la faveur de pressions exercées par le secteur financier. Cela met progressivement fin à l'encadrement réglementaire qui avait été mis en place à la suite de la Grande Dépression des années 1930 pour éviter certaines dérives. Au Canada, la *Loi sur les banques* a été modifiée à compter de la fin des années 1980 pour permettre aux banques commerciales (dépôts et prêts) et aux banques d'investissement (opérations sur les marchés financiers) de fusionner.
3. Ce décloisonnement permet notamment aux banques d'accroître leurs opérations de titrisation des créances, une technique dont il sera question plus en détail plus loin, mais qui vise à se départir d'une portion du risque lié à ses créances et à accroître la capacité de prêt des banques. L'explosion de l'endettement des ménages est une conséquence directe de ce phénomène.

4. On assiste par ailleurs à un relâchement de l'intervention des États dans la sphère financière, d'abord avec la décision prise par Richard Nixon en 1971 de suspendre la convertibilité du dollar en or. Cette mesure a eu pour effet de libéraliser les taux de change, c'est-à-dire que plutôt que d'être fixées en fonction de la valeur du dollar américain (taux de change fixe), les devises sont désormais déterminées par l'offre et la demande de chaque devise sur les marchés (taux de change flottants).

Puis, à la même époque, s'amorce un mouvement de libéralisation des taux d'intérêt. Plutôt que de demander aux banques centrales d'émettre de la monnaie en fonction des besoins et de la politique industrielle des États, ces derniers sont désormais convaincus de la nécessité de financer surtout leurs déficits par l'émission d'obligations. Résultat : les taux d'intérêt seront à la merci de la demande des marchés financiers et influencés par la volonté des banquiers centraux de contenir avant tout l'inflation, un objectif qui est en partie motivé par la volonté de protéger le rendement des actifs financiers (qui s'érode avec l'inflation).

5. Pour contrecarrer l'incertitude créée par ce nouveau système libéralisé, les institutions financières se sont en outre lancées dans le développement de produits dérivés. Or, cette innovation financière, dont il sera question plus loin, a au contraire fait augmenter la spéculation et introduit un plus grand degré d'instabilité au sein des marchés financiers.

Ensemble, ces phénomènes ont contribué à l'expansion du secteur financier et, progressivement, au passage d'une économie tirée par l'industrie et le secteur manufacturier à une économie dominée par les impératifs du secteur financier. Il est ainsi important de retenir que la financiarisation est un phénomène économique qui résulte de rapports de pouvoir et de décisions de nature politique, et non la conséquence fortuite de l'action aveugle des marchés. C'est d'ailleurs ce qui explique que le degré de pénétration de la finance dans l'économie ne soit pas le même d'un pays à l'autre. Bien que ce soit d'abord dans les pays

ENCADRÉ 1

DÉRÉGULATION EN ALLEMAGNE ET EN FRANCE

L'Allemagne a connu à partir de la deuxième moitié des années 1990 de profonds changements institutionnels qui ont favorisé une certaine financiarisation de son économie, dont un processus de dérégulation du système financier : légalisation des options d'achat d'actions et du rachat d'actions, légalisation des fonds spéculatifs et des échanges de produits dérivés, etc. Ce mouvement s'est accompagné de coupes de taxes ciblées, telles que l'abolition de la taxe sur les transactions boursières ou la réduction des taux de taxation visant les entreprises et les revenus du capital¹⁰, ainsi que d'une dérégulation du marché du travail à partir du début des années 2000¹¹. En parallèle, on assiste à une chute de la part du revenu national distribuée en salaire, à une montée des inégalités de revenus et à une précarisation des conditions d'emploi¹². En France aussi, le développement par des entreprises non financières d'activités financières en tant que source de création de richesse va de pair avec une diminution de la part des revenus allant à la rémunération du travail¹³. Le pays est en outre le siège de 4 des 30 banques systémiques désignées par le Conseil de stabilité financière en 2019, soit BNP Paribas, la Société générale, le Groupe Crédit agricole et le Groupe BPCE¹⁴.

anglo-saxons, à commencer par les États-Unis et le Royaume-Uni, mais aussi au Canada et en Australie, que la financiarisation a été identifiée et analysée, le phénomène est aussi observable dans d'autres pays occidentaux.

1.3. L'INNOVATION FINANCIÈRE

Encouragée par la dérégulation de la finance, l'innovation financière est au cœur de la croissance fulgurante de la quantité d'actifs en circulation. L'innovation financière désigne l'ensemble des techniques par lesquelles de nouveaux types de titres financiers sont créés afin d'augmenter la liquidité des capitaux et de mieux gérer le risque lié à la détention d'un actif. La liquidité cor-

respond à « la capacité des titres à se transformer en richesse *hic et nunc*, c'est-à-dire en monnaie¹⁵ ». Celle-ci dépend de la confiance des acteurs financiers (investisseurs, gestionnaires de portefeuille, agences de notation, etc.) envers les titres qui sont échangés. C'est dans le but de protéger les détenteurs de titres de la variation future de leur valeur que les institutions financières ont créé de nouveaux types de produits financiers. Les produits offerts par les institutions financières trouvent pre-

ENCADRÉ 2

LA CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC : UN INVESTISSEUR INSTITUTIONNEL INFLUENT

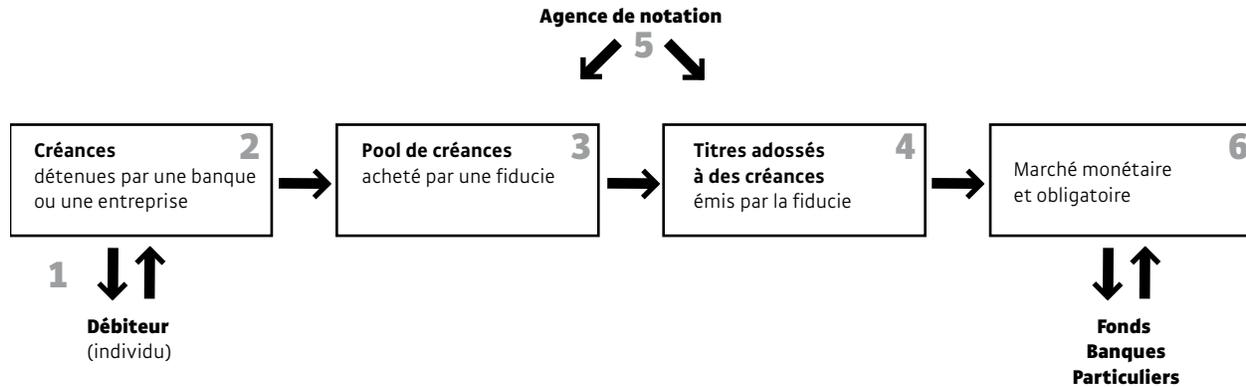
La Caisse de dépôt et placement du Québec est un investisseur institutionnel de premier plan au Québec. Créée en 1965 afin de faire fructifier l'épargne des Québécois·es et de la réinvestir dans l'économie du Québec, elle gère aujourd'hui un actif net de 333 milliards de dollars¹⁶. Les investissements de la Caisse sont variés : dans les marchés boursiers, à travers l'achat d'actions, dans des entreprises, à travers des prises de participation directes, dans l'immobilier, en gérant des immeubles via sa filiale Ivanhoé Cambridge et en octroyant des prêts commerciaux via sa filiale Otéra Capital, et enfin dans des infrastructures, comme par exemple en finançant le Réseau express métropolitain (REM).

Le poids financier de la Caisse lui permet d'orienter le développement de l'économie là où elle choisit d'investir. Elle soutient par exemple activement le modèle extractiviste canadien à travers ses investissements dans le secteur des énergies fossiles¹⁷, dont dans la filière du gaz de schiste¹⁸. La financiarisation de sa

stratégie de placement a aussi eu des répercussions importantes sur l'économie. Sous la gouverne de Henri-Paul Rousseau (et sous l'impulsion du gouvernement de Jean Charest), la Caisse avait mis de côté le mandat de stimuler le développement économique de la province, pour plutôt miser sur la maximisation du rendement financier¹⁹. C'est à ce titre que l'institution a notamment investi dans le papier commercial adossé à des actifs (PCAA), un type d'actif très liquide qui offrait une possibilité de rendement élevé. Or, le marché canadien des PCAA s'est effondré en 2007 dans la foulée de la crise des prêts hypothécaires à risque, entraînant une perte de 39,8 milliards de dollars, soit l'équivalent de 25 % de l'avoir de ses déposant·e·s à l'époque. L'engouement de la Caisse – dont l'influence est considérable – pour le PCAA avait par ailleurs conduit d'autres investisseurs à choisir eux aussi ce créneau. L'impact de l'effondrement du marché n'a été que plus important du fait du nombre d'investisseurs impliqués.

Figure 1

Le processus de titrisation des créances



1. Des débiteurs contractent des prêts auprès d'une institution financière ou d'une entreprise.
2. Le créancier regroupe ces créances en bloc et vend ces blocs à un tiers.
3. Une fiducie fait l'achat d'un bloc, qui correspond à un flux de revenus ou un risque de défaut de paiement.
4. Cette masse de créances est redécoupée selon le taux d'intérêt, la cote de crédit de l'emprunteur, et l'échéance de la créance.
5. Une agence de notation évalue les différentes classes d'actif et leur attribue une cote de crédit.
6. Des investisseurs achètent ces nouveaux titres sur les marchés financiers.

SOURCE : Éric PINEAULT, « Réification et massification du capital financier : une contribution à la théorie critique de la financiarisation à partir de l'analyse de la titrisation », *Cahiers de recherche sociologique*, 55, 2013, pp. 117-154.

neur d'une part auprès des entreprises qui cherchent à se prémunir contre différents types de risque, et d'autre part chez les fonds de pension, fonds communs de placement et compagnies d'assurance, des investisseurs institutionnels dont la mission est de faire fructifier l'épargne qui est placée sous leur gestion (voir l'encadré 2).

Les *produits dérivés* « sont des contrats dont la valeur change en fonction du prix d'une marchandise, d'un instrument financier ou d'un indicateur. Donc, la valeur de ces instruments financiers secondaires "est dérivée" d'un autre actif primaire. Au Canada, il existe des produits dérivés pour les produits agricoles, les devises, les métaux précieux, les actions, les indices boursiers, les obligations du gouvernement et les acceptations bancaires²⁰ ». Les

produits dérivés ne sont cependant pas nouveaux. Des contrats sur le prix des œufs ont par exemple commencé à s'échanger au Chicago Butter and Egg Board (ancêtre du Chicago Mercantile Exchange) à partir de la fin du 19^e siècle²¹. Ces contrats (dits contrats à terme ou futures en anglais) stipulaient à quel prix des œufs seraient vendus dans le futur, une manière pour le producteur de garantir son revenu malgré les incertitudes liées à la production animale et aux cycles économiques. Cependant, c'est dans la foulée de la libéralisation des échanges commerciaux et de la demande accrue pour des produits de couverture contre le risque que l'on a vu croître les contrats portant sur des instruments financiers comme les taux de change ou les taux d'intérêt.

ENCADRÉ 3

LA GRÈCE DANS LA MIRE DES INVESTISSEURS

C'est à la suite de l'entrée de la Grèce dans la zone euro en 2001 que les prêts accordés par des banques d'Europe de l'Ouest aux secteurs privé et public grecs ont connu une croissance importante²². Ces banques profitaient des taux d'intérêt plus élevés qui avaient cours en Grèce, tandis que l'utilisation d'une monnaie commune européenne réduisait à leurs yeux les risques d'un défaut de paiement. Or, l'éclatement de la bulle des hypothèques à risque aux États-Unis et la faillite subséquente de banques systémiques en 2007-2008 se sont répercutées instantanément sur les banques européennes, qui ont alors cessé de se prêter de l'argent entre elles par manque de confiance, puis sur les banques grecques qui dépendaient de ces flux d'argent. Le gouvernement de George Papandréou falsifia les données sur la dette grecque pour noircir le portrait et ne pas avoir à venir en aide aux banques du pays. Mais pour respecter le *Pacte de stabilité et de croissance* qui lie les pays de la zone euro, la Grèce doit réduire son déficit public. Le gouvernement se

lance dans des mesures d'austérité qui ne feront que noircir davantage son bilan. Au même moment, la dette grecque commence à faire l'objet d'intenses spéculations alimentées par des investisseurs intéressés par le défaut de paiement de l'État grec. La croyance dans le défaut de paiement fait croître la valeur des CDS que ces investisseurs se sont procurés en dépit du fait qu'ils ne possèdent pas de titres de dette grecque (certains s'en sont cependant procuré par la suite afin de participer aux négociations entourant la restructuration de la dette grecque). La hausse de la valeur des CDS envoyant le signal d'un défaut imminent, les agences de notation abaissent la cote de crédit des titres de dette grecque, ce qui ne fait qu'alimenter d'autant plus la spéculation et plomber le portrait budgétaire de la Grèce, qui s'endette davantage auprès de créanciers internationaux pour faire face à ses obligations financières. Cette situation s'accompagna d'importantes mesures de restriction budgétaire et de pressions sur les salaires.

Parmi ces nouveaux produits dérivés, on retrouve entre autres la couverture de défaillance (*credit default swap* ou CDS). Il s'agit d'une forme d'assurance qu'un créancier se procure pour se protéger contre un éventuel « événement de crédit », par exemple un défaut de paiement de la part d'un emprunteur. La valeur de ces titres dépend ainsi de l'évaluation que les acteurs font du risque de crédit lié à l'actif sous-jacent. Or, des investisseurs y ont vu une manière de gagner de l'argent en tirant profit de ces variations de valeur. Ces investisseurs peuvent ainsi avoir intérêt à ce que l'emprunteur fasse faillite afin de toucher la prime garantie par le vendeur de la protection. Il existe

aussi des contrats sur les taux de change, utilisés par les entreprises exportatrices dans le but de se prémunir contre une fluctuation de la devise dans laquelle leurs marchandises sont négociées. Le *swap* de taux d'intérêt, un contrat en vertu duquel le taux d'intérêt qui sera appliqué à un emprunt est fixé d'avance, constitue un autre type de couverture qui vise à protéger les émetteurs de dette des risques liés à la fluctuation des taux d'intérêt²³. L'apparition de ces produits a cependant engendré de l'instabilité en encourageant des investisseurs, dont certains ne détiennent parfois même pas le titre sous-jacent, à les utiliser de manière spéculative. En ce sens, ces

ENCADRÉ 4

LA SCHL, AGENT DE LA TITRISATION AU PAYS

Au Canada, la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) offre une assurance aux institutions financières qui regroupent leurs créances hypothécaires LNH (soit des prêts accordés en vertu de la *Loi nationale sur l'habitation*) pour les revendre sous forme de titres²⁴. Elle achète aussi par l'intermédiaire de la Fiducie du Canada pour l'habitation ces mêmes titres hypothécaires LNH, et vend de l'autre côté des obligations qu'elle finance à même les revenus qu'elle tire des titres hypothécaires qu'elle détient. Entre 2008 et 2010, le gouvernement fédéral a acheté par l'intermédiaire de la SCHL 69 milliards de dollars de titres hypothécaires détenus par les institutions financières canadiennes afin d'injecter des liquidités dans le système et permettre aux banques de continuer à octroyer des prêts malgré la fragilité de l'économie²⁵. La SCHL a de nouveau élargi son programme d'achat de prêts hypothécaires assurés dans la foulée de la pandémie de COVID-19, se disant prête à racheter jusqu'à 150 milliards de dollars de blocs de prêts hypothécaires²⁶ et « à élargir le volume d'émission de [ses] programmes de titrisation traditionnels, au besoin ».

innovations financières ont fait croître les risques de perturbation des marchés financiers et, par voie de contamination, de déstabilisation de l'économie productive (voir l'encadré 3 sur la Grèce).

La titrisation est une innovation financière qui répond aussi à un besoin de liquidité²⁷. Il s'agit d'« une opération

qui permet à un prêteur ou à un créancier, généralement un établissement de crédit ou une entreprise, de refinancer un ensemble de prêts, d'expositions ou de créances, tels que des prêts immobiliers résidentiels, des prêts et crédits-bails automobiles, des crédits à la consommation, des cartes de crédit ou des créances commerciales, en les convertissant en titres négociables²⁸». Autrement dit, il s'agit en gros pour un créancier de vendre des titres de dette à un tiers afin d'accroître ses liquidités.

Les titres de créance adossés à des actifs (*collateralized debt obligations* ou CDO en anglais) sont obtenus par un processus de titrisation, illustré par la figure 1. On regroupe d'abord des créances dans une structure de titrisation (*special purpose vehicle*). Ce pool de créances est ensuite divisé en différents titres composés de plusieurs tranches d'actifs de plus ou moins bonne qualité. La qualité de ces nouveaux actifs (qui dépend en partie du risque qui leur est associé) est évaluée par des agences de notation²⁹ qui leur attribuent une cote et qui influencent, ce faisant, le rendement du titre. Or, ce procédé étant opaque, il peut être difficile pour un investisseur de connaître exactement le niveau de risque lié à un CDO. Le caractère incertain de la qualité des titres en fait des investissements potentiellement spéculatifs qui peuvent, lorsqu'une crise de confiance survient, perdre rapidement en valeur et en liquidité, comme ce fut le cas lors de la crise financière de 2008 (voir l'encadré 9)³⁰.

Par ailleurs, cette opération est censée diffuser les risques rattachés à certains titres entre différents acteurs qui interagissent sur les marchés financiers. Par exemple, une banque qui transforme ses créances hypothécaires en titres appropriables et échangeables transfère le risque de défaut de paiement lié à cette dette. L'accès à de tels produits financiers a ainsi encouragé les banques à accroître le nombre de prêts qu'elles octroient et à assouplir les conditions d'emprunt. C'est ce qui s'est passé aux États-Unis dans la période qui a précédé l'éclatement de la bulle des hypothèques à risque. De même au Canada, l'augmentation du volume des prêts hypothécaires (hausse de leur

valeur et hausse du nombre d'emprunteurs) qu'on observe à partir du début des années 1990 est directement liée au « virage commercial » de la SCHL et au développement de la titrisation par cette institution centrale du marché immobilier canadien³¹ (voir l'encadré 4). Cette innovation financière a donc accru les facteurs de vulnérabilité de l'économie en contribuant à l'endettement des ménages.

On trouve ainsi au cœur de la financiarisation une contradiction entre, d'un côté, un processus d'innovation financière censé fournir une plus grande marge d'action à certains acteurs à l'échelle microéconomique, et de l'autre, l'instabilité systémique que ce processus induit et les conséquences néfastes à l'échelle macroéconomique qui en découlent³². Cette contradiction se répercute périodiquement sur l'économie réelle et ses divers rouages dont l'allocation des capitaux ou les revenus du travail, comme nous serons à même de le constater plus tard³³.



2

La financiarisation des entreprises

La montée en puissance du secteur FIRE^a, visible entre autres à travers l'augmentation du volume de l'activité financière et des actifs financiers en circulation sur les marchés, s'est aussi manifestée dans les dernières décennies par la prise en compte croissante des logiques financières par les acteurs non financiers, à commencer par les entreprises cotées en Bourse, organisations incontournables des sociétés capitalistes depuis le début du 20^e siècle. On observe en effet depuis les années 1990 un phénomène de financiarisation des entreprises qui revêt plusieurs dimensions³⁴. Ainsi, elles ont eu tendance à se soumettre aux critères financiers dans l'évaluation de leur performance (au détriment des critères non financiers), à prioriser la croissance de la valeur pour les actionnaires dans la définition des objectifs (au détriment d'autres acteurs, tels que les travailleurs et travailleuses), à se financer par l'intermédiaire des marchés financiers plutôt que d'avoir recours au crédit bancaire, et enfin à prendre position pour des politiques et règlements qui favorisent l'accroissement de la valeur actionnariale³⁵.

Évidemment, les entreprises non financières n'ont pas cessé de produire des biens ou d'offrir des services à des fins lucratives. Or, elles ont de plus en plus recours à des stratégies financières pour générer du profit, surtout lorsqu'il est question des multinationales³⁶. Cela s'est traduit

entre autres par le développement de branches dédiées aux activités financières comme l'offre de crédit en vue de l'achat de biens et services produits, le développement de produits dérivés, le transfert des bénéfices générés par l'activité productive dans des investissements au sein des marchés financiers³⁷, le rachat par une compagnie de ses propres actions en vue d'augmenter sa valeur en Bourse³⁸, ainsi que par le poids croissant des montants versés aux actionnaires et aux compagnies financières relativement aux bénéfices des compagnies non financières³⁹.

2.1. LA POURSUITE DE LA VALEUR ACTIONNAIRE

La transformation de la gestion des entreprises non financières a été influencée par l'essor d'une nouvelle vision de l'entreprise au sein de la communauté des affaires à partir des années 1980. La raison d'être de l'entreprise capitaliste était jusque-là la maximisation des profits, et cet objectif était censé être bénéfique pour l'ensemble de ce que le langage managérial appelle les « parties prenantes », soit les « salariés, cadres, fournisseurs, clients, communauté locale, groupes d'intérêt, gouvernements⁴⁰ ». Avec la participation accrue des investisseurs institutionnels au capital des entreprises, le paradigme de la valeur actionnariale (« *shareholder value* ») a envahi les discours managériaux étasuniens et britan-

a Finance, Insurance, Real Estate.

niques à partir des années 1990. L'axe principal de ce discours consiste à enjoindre les dirigeants d'entreprises à prioriser les intérêts des actionnaires de l'organisation au détriment des autres parties prenantes⁴¹. Ce discours

s'accompagne d'outils techniques permettant d'implanter cette perspective dans les pratiques de l'entreprise – notamment, en ce qui concerne la mesure de l'atteinte des objectifs, ainsi que des incitatifs faisant dépendre la

ENCADRÉ 5

LES FONDS DE PENSION, ACTEURS-CLÉS DE LA FINANCIARISATION

« Depuis une trentaine d'années, la finance cesse [...] d'agir comme un simple moyen de financement pour plutôt imposer à ces activités la logique d'accumulation qui lui est propre. [...] Les régimes de retraite subissent et alimentent simultanément ce processus. Ils l'alimentent directement lorsqu'ils reposent sur des fonds de pension fonctionnant par capitalisation, comme c'est généralement le cas des régimes de retraite nord-américains. Les fonds de pension jouent un rôle clef dans la financiarisation de l'économie en centralisant ainsi l'épargne salariale en masses de capitaux qui sont ensuite placés et valorisés sur les marchés financiers. Cette centralisation et ce placement de l'épargne ont permis aux fonds de pension de devenir des acteurs financiers extrêmement puissants qui influencent le fonctionnement » normal « de l'économie, ne serait-ce qu'à titre de premier actionnaire de nombreuses entreprises. Cherchant constamment à » battre le marché », adoptant des comportements de gestion mimétiques et se fixant des normes de rendements démesurément élevées, les gestionnaires de ces fonds exercent une contrainte considérable sur l'ensemble de l'économie dite réelle.

Les régimes de retraite subissent également ce processus. La spéculation, l'innovation et le risque

financiers qui s'insèrent au cœur du fonctionnement des régimes de retraite dans le cadre de la financiarisation se font au détriment de la protection sociale et de la sécurité des retraites des salarié-e-s. Les fluctuations boursières qui caractérisent désormais les placements traditionnels frappent les caisses de retraite de plein fouet. Plusieurs décident de se tourner vers des placements alternatifs plus risqués : placement privé, spéculation sur le marché des changes et des produits dérivés, marché monétaire, immobilier, etc. On connaît la suite : la crise qui s'amorce en 2007 provoque d'importantes pertes et des déficits actuariels que plusieurs régimes peinent toujours à renflouer malgré des injections massives de fonds et une détérioration des retraites.

Ceux et celles qui bénéficient d'un fonds de pension se retrouvent dans une situation inconfortable, voire paradoxale qui reflète bien les contradictions qui peuvent exister entre l'épargne et les placements, particulièrement lorsque les intérêts d'un régime de retraite entrent en conflit avec tout ce qui touche de près ou de loin les conditions de travail. »

Extrait tiré de Eve-Lyne COUTURIER, Maxime LEFRANÇOIS et Mathieu ST-ONGE, *Système de retraite au Québec et au Canada : constats et solutions*, IRIS, mars 2013.

rémunération de certains dirigeants et employés de la valeur actionnariale de l'entreprise⁴².

Ce nouveau contexte induit un changement profond des réalités auxquelles sont confrontées les firmes. Tout d'abord, la concurrence autour de l'accaparement des capitaux proposés par les investisseurs s'en trouve raffermie. L'accroissement des flux de revenus dirigés vers les actionnaires réduit la quantité des gains pouvant être réinvestis dans l'entreprise⁴³. Cela a pour effet de diminuer l'autonomie des directions d'entreprise – qui se trouvent alors à dépendre de sources de financement extérieures aux opérations de la firme – et à privilégier des stratégies de développement visant à maximiser la valeur des actions et attirer de potentiels capitaux. C'est le cas par exemple des dépenses en recherche et développement, qui donnent accès à des fonds, mais dont les retombées sont souvent peu tangibles du point de vue des consommateurs et consommatrices ou encore de la société dans son ensemble – l'industrie pharmaceutique canadienne faisant à cet égard figure de cas d'école⁴⁴. Cela se traduit également par une multiplication des restructurations d'entreprises qui, surtout dans les secteurs d'activité où la concurrence est forte, affectent particulièrement les salarié-e-s, ceux-ci représentant souvent la plus grande proportion des coûts contrôlables à l'interne⁴⁵. L'annonce de licenciements, de restructurations ou de désinvestissements majeurs, ainsi que l'obtention de résultats trimestriels dépassant les prévisions des analystes financiers font partie des stratégies couramment employées.

2.2. FINANCEMENT VIA LES MARCHÉS FINANCIERS

Les entreprises ont normalement recours à trois modes de financement : elles peuvent piger dans leurs fonds propres, elles peuvent émettre des actions, et elles peuvent s'endetter⁴⁶. On a observé à partir des années 1980 une tendance chez les entreprises étasuniennes à avoir davan-

tage recours aux marchés financiers pour financer leurs activités (industrielles ou non)⁴⁷, et plus récemment, c'est plus particulièrement à l'endettement qu'elles ont eu recours, c'est-à-dire à la vente sur les marchés financiers de titres de dette (appelés « obligations ») comme moyen d'accéder à des liquidités supplémentaires. L'endettement est notamment préféré à l'émission d'actions en raison de la tendance à la baisse des taux d'intérêt depuis les années 1990⁴⁸ et du fait que les revenus provenant de la vente d'actions sont plus lourdement taxés.

Depuis une dizaine d'années, soit depuis la dernière grande crise financière, on remarque par ailleurs qu'une portion de plus en plus grande de cet endettement est destinée aux rachats d'actions par les firmes⁴⁹. Cette technique d'ingénierie financière permet aux administrateurs de l'entreprise de racheter une part de ses actions en circulation, ce qui a pour effet de bonifier la valeur des actions sur le marché. Les bénéficiaires de ce type d'opération sont souvent les administrateurs eux-mêmes, dont la rémunération provient en partie de la détention d'actions de la compagnie. En clair, cette stratégie vise à faire croître la valeur actionnariale de la compagnie par des canaux strictement financiers, donc sans même avoir à réinvestir les profits dans la production.

2.3. RÉMUNÉRATION LIÉE À LA PERFORMANCE FINANCIÈRE DE L'ENTREPRISE

La volonté de faire croître la valeur financière des entreprises non financières a aussi eu un impact sur le mode de rémunération des hauts dirigeants⁵⁰. La rémunération de la haute direction est généralement composée d'éléments fixes (salaire, fonds de pension, voiture de fonction, etc.) et variables (primes en tout genre). Les investisseurs institutionnels qui détenaient des parts d'entreprises cotées en Bourse souhaitaient amener les hauts dirigeants de ces entreprises à adopter un mode

de gestion qui favoriserait la création de valeur actionnariale. C'est à cette fin qu'on a ajouté depuis une vingtaine d'années à leur rémunération des éléments variant en fonction de la performance boursière de l'entreprise (actions, options d'achat d'actions et unités d'actions fictives). Cette stratégie devait amener les dirigeants de l'entreprise à voir dans l'intérêt des actionnaires leur propre intérêt⁵¹.

Ce nouveau mode de rémunération a entre autres été mis de l'avant par des firmes-conseils spécialisées et mandatées par les conseils d'administration des entreprises pour mettre en place les plans de rémunération des hauts dirigeants⁵². La généralisation de cette méthode a entraîné une standardisation des modes de rémunération pour les hauts dirigeants, ainsi que du niveau de leur compensation, qui a connu une croissance importante.

En somme, le mode de rémunération reposant sur les résultats financiers des firmes a contribué à la pénétration d'une logique financière se substituant aux logiques industrielles antérieures, et à l'adoption de stratégies d'entreprises priorisant la valeur actionnariale. La financiarisation des entreprises s'est donc traduite par un alignement des intérêts des élites managériales et financières, au détriment d'autres parties prenantes des entreprises, dont les salarié-e-s.

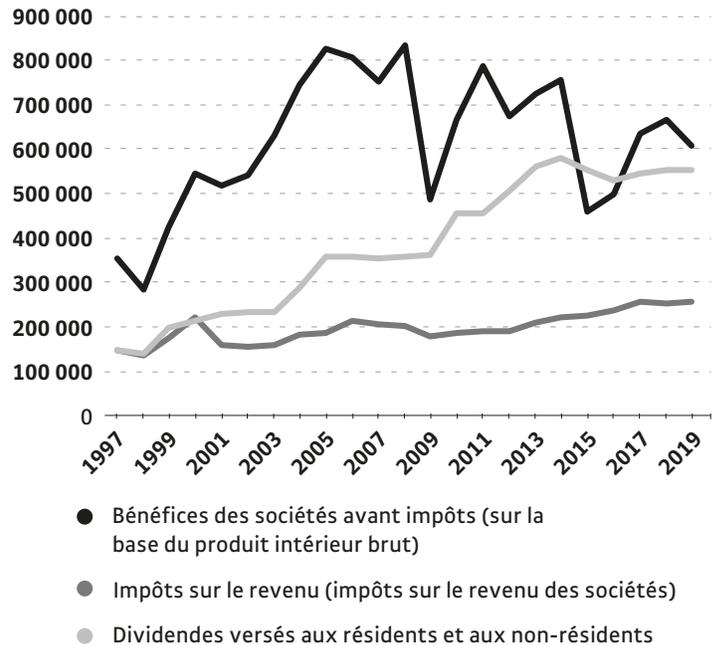
2.4. DES RÉSULTATS TANGIBLES POUR LES ACTIONNAIRES

Un des résultats évidents de cette financiarisation de la gestion des entreprises est la hausse constante, tant aux États-Unis qu'au Canada, de la proportion de leurs profits qui est versée en dividendes aux actionnaires. Le graphique 2 compare les bénéfices avant impôts des entreprises non financières canadiennes avec le montant en dividendes que ces entreprises ont versé à des résidents et non-résidents, ainsi que l'impôt qu'elles ont payé. On

constate d'une part que la hausse des dividendes versés a été constante depuis le début des années 2000. La croissance a été de 273 % entre 1997 et 2019. Or, durant cette période, les bénéfices des sociétés ont évolué en dents de scie – ils ont notamment connu une chute importante dans la foulée de la crise économique de 2008, puis au début de 2014, en partie à cause de la forte diminution des prix du pétrole – et n'ont augmenté que de 70 %. L'impôt payé par les entreprises non financières a progressé très lentement durant cette période et a connu une hausse de 74 %. Ces résultats nous portent à croire

Graphique 2

Bénéfices avant impôts, impôts sur le revenu et dividendes versés aux résidents et aux non-résidents (\$ constants de 2019), sociétés non financières, Canada, 1997-2019



SOURCE : Statistique Canada, Tableau 36-10-0117-01, Bénéfices non répartis des sociétés (x 1 000 000), calculs des auteurs.

que l'adoption de méthodes de gestion inspirées du secteur financier a bénéficié en priorité à l'actionnariat des entreprises cotées en Bourse, sans que ces dernières soient en mesure de créer davantage de richesse pour le reste des parties prenantes. La financiarisation apparaît en clair comme un processus qui a favorisé l'accaparement du surplus de richesse que produit l'économie par les acteurs financiers.

En somme, les transformations qu'ont subies les entreprises non financières dans les plus récentes décennies témoignent de l'influence qu'ont acquise les acteurs issus de l'industrie de la finance sur l'économie productive. S'il semble évident que ces mutations ont profité à l'élite économique des pays qui comme les États-Unis et le Canada ont amorcé ce virage, il est moins clair que ces tendances sont bénéfiques pour l'ensemble de la société. Nous verrons de fait dans la section qui suit que, que ce soit en termes de revenus versés aux salarié·e·s, ou même de croissance, la financiarisation a un coût social et économique important.

ENCADRÉ 6

LES IMPACTS DE LA FINANCIARISATION SUR L'INDUSTRIE FORESTIÈRE

La financiarisation a envahi les secteurs les plus variés. Dans une étude de cas portant sur l'entreprise forestière Tembec, des chercheurs ont montré que l'entrée en scène de nouveaux investisseurs au capital de la compagnie vers la fin des années 1990 puis au milieu des années 2000 a donné lieu à une pénétration plus profonde des dynamiques financières au sein de la firme⁵³. Ils ont en effet observé un recours à une nouvelle gamme d'outils par les dirigeants de l'entreprise : plus grand recours à l'endettement, rationalisations et vente d'actifs, mises à pied, etc. Ces nouvelles pratiques devaient, plutôt que d'augmenter la « profitabilité industrielle » de l'entreprise, contribuer à la liquidité des titres (c'est-à-dire la facilité avec laquelle on peut se les échanger) – et donc favoriser les détenteurs de ces mêmes titres. L'entreprise Tembec, qui œuvre dans le secteur de la transformation des produits forestiers, s'est ainsi peu à peu transformée en véhicule pour créer de la valeur en fonction de stratégies dictées par les acteurs financiers ayant des intérêts dans la firme.



ATM



Handwritten graffiti: "MIND THE GAP"



For information on the use of this machine, please refer to the instructions on the back of the card.



3

L'impact sur l'économie et les ménages

Le nouveau régime financiarisé qui se met progressivement en place depuis les années 1980 s'est accompagné d'un discours sur la capacité des mécanismes de création de valeur financière à générer de la richesse pour tous ; or, comme nous le verrons dans la présente section, dans les faits, il a été synonyme d'instabilité et de précarité pour une majorité de gens.

3.1. DES ÉCONOMIES FRAGILISÉES

Il est utile, pour mieux comprendre certaines des implications de la financiarisation de l'économie sur les sociétés, de comparer ce régime aux Trente Glorieuses, soit à la période allant de la fin de la Deuxième Guerre mondiale au milieu des années 1970. Contrairement à cette période de croissance économique fulgurante et d'avancées sociales considérables, la phase de financiarisation du capitalisme a été marquée par une croissance économique modeste, une instabilité économique importante, une montée des inégalités, une précarisation des conditions de travail, une faible augmentation des revenus du travail, ainsi qu'un effritement des politiques sociales mises en place par les États⁵⁴.

De plus en plus de voix s'évertuent ainsi à montrer les effets déstabilisateurs de la financiarisation sur les sociétés⁵⁵. Dès la fin des années 1990, le terme de « financiarisation » commence à être utilisé dans la littérature

académique afin d'exprimer de « croissantes préoccupations sociales sur la finance et de ses impacts sur les firmes productives⁵⁶ ». Certains observent que l'accumulation du capital financier ralentit celle du capital productif⁵⁷, c'est-à-dire que les grandes entreprises ont eu tendance à allouer des fonds aux investissements financiers plutôt que de les utiliser pour, par exemple, améliorer leurs procédés de production ou encore pour embaucher plus de personnel⁵⁸. Cette stratégie aurait eu pour effet, aux États-Unis du moins, de limiter la croissance provenant de ces secteurs, une perte de valeur ajoutée qui aurait été principalement assumée par les travailleurs et les travailleuses, qui ont vu leurs salaires réels stagner, ainsi que par les gouvernements, lesquels ont perçu, ce faisant, un volume moins important d'impôt sur les revenus du travail⁵⁹. Cette préférence pour les investissements financiers peut s'expliquer par l'instabilité systémique qui a suivi la déréglementation des marchés financiers et par la préférence, dans ce contexte, pour les stratégies à court terme, ce qui aurait pour effet de compromettre de nécessaires investissements à plus long terme, et donc l'activité économique.

Par ailleurs, la financiarisation n'a pas que des impacts sur la vigueur de l'économie ; elle influence aussi la stabilité économique. La dynamique spéculative qui traverse les marchés financiers et qui est au cœur de l'investissement financier est propice à la formation de bulles d'actifs, qui consistent en une hausse importante

ENCADRÉ 7

DÉLOCALISATIONS : ÉCONOMISER POUR INVESTIR SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

On assiste depuis les années 1980 à une mondialisation de plus en plus importante de la production de biens et services, qui prend la forme d'un découpage et d'une relocalisation des différents processus de production, déterminée selon, entre autres, le coût des opérations, les capacités logistiques et le climat politique propres aux différents territoires⁶⁰. Cette parcellisation mondiale de la production est adoptée par les entreprises étasuniennes dans les années 1990 comme stratégie commerciale face à la concurrence du Japon et de certains pays européens. Les compagnies sont alors aptes à maintenir ou accroître leurs marges de profit grâce à un plus grand contrôle et une

plus grande pression à la baisse sur les coûts. Or, ces économies ne sont pas automatiquement réinvesties à l'intérieur de l'entreprise, mais ont plutôt tendance à être distribuées en dividendes ou investies sur les marchés financiers. Autrement dit, elles ne permettent pas nécessairement des gains en productivité ni une meilleure rémunération des autres parties prenantes de la firme⁶¹. Cette mondialisation contribue plutôt indirectement à la croissance de leurs activités financières, lesquelles peuvent en retour avoir un impact sur les salariés ou les fournisseurs des entreprises dans les pays de la périphérie.

et temporaire de la valeur d'un actif financier. Lorsque ces bulles éclatent, elles engendrent parfois une crise temporaire de confiance dans les marchés financiers. Les banques, qui sont au cœur de cette dynamique, peuvent alors cesser de se prêter de l'argent, ce qui a pour effet de paralyser les prêts servant à financer l'activité économique. Résultat : les entreprises diminuent leurs investissements, procèdent à des mises à pied, les salariés perdent leur emploi, leur consommation diminue, la demande diminue d'autant plus, ce qui peut faire entrer l'économie en récession pour une période plus ou moins longue. L'État perd alors des revenus, car l'impôt et les taxes payés par les particuliers et les entreprises diminuent, tandis que ses dépenses (assurance-emploi, mesures de soutien économique, etc.) augmentent, ce qui a pour effet de creuser son déficit budgétaire.

La crise mondiale de 2008 représente le plus récent exemple de ce type d'événement déstabilisateur d'envieure qui prend son origine dans l'éclatement d'une bulle de nature financière, soit dans ce cas-là, la bulle des hypothèques à risque (en anglais, *subprime*) et l'effondrement des produits financiers dérivés de ces prêts hypothécaires. Or, une étude du FMI a montré que le nombre de crises émanant des marchés financiers a augmenté dans les décennies qui ont suivi la dérégulation financière. Entre 1970 et 2007, on a enregistré 124 crises bancaires, 208 crises de change et 63 crises de défaut de paiement de la dette ou de sa restructuration⁶². En clair, la financiarisation de l'économie crée un état de fragilité systémique dont les conséquences semblent inégalement distribuées entre les différents acteurs économiques et dont les principales victimes sont les salarié·e·s.

ENCADRÉ 8

LES PAYS ÉMERGENTS FONT LES FRAIS DE LA DÉRÉGULATION DE LA FINANCE

Les conséquences de la financiarisation ne sont pas les mêmes selon la position qu'occupe une économie sur l'échiquier de la finance internationale. En ce qui concerne les pays émergents et en développement, on remarque une forte croissance des flux financiers dirigés vers ces pays au cours des décennies 1990 et 2000, ce qui s'explique notamment par les hauts taux d'intérêt que les investisseurs y trouvent. La politique monétaire très permissive et les très faibles taux d'intérêt qu'ont connus les économies avancées dans les années suivant la crise de 2008 ont en outre renforcé l'attractivité des pays en périphérie⁶³.

Au Mexique, les années 1980 ont par exemple été marquées par d'intenses dérégulations de la finance, l'objectif étant de réduire l'intervention étatique dans les activités économiques et bancaires. En 1990, l'économie mexicaine s'ouvre aux flux de capitaux financiers provenant de l'étranger⁶⁴. Une concurrence s'installe afin d'attirer ces capitaux avec la hausse des taux d'intérêt comme principale variable d'attraction de ces flux. L'afflux de capitaux est encouragé par la signature prévue de l'ALENA, qui annonce une période de prospérité économique. Pendant ce temps, le secteur privé mexicain est encouragé par les banques à s'endetter. Mais

en l'espace de moins de quatre ans à peine, les investisseurs étrangers (fonds communs de placement et autres) qui s'étaient procuré des titres mexicains commencent à retirer leurs billes du jeu en réaction entre autres à l'incertitude politique et économique qui règne dans le pays. Dans un effort pour rétablir la balance des comptes, le gouvernement mexicain dévalue le peso à la fin de 1994, c'est-à-dire qu'il procède à une baisse de la valeur de la monnaie locale par rapport au dollar américain. L'objectif était de freiner la fuite des capitaux, soit la vente par les investisseurs des bons du Trésor mexicain, libellés en pesos. Mais ce geste place plutôt les banques du pays dans une situation précaire et paralyse le financement de l'économie. Ce faisant, la dévaluation précipite la crise : le PIB chute de 10 % en 6 mois et le taux de chômage est multiplié par 3.

L'exemple mexicain illustre combien la dépendance des pays du Sud global envers les flux financiers en provenance des pays riches constitue une nouvelle source de vulnérabilité, car ces investissements peuvent être très variables dans le temps. Ce phénomène apparaît comme une autre conséquence de la financiarisation de l'économie.

3.2. DÉSÉQUILIBRE DANS LA RÉPARTITION DES REVENUS

Une caractéristique bien documentée de l'époque néolibérale, qui la distingue très clairement des Trente Glorieuses, est la croissance marquée des inégalités de

revenus – phénomène qu'on observe dans plusieurs pays occidentaux, dont le Canada. Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette tendance, à commencer par la volonté des entreprises, dans les années 1970, d'accroître leur part de profits en diminuant leur masse salariale dans un contexte marqué par le ralentissement de la croissance et

la hausse de l'inflation. Les mises à pied et les délocalisations de certaines activités ont contribué à diminuer la part de la valeur versée aux travailleurs et aux travailleuses, mais aussi à réduire les rangs du mouvement syndical et à créer un déséquilibre dans le rapport de force entre employeurs et employés⁶⁵. La stagnation des salaires qui en a résulté, combinée avec la hausse de la rémunération des plus riches, a ainsi contribué à creuser l'écart dans la répartition des revenus.

Cela étant dit, des études empiriques portant sur les États-Unis et d'autres pays de l'OCDE établissent un lien entre l'ampleur des inégalités au sein d'une économie et le degré de financiarisation. Les sociologues Ken-Hou Lin et Donald Tomaskovic-Devey⁶⁶ ont par exemple montré qu'aux États-Unis, l'augmentation de la part des activités financières au sein des entreprises non financières^a avait induit un affaiblissement du rapport de force que peuvent exercer les travailleurs, ce qui a eu pour conséquence une diminution de la part de revenus dédiée aux salariés^b. Entre 1970 et 2008, la financiarisation a été responsable d'environ la « moitié du déclin de la part du revenu allant au travail et de 9,6 % de la croissance de la part de revenu allant aux dirigeants » d'entreprises. Les auteurs en concluent que la « financiarisation de l'économie américaine est, essentiellement, un système de redistribution privilégiant un ensemble limité d'acteurs⁶⁷ ».

Olivier Godechot, qui a également étudié les liens entre financiarisation et inégalités en utilisant des données de 18 pays de l'OCDE, affirme pour sa part que la financiarisation était un des facteurs menant à une

concentration des revenus chez les plus fortunés. En effet, entre 1980 et 2007, « un cinquième de l'accroissement de la part dévolue au top 1 %, un quart pour le top 0,1 % et 40 % pour le top 0,01 % résultent de la financiarisation⁶⁸ ». En clair, la pénétration des critères financiers dans la gestion des entreprises aurait incité les hauts cadres à augmenter la rentabilité financière et la liquidité du titre de leur entreprise, en déployant des stratégies organisationnelles visant à agir favorablement sur les perceptions des analystes financiers.

Au Québec et au Canada, les hauts dirigeants des entreprises non financières ont aussi bénéficié des stratégies de rémunération axées sur la maximisation de la valeur actionnariale, comme on l'a vu plus tôt, ce qui a contribué à la hausse des revenus des plus riches⁶⁹ – qui, soit dit en passant, ne tirent qu'une partie de leurs revenus d'un salaire, contrairement à la plupart des travailleuses et des travailleurs dont la majorité des revenus sont des revenus d'emploi⁷⁰. Or, comme les revenus des salarié-e-s ont pour leur part peu augmenté dans les dernières décennies, les inégalités ont eu tendance à croître ici aussi.

On a ainsi observé au Canada un accroissement de la part des revenus accaparés par les plus riches à partir des années 1980 et, conséquemment, de plus grands écarts de revenu (qui ont cependant eu tendance à ralentir depuis le début des années 2000). Comme on peut le voir au graphique 3, entre 1982 et 2017, le revenu après impôt (incluant les gains en capital) moyen du 1 % le plus riche est passé de 198 584 à 423 531 \$, ce qui représente une hausse de 113 %, tandis que pour les 99 % restants, ce revenu est passé de 28 294 à 39 616 \$, pour une hausse de seulement 40 %.

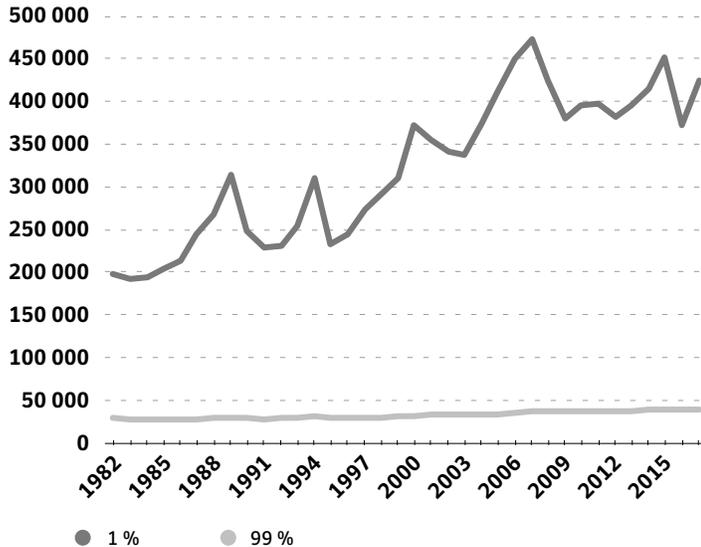
Toutefois, ces inégalités de revenus ne sont pas uniquement une conséquence de la financiarisation des entreprises ; elles agissent en même temps comme cause de la croissance de l'économie financière⁷¹. En effet, d'un côté, la répression salariale vécue par les travailleurs et les travailleuses à compter des années 1980 a, comme nous le verrons plus loin, encouragé le recours au crédit

a Ici, le degré de financiarisation est mesuré par le ratio des recettes financières (intérêts, dividendes et gains en capital) sur les recettes provenant de la vente de biens et services. Tout cela avant taxes et amortissement du capital.

b Les auteurs utilisent des données sectorielles s'étalant de 1970 à 2008 et considèrent l'ensemble des secteurs privés (à l'exception des secteurs financier et agricole).

Graphique 3

Revenus après impôt et gains en capital du 1 % et du 99 %, données ajustées, Québec, 1982-2017 (\$ constants de 2019)



SOURCE : STATISTIQUE CANADA, Tableau 11-10-0056-01, Les déclarants à revenu élevé, au Canada, seuils régionaux particuliers, calculs des auteurs.

et contribué à augmenter les revenus que les banques tirent de ce segment. De l'autre, la hausse de la rémunération des hauts dirigeants a encouragé les ménages plus fortunés à acquérir des actifs financiers afin d'accroître leur richesse. Le recul de la progressivité de l'impôt a exacerbé ces deux tendances en diminuant l'effet de la redistribution des revenus.

On observe d'ailleurs, parallèlement à cette concentration des revenus, une concentration du patrimoine. Au Canada, les données de l'Enquête sur la sécurité financière (ESF) de Statistique Canada montrent que les ménages formant le quintile supérieur de revenu après impôt (les 20 % les plus riches) détenaient un

Tableau 1

Répartition du patrimoine des ménages, selon le quintile de revenu après impôt, Canada, 2016

| | Actifs financiers (dans et hors des régimes de pension) | Actifs non financiers | Capitaux propres dans l'entreprise |
|---|---|--------------------------|---------------------------------------|
| Quintile inférieur de revenu après impôt | 26 % | 68 % | 5 %* |
| Deuxième quintile de revenu après impôt | 36 % | 59 % | 5 %* |
| Troisième quintile de revenu après impôt | 39 % | 54 % | 7 % |
| Quatrième quintile de revenu après impôt | 41 % | 53 % | 6 %* |
| Quintile supérieur de revenu après impôt | 43 % | 47 % | 10 % |

* données à utiliser avec prudence

SOURCES : STATISTIQUE CANADA, Tableau 11-10-0057-01, Enquête sur la sécurité financière (ESF), actifs et dettes selon les quintiles de revenu après impôt, Canada, provinces et certaines régions métropolitaines de recensement (RMR), calculs des auteurs.

patrimoine total^a de 4,82 billions de dollars, soit 47 % du patrimoine total du pays en 2016 (une proportion qui atteignait 51 % au Québec, pour un patrimoine total de 0,95 billion de dollars). Certaines catégories d'actifs financiers sont plus concentrées, alors que les ménages canadiens appartenant au quintile supérieur de revenu possédaient par exemple, en 2016, 51 % des avoirs détenus dans des REER et 75 % des avoirs sous forme d'actions⁷². Le patrimoine des ménages les plus riches a par

^a Le patrimoine équivaut au montant total des avoirs détenus par les ménages (actif), duquel est soustrait le montant total de leurs dettes (passif).

ailleurs tendance à être composé d'une proportion plus grande d'actifs financiers, comme on peut le voir au tableau 1. On compte parmi les actifs financiers les actifs détenus dans des régimes de pension (fonds de pension d'employeur et REER entre autres), les actions, les obligations, les fonds communs et fonds de placement, ainsi que les CELI.

Il est cependant fort probable que les inégalités de richesse soient encore plus grandes que ce que ce portrait permet d'entrevoir. En effet, alors qu'on avait auparavant estimé, sur la base des données de l'ESF, que le 1 % supérieur de la distribution des revenus détenait 13,7 % du patrimoine total au Canada en 2016, une étude récente du Directeur parlementaire du budget (DPB) montre que cette estimation serait bien en deçà de la part réelle du patrimoine détenu par les familles les plus riches. Le DPB a en effet évalué que cette proportion atteignait plutôt 25,6 %⁷³. En clair, la concentration des revenus typique du régime économique qui s'est déployé dans les dernières décennies a aussi été propice à la constitution d'importantes fortunes.

3.3. LA CONTRAINTE DE L'ENDETTEMENT

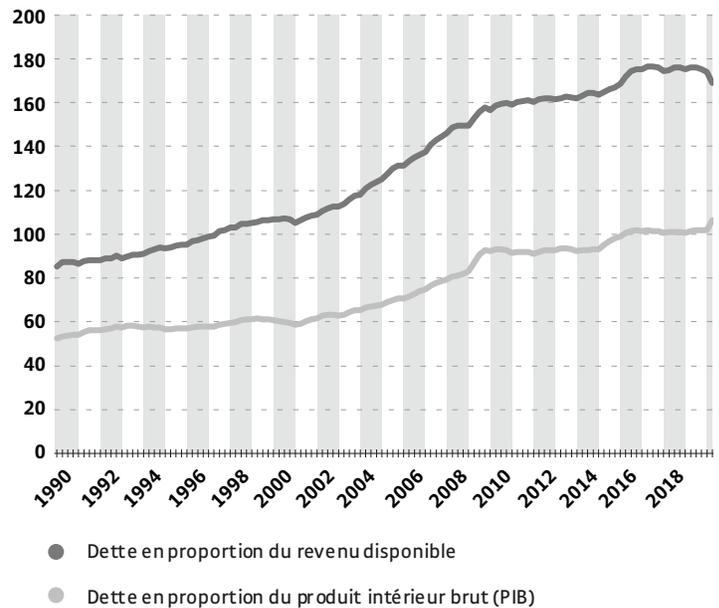
Une autre caractéristique marquante des régimes financiarisés est sans contredit la hausse fulgurante de l'endettement des ménages survenue depuis le début des années 1990. Certes, le rapport salarial comme les habitudes de consommation des individus ont toujours été traversés par des relations financières, du moins dans les sociétés capitalistes⁷⁴. De fait, le crédit a accompagné le développement de la société de consommation dans la première moitié du 20^e siècle et a facilité l'accès à la propriété pour les salariés, tandis que les régimes de retraite se répandaient pour devenir une composante clé de la condition salariale.

La financiarisation de l'économie a toutefois changé ces rapports et pratiques, entre autres en faisant du recours au

crédit une contrainte à laquelle les ménages peuvent difficilement échapper. Certes, la croissance de l'endettement répond en partie à la faible hausse des salaires qui a marqué le virage néolibéral à compter des années 1980 et qui a été compensée par un accès élargi au crédit. Or, les institutions financières ont aussi joué un rôle actif dans cette croissance du recours au crédit et surtout dans l'explosion du ratio d'endettement à compter des années 2000. En effet, c'est notamment grâce à l'innovation en matière de crédit à la consommation et de prêts hypothécaires qu'elles ont pu accroître leurs revenus provenant des particuliers. L'offre

Graphique 4

Dettes en proportion du PIB et du revenu disponible (%), Canada, T1-1990 à T2-2020



SOURCE : STATISTIQUE CANADA, Tableau 38-10-0235-01, Indicateurs financiers, secteurs des ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages, comptes du bilan national, calculs des auteurs.

accrue de cartes de crédit, l'instauration de paiements minimums très bas ou encore de taux d'intérêt à 0 % ont contribué à faire de la carte de crédit un moyen de paiement usuel. Dans le secteur hypothécaire, le développement de la titrisation, dont il a été question plus tôt, a permis aux institutions financières de prêter des sommes plus importantes

et à un plus large éventail de ménages. L'offre de marges de crédit hypothécaire a étendu la possibilité pour les ménages propriétaires de s'endetter⁷⁵. Dans le marché de l'automobile, l'étalement des prêts a incité dans les dernières années les consommateurs à se procurer des voitures plus dispendieuses⁷⁶.

ENCADRÉ 7

LA CRISE DE 2008 : UNE CRISE TYPIQUE DU CAPITALISME FINANCIARISÉ

Au début des années 2000 aux États-Unis, la Réserve fédérale abaisse les taux d'intérêt dans l'espoir de relancer l'économie étasunienne, plombée notamment par l'éclatement de la bulle internet. Cette politique contracyclique a pour effet de stimuler les prêts aux ménages, qui s'endettent alors massivement pour acheter des biens immobiliers. Les banques prêtent à des ménages de moins en moins solvables, c'est-à-dire dont la situation financière est précaire soit parce qu'ils ont un emploi faiblement rémunéré (ou sont carrément sans emploi), ont peu (voire pas du tout) de revenus, et ne détiennent aucun actif. Si les prêteurs étaient enclins à prendre autant de risques, c'est notamment parce qu'ils se débarrassaient du risque que représentaient ces dettes hypothécaires dites justement « à risque » (ou *subprime* en anglais) en les titrisant. L'appétit pour ces produits financiers était grand chez les investisseurs institutionnels, puisqu'ils étaient adossés à des actifs immobiliers dont la valeur ne cessait de croître, et que les agences de notation leur accordaient des cotes de crédit élevées.

Or autour de 2005, la Banque centrale commence à relever les taux d'intérêt, tandis que la bulle

immobilière montre des signes d'essoufflement et que la valeur des actifs amorce une descente. Les ménages les plus précaires se retrouvent alors avec des dettes qui dépassent la valeur de leur propriété et sont forcés de la vendre à la banque pour honorer leurs engagements. La banque Lehman Brothers, une des plus grandes banques étasuniennes à l'époque, qui détenait une grande quantité de ces titres dont la valeur a aussi chuté, déclare faillite en septembre 2008, précipitant la chute des Bourses étasuniennes puis du monde entier. La paralysie du système bancaire qui s'en est suivie a donné à l'économie réelle un choc fatal, faisant entrer les États-Unis dans la crise économique la plus profonde depuis la Grande Dépression des années 1930.

Recours massif à l'endettement hypothécaire par des ménages peu fortunés, investisseurs fortunés à la recherche de titres liquides, innovation financière propulsée par des agences de notation qui entretiennent la croyance largement partagée par les investisseurs que les prix continueront de croître : les ingrédients de la crise de 2008 en font ainsi une crise typique du capitalisme financiarisé⁷⁷.

Ainsi, le montant total des dettes contractées par les ménages canadiens s'élevait à 2 334,4 milliards de dollars au 1^{er} trimestre de 2020, les prêts hypothécaires représentant 1 532,3 milliards de dollars, et le crédit à la consommation et les prêts non hypothécaires 802,1 milliards de dollars⁷⁸. Le poids de l'endettement des ménages est en augmentation par rapport à la taille de l'activité économique et par rapport à leur revenu. Au 1^{er} trimestre de 2020, la dette totale des ménages représentait 101,89 % du PIB, mais en moyenne pour chaque ménage, elle représentait 174,58 % de leur revenu disponible, comme on peut le voir au graphique 4. Les données pour 2018 indiquent que la dette en proportion du revenu disponible atteignait 159 % au Québec, contre 182 % au Canada⁷⁹.

En somme, les institutions financières ont innové pour accroître les revenus qu'elles tirent des services financiers aux particuliers, faisant ainsi croître considérablement le ratio d'endettement des ménages. Ce recours accru au crédit constitue bien entendu un facteur de risque important pour les ménages, qui sont davantage à risque de faire défaut, et, par extension, une source potentielle d'instabilité pour l'ensemble de l'économie, dont la vigueur dépend fortement de la consommation des ménages, comme le rappelle périodiquement la Banque du Canada.

Pourtant, on a vu durant la même période se répandre un discours sur l'investissement qui enjoint les salariés à se concevoir plutôt comme des investisseurs et à assumer les risques que cela implique. L'explosion des prix de l'immobilier – et de l'endettement sous-jacent – se double ainsi d'un discours sur la propriété immobilière comme investissement pouvant générer un rendement (plutôt que comme un bien durable associé à une forme de sécurité à long terme). La même tendance s'observe aussi au chapitre de la retraite. La fragilisation du système de retraite canadien⁸⁰, qui s'explique en partie par la volonté des entreprises de réduire la part des revenus versée aux salariés, s'est accompagnée d'une promotion des véhicules d'épargne liés aux marchés financiers, qu'ils

soient collectifs (fonds de pension par capitalisation, régime volontaire d'épargne retraite) ou individuels (REER, CELI, etc.). En clair, la financiarisation n'est pas uniquement un phénomène économique ; elle affecte les représentations, l'identité et les valeurs des acteurs qui en font l'expérience. Autrement dit, elle génère une culture qui lui est propre et qui a le potentiel de s'infiltrer dans tous les domaines de l'existence.

4

Financiarisation de la nature

Que ce soit sous les termes de finance « carbone », « verte », « climatique » ou « durable », l'actualité internationale et nationale témoigne de plus en plus des liens croissants entre le secteur financier et les enjeux environnementaux⁸¹. Cela dit, la logique financière n'a pas attendu la crise climatique avant de s'appliquer au domaine des ressources naturelles. Nous n'avons qu'à penser par exemple aux secteurs des énergies fossiles ou de l'agroalimentaire, où le recours aux produits dérivés est notamment partie intégrante de la stratégie que déploient les entreprises pour gérer les risques inhérents à leur secteur d'activités.

Plus près de nous, la Fondation David Suzuki a mobilisé la notion de financiarisation pour désigner le phénomène de l'accaparement des terres agricoles au Québec, qui « vise à transformer la finalité de la propriété des terres agricoles, les terres passant de leurs exploitants à des fins de production alimentaire à des investisseurs dont l'objectif est la spéculation et la maximisation des rendements sur l'investissement⁸² ». Plusieurs intervenants ont souligné la menace que cette tendance représentait pour la sécurité alimentaire des populations dans la mesure où la variation de la valeur des terres agricoles peut affecter négativement la capacité des agriculteurs et agricultrices d'exploiter la terre à des fins de production agricole.

La financiarisation de la nature, malgré les liens évidents qu'elle entretient avec les phénomènes qui viennent d'être nommés, désigne, en ce qui nous concerne, l'émergence d'une tendance générale qui voit les capitaux

financiers pénétrer progressivement les domaines de la conservation de l'environnement, de l'adaptation aux changements climatiques et de l'assurance face aux risques de catastrophes naturelles. Elle consiste également en un processus abordant l'ensemble des services écosystémiques sous la forme de potentiels actifs échangeables au sein de marchés spécialisés⁸³.

4.1. LA NATURE VUE À TRAVERS LE SPECTRE DE L'ÉCONOMIE

Au début des années 1990, un nouveau paradigme s'est graduellement imposé dans le domaine de la préservation de la nature, celui des services écosystémiques. Cette théorie considère les différents écosystèmes de la planète, et le « capital naturel » qui les constitue, en tant que pourvoyeurs de biens et services pour les populations humaines. La notion de « services écosystémiques » – qui avait initialement une visée pédagogique, en soulignant la dépendance des sociétés humaines à leur environnement naturel⁸⁴ – a toutefois rapidement offert le cadre théorique nécessaire à une approche où prédomine la dimension économique dans notre rapport à la nature. Selon cette approche, ces biens et services peuvent notamment être quantifiés et monétisés afin de permettre une prise de décision basée sur une optimisation en fonction des coûts et bénéfices considérés⁸⁵. En résumé, il est dorénavant

ENCADRÉ 10

LES SERVICES ÉCOSYSTÉMIQUES, UN CONCEPT LARGEMENT DÉBATTU

En 1997, Robert Costanza et plusieurs coauteurs publient dans la revue *Nature* un article qui fera date. Dans «The value of the world's ecosystem services and natural capital», ils proposent une estimation monétaire des services écosystémiques à l'échelle de la planète. À l'époque, cette valeur est estimée entre 16 et 54 billions (10^{12}) de dollars américains par année, ce qui représentait alors 1 à 3 fois le PIB mondial. Étant donné les incertitudes entourant ce calcul, les auteurs demeurent prudents et présentent leur estimation comme un minimum. L'objectif de cette étude, clairement affirmé par les auteurs, est d'offrir une estimation de l'importance des services écosystémiques afin qu'ils soient considérés dans les futures prises de décision, ainsi que dans l'amélioration des systèmes de comptabilité nationale. Leur analyse vise à éclairer le fait que la dégradation des écosystèmes représente également une destruction de valeur économique – valeur que l'action humaine ne peut bien souvent pas remplacer⁸⁶. Costanza défend également le fait que l'évaluation économique n'équivaut pas à une marchandisation ou privatisation, puisqu'une très grande partie de ces services écosystémiques ne sont pas échangés au sein de marchés⁸⁷.

L'article de Costanza *et coll.* fera rapidement naître d'importantes controverses autour des résultats et méthodes d'estimation utilisées, mais également sur le caractère réducteur de l'approche qui consiste à calculer la valeur économique d'un bien ou d'un service lorsqu'elle s'applique aux écosystèmes⁸⁸. D'autres auteurs ont également soutenu que la valorisation économique allait malgré tout ouvrir la voie à une marchandisation de la nature, avec d'éventuels effets négatifs sur les objectifs environnementaux et ceux liés à une plus juste distribution des bénéfices offerts par les services écosystémiques.

De nos jours, cet article de 1997 demeure l'un des plus souvent cités en ce qui concerne les services écosystémiques. Il participa grandement à faire des services écosystémiques une notion aujourd'hui largement discutée au sein du champ académique. Par les relations qu'il établit entre les discours économique et écologique, ce texte eut également une grande incidence sur le développement des politiques environnementales. Il conduisit à une importante croissance de la recherche dans le domaine, notamment en ce qui concerne l'évaluation monétaire des services écosystémiques.

possible d'apposer une valeur sur les écosystèmes dans l'optique de justifier leur conservation.

Ce paradigme mobilise une quantité importante de ressources et d'acteurs dans le champ environnemental, et ce, à une échelle internationale. En 2003, l'Évaluation des écosystèmes pour le millénaire (*Millennium*

Ecosystem Assessment) – une initiative commandée par l'Organisation des Nations unies (ONU) – publie un rapport formalisant l'approche des services écosystémiques et offrant un cadre pour leur évaluation⁸⁹. Au Québec, des «pôles d'innovation» tels qu'Ouranos⁹⁰ et des organisations environnementales comme la

Fondation David Suzuki et Nature-Action Québec⁹¹ mobilisent la perspective des services écosystémiques avec l'objectif commun d'assurer une considération des bénéfices environnementaux dans nos choix de société. Cette approche est également intégrée dans la réflexion d'institutions gouvernementales telles que l'Institut national de santé publique du Québec (INSPQ), qui se questionne sur la valeur économique des bénéfices sur la santé que peut offrir la nature en milieu urbain⁹².

Le paradigme des services écosystémiques est également à l'origine de la montée en puissance d'une série d'outils et de modèles de gouvernance axés sur une vision economiciste de la nature. Par exemple, les paiements pour services écosystémiques consistent en des transactions mettant en relation de manière volontaire les bénéficiaires et les fournisseurs de services écosystémiques⁹³. Ces paiements ont pour but de favoriser la mise en place de pratiques favorables à la création ou à la sauvegarde de services écosystémiques. Les paiements pour de tels services sont notamment mis en place dans le secteur agricole, afin d'inciter les producteurs à adopter des pratiques permettant, entre autres, d'améliorer la qualité de l'eau au sein d'un bassin versant ou de préserver des milieux nécessaires à la survie de certaines espèces. Les programmes Prime-Vert⁹⁴ – au Québec – et ALUS⁹⁵ – au Canada – en sont des exemples.

La financiarisation représente une nouvelle étape, en pleine émergence, dans ce processus de pénétration d'impératifs économiques dans le champ environnemental. Cette financiarisation se base sur une série d'instruments et d'acteurs, comme les marchés de carbone, les banques de services écosystémiques, divers produits dérivés adossés à des actifs environnementaux et l'émergence de nouveaux fonds d'investissement spécialisés dans la finance verte⁹⁶. Les promoteurs de cette financiarisation la justifient par la nécessité de trouver de nouvelles sources de revenus pour divers projets environnementaux, visant entre autres des populations particulièrement touchées par la crise climatique, notamment dans les pays du Sud,

mais qui ne possèdent pas les ressources financières et matérielles pour en gérer les conséquences⁹⁷.

4.2. ÉMERGENCE DE LA « FINANCE VERTE »

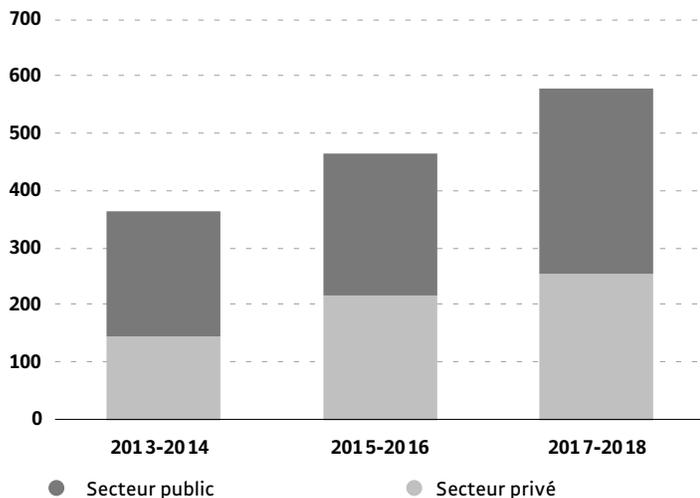
Tandis que le secteur de la conservation de la nature est encore largement occupé par des acteurs publics et parapublics, la financiarisation de la nature renvoie à l'implication grandissante dans ce secteur de capitaux financiers privés destinés à générer des profits⁹⁸. Selon l'historien Dominique Pestre, la privatisation de la politique environnementale s'est effectuée de manière graduelle au cours de trois périodes déterminantes : 1) la fin des années 1960 et l'émergence des politiques environnementales ; 2) les années 1980 et l'introduction au sein de ces politiques d'instruments basés sur les mécanismes de marché et 3) le tournant des années 1990 avec l'apparition du développement durable et des firmes multinationales au sein de la gouvernance environnementale⁹⁹. La financiarisation de la nature observable à partir du milieu des années 2010 représenterait quant à elle un nouveau moment des politiques environnementales¹⁰⁰.

On constate ainsi qu'entre 2013-2014 et 2017-2018, la moyenne annuelle des flux monétaires internationaux mobilisés par la « finance climat » est passée de 365 à 579 milliards de dollars américains comme on peut le voir au graphique 5. De ces 579 milliards, approximativement 478 milliards ont été destinés aux secteurs des énergies renouvelables et de la mobilité durable. La finance privée représentait 56 % du montant global, alors que les sources publiques et parapubliques assumaient la part restante. Les entreprises non financières constituent la grande majorité de l'investissement privé, mais la part des institutions financières dans ce secteur connaît une progression marquée avec une hausse de 51 % entre 2015-2016 et 2017-2018¹⁰¹.

Pour la période 2017-2018, 55 % de ces flux financiers ont pris la forme de prêts, suivis des actions qui en constituent près de 30 %. À l'opposé, les subventions ne constituent que 5 % du montant et sont en très grande partie assumées par des fonds publics. Sur les 579 milliards de dollars américains assignés, 61 % étaient destinés à des pays non membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), même si 76 % des fonds furent dépensés au sein même du pays dont ils sont originaires. Ce portrait s'explique en partie par le fait que l'Asie de l'Est et l'Asie-Pacifique sont les plus grands producteurs et bénéficiaires de fonds composant la finance climatique¹⁰².

Graphique 5

Répartition des flux mondiaux de la finance climat par acteurs publics et privés, 2013-2018 (moyenne sur deux ans, G USA\$)



SOURCE : Barbara BUCHNER et al., *Global Landscape of Climate Finance*, Londres, Climate Policy Initiative, novembre 2019, climatepolicyinitiative.org/publication/global-climate-finance-2019/.

Le Québec et le Canada n'échappent pas à cette tendance de croissance de la finance verte. Le Québec, qui a lancé un programme d'obligations vertes en février 2017, est l'une des deux seules provinces émettrices d'obligations vertes au Canada et figure comme quatrième plus grand émetteur d'obligations vertes au Canada, parmi lesquels on compte des entreprises, des institutions financières ainsi que des villes¹⁰³. Ces obligations sont des titres émis par le gouvernement du Québec afin d'emprunter des fonds qui seront affectés au financement de projets présentant des bénéfices pour l'environnement. Contrairement à la situation décrite pour la finance privée, ces obligations ont l'avantage de susciter un grand degré de confiance des investisseurs, car leur rendement est garanti par le gouvernement québécois. Ce dernier assume l'ensemble des risques que présentent les projets qui seront financés par ces fonds.

Officiellement, les types de projets financés sont variés, incluant notamment la gestion des matières résiduelles, l'aménagement du territoire et l'adaptation aux changements climatiques. Toutefois, l'ensemble des obligations vertes émises au Québec jusqu'à présent visent principalement le financement de projets de transport public. Les obligations vertes sont destinées à des investisseurs institutionnels tels que des gestionnaires de fonds ou des compagnies d'assurances. Cinq émissions ont eu lieu depuis février 2017 et représentent chacune entre 500 et 800 millions de dollars canadiens. Les derniers titres émis, en février 2020, se sont répartis entre 80 % d'investisseurs canadiens et 20 % d'investisseurs étrangers¹⁰⁴.

Pour le Canada dans son ensemble, on constate que les émissions d'obligations vertes y ont aussi connu une croissance importante à partir de 2017 en dépassant les 5 milliards de dollars canadiens, alors qu'elles n'avaient jamais dépassé la barre de 2 milliards de dollars d'émissions annuelles. En 2018, avec 15,2 milliards de dollars canadiens d'émissions d'obligations vertes en valeur cumulée, le Canada se situe au 9^e rang mondial. On constate que 62 % de cette valeur cumulée a privilégié les

ENCADRÉ 11

LES BANQUES DE COMPENSATION

Parallèlement à la finance climatique, qui touche principalement la réduction des émissions de gaz à effet de serre ou l'adaptation aux changements climatiques, on observe également le recours croissant aux banques de compensation. Ces dernières répondent à des besoins issus de l'imposition d'un principe de « compensation écologique » par de plus en plus d'autorités publiques. Cette compensation concerne notamment les projets d'infrastructures entraînant une dégradation ou une perte d'écosystèmes environnants. Lorsque les responsables du projet ne peuvent éviter *in situ* l'altération d'un écosystème donné, ils se voient alors dans l'obligation de « compenser » cette perte, notamment par la préservation d'un écosystème similaire, mais situé ailleurs. L'objectif est alors d'empêcher toute perte nette de biodiversité.

Dans ce contexte, les banques de compensation jouent le rôle d'intermédiaires se chargeant d'acheter des terres à des fins de restauration ou de préservation d'écosystèmes. La restauration ou la préservation

d'espaces naturels spécifiques par la banque de compensation va se traduire en offre de crédits compensatoires destinée aux développeurs. Ces derniers pourront alors acheter ces crédits compensatoires afin de respecter le principe de compensation écologique auquel leurs projets sont assujettis. Aux États-Unis, les « Mitigation Banks » font leur apparition dans les années 1970 et visent à compenser la destruction de zones humides. À partir des années 1990, c'est au tour des « Conservation Banks » d'offrir des compensations lorsque la destruction d'habitats d'espèces protégées est en jeu. Ces systèmes de marché basés sur des crédits compensatoires se sont progressivement implantés sous différentes juridictions à partir du tournant des années 2000, notamment en Allemagne, en Australie et en France. Par contre, le manque de standardisation dans l'évaluation des mesures de compensation empêche encore aujourd'hui des échanges de crédits compensatoires à plus grande échelle¹⁰⁵.

secteurs des énergies propres (32 %) et des transports durables (30 %), correspondant ainsi à la dynamique observée à l'échelle mondiale¹⁰⁶.

Pour la même année, les gouvernements locaux, notamment provinciaux (en Ontario et au Québec), représentaient 42 % des émissions obligatoires totales. Par contre, l'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada (OIRPC) demeure à l'origine de la plus grande émission de l'année, avec une valeur de 1,5 milliard de dollars. Cela en fait la première caisse de retraite à émettre des obligations vertes dans le monde¹⁰⁷.

4.3. UNE APPROCHE À L'EFFICACITÉ INCERTAINE

On constate que dans les dernières décennies plusieurs acteurs ont développé une série de savoirs, d'institutions et d'instruments permettant une pénétration plus importante du secteur financier dans les domaines de la préservation de la nature, de la lutte et de l'adaptation aux changements climatiques, ainsi que de la gestion des risques environnementaux¹⁰⁸. Cela a permis notamment une coopération de plus en plus importante entre

les pouvoirs publics, le secteur privé et des membres de la société civile autour des enjeux environnementaux¹⁰⁹. En 2009, la conférence internationale de Copenhague (COP 15) a notamment porté sur la nécessité de créer un Fonds Vert Climat destiné à coordonner le transfert de 100 milliards de dollars par année – issus de sources publiques ou privées – du Nord vers le Sud afin de lutter contre les changements climatiques¹¹⁰. Ce projet se concrétise en 2010, durant la Conférence des parties à la Convention sur les changements climatiques de Cancún, par la création du « Fonds vert pour le Climat ».

Un des aspects – et également une des forces – de la financiarisation de la nature réside dans ce langage et ces outils communs qui permettent de coordonner l'action de parties prenantes issues de milieux très divers¹¹¹. Pourtant, cette tendance est également marquée par l'introduction d'impératifs liés à la valorisation d'actifs dans le champ environnemental, aboutissant à une transformation des politiques publiques et du rapport à la question écologique¹¹², de plus en plus centrés sur une marchandisation de la nature dont l'efficacité est incertaine.

Par exemple, malgré cette pénétration du vocabulaire économique et financier dans le domaine environnemental, la finance verte ne semble pas être en mesure pour le moment de générer des investissements conséquents dans des mesures de conservation de l'environnement. Cela s'explique par le manque de rendements financiers et de stabilité qu'offre actuellement le secteur de la conservation et nous permet en partie de comprendre pourquoi, lorsque les fonds mobilisés sont effectivement voués à des projets portant sur la lutte aux changements climatiques, ceux-ci se dirigent en grande majorité vers les secteurs du transport et de la production énergétique. Ces secteurs sont rentables et représentent un risque limité pour les bailleurs de fonds.

On est alors en droit d'interroger les implications de ce « verdissement » des actifs financiers, notamment en ce qui concerne les obligations, alors que l'on constate la

difficulté de ces nouveaux outils à allouer des ressources à des initiatives qui n'auraient pas été financées autrement¹¹³. En effet, cette question se pose alors que nous observons un sous-investissement important dans le domaine de la transition écologique, qui s'expliquerait également par les rendements insuffisants escomptés et les risques trop importants associés à ce type d'actif. Cette incapacité de la finance verte à financer les initiatives les plus pressantes fait planer le doute sur la pertinence des tendances à la privatisation des politiques environnementales présentées ici¹¹⁴. Pour l'instant, la finance climatique, qui demeure hautement tributaire d'une coordination et de ressources mobilisées par les pouvoirs étatiques, n'a pas encore fait ses preuves en matière de protection environnementale.

De plus, cette pénétration du secteur financier dans la politique environnementale n'exerce que très peu de contraintes sur les acteurs économiques. Alors qu'au niveau mondial, le pouvoir des États de protéger l'environnement est considéré comme de plus en plus limité¹¹⁵, les outils de la finance verte offrent bien peu au-delà des déclarations et des engagements volontaires portés par des acteurs financiers toujours minoritaires. Cette dimension volontariste de la finance climatique pose un obstacle important à un désinvestissement rapide de secteurs jugés non compatibles avec une transition écologique tels que l'industrie des énergies fossiles.

Finalement, des politiques environnementales centrées exclusivement sur la valorisation et la marchandisation des biens et services écosystémiques ouvrent la voie à une appropriation de tout ce qui aura valeur d'actifs dans le champ environnemental. La forme que prendra cette appropriation sera tributaire des inégalités socioéconomiques qui conditionnent déjà nos sociétés. Dans ce contexte, cette privatisation de la nature pose également l'enjeu de la distribution des retombées économiques que produit cette course aux actifs environnementaux. On peut penser aux inégalités structurelles qui conditionnent les mécanismes de

compensation, notamment en ce qui a trait aux réductions de gaz à effet de serre, alors que le faible niveau de vie dans plusieurs territoires considérés comme vulnérables aux changements climatiques fait en sorte que des classes défavorisées vendent aujourd'hui à rabais leurs ressources naturelles¹¹⁶.

Plus fondamentalement, l'adoption d'une approche économiciste des enjeux environnementaux fait en sorte de prioriser les biens et services directement identifiables et valorisables. Cette approche de la préservation de la nature évacue en partie la complexité propre aux écosystèmes, au risque de négliger des facteurs importants de résilience des milieux naturels. La monétisation de la nature ouvre par ailleurs la voie à une homogénéisation des politiques environnementales à travers la planète, au détriment de certains rapports à la nature possédant un caractère moins marchand ou utilitaire¹¹⁷. En ce sens, en réduisant la protection de l'environnement à un enjeu strictement monétaire, la financiarisation de la nature pose d'importants obstacles au développement de procédures réellement démocratiques dans le développement d'une transition écologique juste.



Conclusion

La pénétration des logiques financières dans différentes sphères de l'économie et de la société s'est révélée jusqu'ici être un facteur de concentration de la richesse et d'instabilité économique. Cette financiarisation a en effet largement profité aux détenteurs des titres que génère cette course vers la liquidité. La croissance des inégalités dans les économies les plus financiarisées n'est donc pas étrangère à ce phénomène. Pire, les inégalités de revenus alimentent la demande pour des produits financiers qui enrichissent les grandes banques, et accentuent selon un cercle vicieux la part de l'économie financière dans l'ensemble de l'économie.

Ces tendances, qui rendent l'économie plus vulnérable aux crises, plaident non seulement pour un meilleur partage des revenus et de la richesse à travers une fiscalité plus progressive, mais aussi pour une plus grande régulation de la finance par les pouvoirs publics. L'économiste François Morin a proposé à ce sujet de revenir à des taux de change fixes et d'adopter une monnaie commune pour les échanges internationaux afin d'éviter la spéculation sur les devises, mais aussi d'éliminer progressivement certains produits dérivés et de taxer lourdement certaines transactions financières¹⁸.

La finance étant un acteur incontournable de notre système économique, il apparaît néanmoins essentiel, pour contrer la domination actuelle des banques systémiques, de développer de nouvelles institutions financières gérées de manière démocratique¹⁹. Le développement de coopératives financières permettrait de rebâtir un secteur financier au service des besoins économiques des communautés. La création récente en Belgique de NewB, une coopérative bancaire qui veut offrir des services bancaires abordables et du financement pour des entreprises respectueuses des droits de la personne et de l'environnement, constitue sans aucun doute un exemple intéressant à suivre²⁰. Aux États-Unis, les représentantes démocrates Alexandria Ocasio-Cortez et Rachida Tlaib ont déposé à la fin d'octobre 2020 un projet de loi visant à encourager la création de banques publiques par les États ou les municipalités, une initiative qui vise entre autres à faciliter l'accès aux services financiers pour les petites entreprises et les personnes marginalisées²¹.

Par ailleurs, on peut se questionner sur la pertinence pour les États de recourir à des outils financiers pour protéger l'environnement au détriment des outils traditionnels. C'est à se demander si ces innovations financières ne font pas office de diversion en l'absence de plans structurants de lutte contre la crise climatique et de volonté réelle de réduire l'empreinte écologique de nos économies.

Enfin, il importe de remettre en question le modèle actuel de gestion qui domine au sein des entreprises non financières, lesquelles sont gérées en fonction de principes efficaces pour générer du rendement pour les actionnaires, mais moins pour répondre aux besoins des populations en termes de biens et de services. On a vu en effet que la domination des acteurs financiers au sein des grandes entreprises n'a pas contribué à les rendre plus utiles socialement. Certains acteurs du milieu des affaires plaident ainsi pour l'instauration d'incitatifs financiers et réglementaires favorisant le réinvestissement des profits au sein de chaque firme. Or, une remise en cause plus fondamentale du mode de propriété des entreprises, ainsi que de leur mission, est nécessaire pour créer une économie plus démocratique et plus écologique²². C'est le principe même de l'entreprise à but lucratif qu'il faut questionner pour contrecarrer la dynamique prédatrice à la base du capitalisme et éviter ses effets dévastateurs.

En somme, la clé pour rendre la finance utile d'un point de vue social et environnemental réside, comme pour les autres secteurs de l'économie d'ailleurs, dans l'encadrement réglementaire et la planification démocratique.

Notes

- 1 Gérard BÉRUBÉ, « Malgré l'épidémie, la Bourse repart, se cherchant des appuis », *Le Devoir*, 3 mars 2020.
- 2 BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX, Bâle III : dispositif réglementaire international pour les banques, www.bis.org/bcbs/basel3_fr.htm, consultée le 5 novembre 2020.
- 3 Guillaume HÉBERT et Simon TREMBLAY-PEPIN, *L'économie pour tout le monde. Brève introduction à une critique de l'économie*, IRIS, 2014.
- 4 Gerald EPSTEIN, « Introduction : Financialization and the World Economy », *Financialization and the World Economy*, Cheltenham et Northampton, Edward Elgar, 2005, p. 3-16 (traduction libre).
- 5 OFFICE QUÉBÉCOIS DE LA LANGUE FRANÇAISE, « établissement financier », fiche terminologique, gdt.oqlf.gouv.qc.ca/ficheOqlf.aspx?Id_Fiche=8871652, consultée le 28 octobre 2020.
- 6 Jim STANFORD, *Economics for everyone*, 2^e édition London, Pluto Press et Ottawa, Canadian Center for Policy Alternatives, 2015.
- 7 François MORIN, *Le nouveau mur de l'argent. Essai sur la finance globalisée*, Paris, Seuil, 2012.
- 8 STATISTIQUE CANADA, Tableau 36-10-0103-01, *Produit intérieur brut, en termes de revenus, trimestriel (x 1 000 000)* et Tableau 36-10-0580-01, *Comptes du bilan national (x 1 000 000)*.
- 9 Audrey LAURIN-LAMOTHE, *Financiarisation et élite économique au Québec*, Québec, Presses de l'Université Laval, 2019.
- 10 Petra DUENHAUPT, « Financialization and the rentier income share – evidence from the USA and Germany », *International Review of Applied Economics*, vol. 26, n° 4, 2012, p. 465-487.
- 11 Till VAN TREECK, « The political economy debate on 'financialization' – a macroeconomic perspective », *Review of International Political Economy*, vol. 16, n° 5, 2009, p. 907-944.
- 12 *Ibid.*
- 13 Ignacio ALVAREZ, « Financialization, non-financial corporations and income inequality : the case of France », *Socio-Economic Review*, 2015, p. 1-27.
- 14 FINANCIAL STABILITY BOARD, 2019 list of global systemically important banks (G-SIBs), 22 novembre 2019, www.fsb.org/wp-content/uploads/P221119-1.pdf.
- 15 André ORLÉAN, *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999, p. 130.
- 16 CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC, « La Caisse en un coup d'œil », www.cdpq.com/fr/a-propos/coup-oeil, consultée le 30 juin 2020.
- 17 Sébastien COLLARD, *Analyse du rendement du carbone 50 de la CDPQ entre 2011-2018*, Coalition Sortons la Caisse du carbone et Fondation David Suzuki, février 2019, fr.davidsuzuki.org/wp-content/uploads/sites/3/2019/02/Analyse-rendement-carbone-50-CDPQ.pdf.
- 18 François L'ITALIEN, Maxime LEFRANÇOIS et Éric PINEAULT, *Cesser de dormir au gaz. Le soutien de la Caisse de dépôt et placement à la filière du gaz de schiste au Québec*, IREC, avril 2012, irec.quebec/ressources/publications/noterecherchedpavril20121.pdf.
- 19 Frédéric HANIN, « Financiarisation du capitalisme et mutation des institutions financières : le destin de la Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ) », in Olivier CLAIN et François L'ITALIEN (dir.), *Le capitalisme financiarisé et la crise économique au Québec et au Canada*, Montréal, Éditions Nota Bene, 2011, p. 221-231.
- 20 Craig ALEXANDER, *Une introduction aux produits financiers dérivés*, Ottawa, Statistique Canada, document de recherche, n° 13-604-MIB au catalogue, 2003, www150.statcan.gc.ca/n1/fr/pub/13-604-m/13-604-m1995034-fra.pdf.
- 21 « Le cheddar américain fait son entrée à la Bourse », *La Presse*, 5 mai 2010, www.lapresse.ca/affaires/economie/etats-unis/201005/05/01-4277429-le-cheddar-americain-fait-son-entree-a-la-bourse.php.
- 22 Eric TOUSSAINT, « Grèce : Les banques sont à l'origine de la crise », Comité pour l'abolition des dettes illégitimes, 23 décembre 2016, www.cadtm.org/Grece-Les-banques-sont-a-l-origine.
- 23 François MORIN, « Économie politique de la financiarisation du capitalisme », in Olivier CLAIN et François L'ITALIEN (dir.), *Le capitalisme financiarisé et la crise économique au Québec et au Canada*, Montréal, Éditions Nota Bene, 2011, p. 44.
- 24 Philippe HURTEAU et Louis GAUDREAU, *Logement 2012 : le jeu risqué de la SCHL*, IRIS, juin 2012.

- 25 Louis GAUDREAU, « Comment le Canada a sauvé ses banques... et à quel prix », *Blogue de l'IRIS*, 9 juillet 2012, iris-recherche.qc.ca/blogue/comment-le-canada-a-sauve-ses-banques-et-a-quel-prix.
- 26 SCHL, La SCHL élargit son Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés, communiqué de presse, Ottawa, 26 mars 2020, www.cmhc-schl.gc.ca/fr/media-newsroom/news-releases/2020/cmhc-expands-insured-mortgage-purchase-program.
- 27 Randy MARTIN, Michael RAFFERTY et Dick BRYAN, « Financialization, Risk and Labour », *Competition & Change*, vol. 12, n° 2, 2008, p. 120-132.
- 28 AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Ligne directrice sur la gestion des risques liés à la titrisation*, avril 2009 (mise à jour : mars 2019), p. 6, [lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/consultations/assurance-planification-financiere/2018-12/20181129_ligne-directrice-titrisation_fr.pdf](http://autorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/consultations/assurance-planification-financiere/2018-12/20181129_ligne-directrice-titrisation_fr.pdf).
- 29 Julia POSCA, *Agences de notation : au cœur des dérives de la finance*, IRIS, novembre 2012.
- 30 Ismael ERTURK et al., « General Introduction : Financialization, coupon pool and conjuncture », *Financialization At Work : Key Texts and Commentary*, 1^{ère} éd., Londres, Routledge, 2008, p. 1-43.
- 31 Philippe HURTEAU et Louis GAUDREAU, *op. cit.*
- 32 Alessandro VERCELLI, « Financialization in a Long-Run Perspective : An Evolutionary Approach », *International Journal of Political Economy*, vol. 42, n° 4, 2013, p. 19-46 ; Thomas PALLEY, *Financialization : The Economics of Finance Capital Domination*, New York, Palgrave Macmillan, 2013, 234 p.
- 33 Randy MARTIN, Michael RAFFERTY et Dick BRYAN, *op. cit.* ; Costas LAPAVITSAS, « The financialization of capitalism : 'Profiting without producing' », *City : analysis of urban trends, culture, theory, policy, action*, vol. 17, n° 6, 2013, p. 792-805.
- 34 Julie FROUD, « Shareholder value and Financialization : consultancy promises, management moves », *Economy and Society*, vol. 29, n° 1, 2001, p. 96-118.
- 35 Tony CUTLER et Barbara WAINE, « Social insecurity and the retreat from social democracy : occupational welfare in the long boom and financialization », *Review of International Political Economy*, vol. 8, n° 1, 2000, p. 80-110.
- 36 Angelo SALENTO, Giovanni MASINO et Domenico BERDICCHIA, « Financialization and Organizational Changes in Multinational Enterprises », *Revue d'économie industrielle*, n° 144, 2013, p. 145-176.
- 37 Costas LAPAVITSAS, *op. cit.* ; Angelo SALENTO, Giovanni MASINO et Domenico BERDICCHIA, « Financialization and Organizational Changes in Multinational Enterprises », *Revue d'économie industrielle*, n° 144, 2013, p. 145-176.
- 38 Petra DUENHAUPT, *op. cit.*
- 39 Céline BAUD et Cédric DURAND, « Financialization, globalization and the making of profits by leading retailers », *Socio-Economic Review*, vol. 10, n° 2, 2012, p. 241-266.
- 40 LAURIN-LAMOTHE, *op. cit.*, p. 54.
- 41 Thomas PALLEY, *Financialization : The Economics of Finance Capital Domination*, New York, Palgrave Macmillan, 2013, 234 p. ; Karel WILLIAMS, « From shareholder value to present-day capitalism », *Economy and Society*, vol. 29, n° 1, 2000, p. 1-12.
- 42 Philipp GOLKA, *Financialization as Welfare : Social Impact Investing and British Social Policy, 1997-2016*, Cham, Springer, 2019, 265 p. ; Thomas PALLEY, *Financialization : The Economics of Finance Capital Domination*, New York, Palgrave Macmillan, 2013, 234 p.
- 43 Natascha VAN DER ZWAN, « Making sense of financialization », *Socio-Economic Review*, vol. 12, n° 1, 2014, p. 99-129.
- 44 Maé GEYMOND et Guillaume HÉBERT, *Le Québec est-il trop généreux envers l'industrie pharmaceutique ?*, Montréal, IRIS, 27 février 2019.
- 45 Thomas PALLEY, *op. cit.*
- 46 Gabriel ZUCMAN, « Comment les entreprises se financent-elles ? », *Regards croisés sur l'économie*, vol. 3, n° 1, 2008, p. 65-66.
- 47 Donald TOMASKOVIC-DEVEY et Nathan MEYERS, « Did financialization reduce economic growth ? », *Socio-Economic Review*, vol. 13, n° 3, 2015, p. 1-24.
- 48 Julie FROUD et al., *Financialization and Strategy : Narrative and numbers*, Londres et New York, Routledge, 2006, 392 p.
- 49 William LAZONICK, Mustafa Erdem SAKINÇ et Matt HOPKINS, « Why Stock Buybacks Are Dangerous for the Economy », *Harvard Business Review*, 7 janvier 2020, hbr.org/2020/01/why-stock-buybacks-are-dangerous-for-the-economy.
- 50 LAURIN-LAMOTHE, *op. cit.*, p. 74.
- 51 LAURIN-LAMOTHE, *op. cit.*, p. 77.
- 52 *Ibid.*, p. 63-66.

- 53 Éric DUHAIME, Frédéric HANIN, François L'ITALIEN et Éric PINEAULT, « Financiarisation de la stratégie d'entreprise et restructuration de l'industrie forestière. Étude de l'entreprise Tembec », *Recherches sociographiques*, 51, n° 1-2, 2010, p. 125-150.
- 54 Tony CUTLER et Barbara WAINE, *op. cit.*
- 55 Apostolos FASIANOS, Diego GUEVARA et Christos PIERROS, « Have We Been Here Before? Phases of Financialization within the 20th Century in the United States », *Levy Economics Institute, Working Paper n° 869*, 2016, 38 p.
- 56 Ismael ERTURK et al., « General Introduction : Financialization, coupon pool and conjuncture », *Financialization At Work : Key Texts and Commentary*, 1^{ère} éd., Londres, Routledge, 2008, p. 1-43.
- 57 Özgür ORHANGAZI, « Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector : A theoretical and empirical investigation on the US economy : 1973-2003 », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 32, n° 6, 2008, p. 863-886 ; Olivier GODECHOT, « Variétés de financiarisation et accroissement des inégalités », *Revue Française de Socio-Économie*, 2015, p. 51-72.
- 58 Éric PINEAULT, *Portrait de la surépargne des entreprises au Québec et au Canada*, IRIS, 26 janvier 2015.
- 59 Donald TOMASKOVIC-DEVEY et Nathan MEYERS, *op. cit.*
- 60 William MILBERG, « Shifting sources and uses of profits : sustaining US financialization with global value chains », *Economy and Society*, vol. 37, n° 3, 2015, p. 423.
- 61 *Ibid.*, p. 420-451.
- 62 Louis GILL, « La crise actuelle : écho des crises d'hier, prélude des crises à venir » (Séminaire Fernand-Dumont, Île d'Orléans, 21 octobre 2009), classiques.uqac.ca/contemporains/gill_louis/crise_actuelle_cho_crises_hier/crise_actuelle_cho_crises_hier_texte.html.
- 63 Ewa KARWOWSKI et Engelbert STOCKHAMMER, « Financialisation in emerging economies : a systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies », *Economic and Political Studies*, vol. 5, n° 1, 2017, p. 60-86.
- 64 Béatrice ALAIN, « La crise mexicaine revisitée dix ans plus tard », Comité pour l'abolition des dettes illégitimes, 22 décembre 2004, www.cadtm.org/La-crise-mexicaine-revisitee-dix.
- 65 Paul-André LAPOINTE, *Au Québec, est-ce que l'enrichissement profite vraiment à tout le monde?*, Montréal, IRIS, 2014.
- 66 Ken-Hou LIN et Donald TOMASKOVIC-DEVEY, « Financialization and U.S. Income Inequality, 1970-2008 », *American Journal of Sociology*, vol. 118, n° 5, 2013, p. 1284-1329.
- 67 *Ibid.*
- 68 Olivier GODECHOT, « Variétés de financiarisation et accroissement des inégalités », *Revue Française de Socio-Économie*, 2015, p. 56.
- 69 Audrey LAURIN-LAMOTHE et François L'ITALIEN, « Financiarisation des entreprises et rémunération des dirigeants au Québec et au Canada », *Revue Interventions économiques*, 52, 2015, journals.openedition.org/interventionseconomiques/2533.
- 70 Julia POSCA et Simon TREMBLAY-PEPIN, *Les inégalités : le 1 % au Québec*, IRIS, 30 septembre 2013.
- 71 Marc LAVOIE, « Crise financière, répartition des revenus et relance par les salaires », *Cahiers de recherche sociologique*, 2013, n° 55, p. 19-41.
- 72 STATISTIQUE CANADA, Tableau 11-10-0057-01, *Enquête sur la sécurité financière (ESF), actifs et dettes selon les quintiles de revenu après impôt, Canada, provinces et certaines régions métropolitaines de recensement (RMR) (x 1 000 000)*, calculs des auteurs.
- 73 Nigel WODRICH et Aidan WORSWICK, *Estimation de la queue supérieure de la distribution du patrimoine familial au Canada*, Bureau du directeur parlementaire du budget, 17 juin 2020, www.pbo-dpb.gc.ca/web/default/files/Documents/Reports/RP-2021-007-S/RP-2021-007-S_fr.pdf.
- 74 Julia POSCA, « Endettement : les ménages dans le tordeur de la finance », in Sébastien RIOUX (dir.), *Dans le rouge. L'endettement des ménages québécois*, Montréal, M Éditeur, 2019.
- 75 AGENCE DE LA CONSOMMATION EN MATIÈRE FINANCIÈRE DU CANADA, *Les marges de crédit hypothécaires : tendances du marché et questions touchant les consommateurs*, juin 2017.
- 76 AGENCE DE LA CONSOMMATION EN MATIÈRE FINANCIÈRE DU CANADA, *Financer une auto : tendances du marché*, mars 2016.
- 77 David MCNALLY, *Panne globale. Crise, austérité et résistance*, Montréal, Écosociété, 2013.
- 78 STATISTIQUE CANADA, Tableau 38-10-0238-01, *Sommaire du marché du crédit pour les ménages, données désaisonnalisées*.
- 79 STATISTIQUE CANADA, Tableau 36-10-0590-01, *Comptes économiques répartis pour le secteur des ménages, indicateurs du patrimoine, Canada, régions et provinces, annuel*.

- 80** Eve-Lyne COUTURIER, Maxime LEFRANÇOIS et Mathieu ST-ONGE, *Système de retraite au Québec et au Canada : constats et solutions*, IRIS, mars 2013.
- 81** Gérald FILLION, « La finance va-t-elle sauver la planète ? », *Radio-Canada*, 21 janvier 2020, ici.radio-canada.ca/nouvelle/1484567/placements-investissements-verts-carboneutres-changements-climatiques-gerald-fillion ; Jitendra JOSHI, « Pendant que les États piétinent, la finance verte avance », *La Presse*, 9 février 2020, www.lapresse.ca/affaires/2020-02-09/pendant-que-les-etats-pietinent-la-finance-verte-avance ; Annick POITRAS, « Quand la finance pousse à l'action climatique », *Le Devoir*, 21 mars 2020, www.ledevoir.com/societe/environnement/575228/quand-la-finance-pousse-a-l-action-climatique ; Pascal NGUYEN, « La finance est entrain de se saisir de la question du développement durable », *Le Monde*, 8 octobre 2020, www.lemonde.fr/idees/article/2020/10/08/la-finance-est-en-train-de-se-saisir-de-la-question-du-developpement-durable_6055208_3232.html.
- 82** Hugo SÉGUIN et Julien BENOÎT, *Changements climatiques, financiarisation des terres agricoles et sécurité alimentaire au Québec*, Fondation David Suzuki, novembre 2015, fr.davidsuzuki.org/wp-content/uploads/sites/3/2015/11/Changement-climatique-terres-agricoles-s%C3%AGcurit%C3%AG-alimentaire-Qu%C3%AGbec.pdf.
- 83** Stefan OUMA, Leigh JOHNSON et Patrick BIGGER, « Rethinking the financialization of 'nature' », *Environment and Planning A : Economy and Space*, vol. 50, n° 3, 2018, p. 500-511.
- 84** Richard NORGAARD, « Ecosystem services : From eye-opening metaphor to complexity blinder », *Ecological Economics*, vol. 69, 2010, p. 1219-1227.
- 85** Erik GÓMEZ-BAGGETHUN et al., « The history of ecosystem services in economic theory and practice : From early notions to markets and payment schemes », *Ecological Economics*, vol. 69, n° 6, 2010, p. 1209-1218 ; Céline HECQUET, *L'évaluation monétaire de la nature*, Brochure, Institut de recherches et d'informations socio-économiques (IRIS), octobre 2016, 36 p., iris-recherche.qc.ca/publications/evaluation-monetaire-nature.
- 86** Robert COSTANZA et al., « The value of the world's ecosystem services and natural capital », *Nature*, vol. 387, n° 6630, 2007, p. 253-260.
- 87** Robert COSTANZA et al., « Changes in the global value of ecosystem services », *Global Environmental Change*, vol. 26, 2014, p. 152-158.
- 88** Michael TOMAN, « Why not to calculate the value of the world's ecosystem services and natural capital », *Ecological Economics*, vol. 25, n° 1, 1998, p. 57-60.
- 89** MILLENIUM ECOSYSTEM ASSESSMENT, *Ecosystems and Human Well-being : A Framework for Assessment*, Washington D.C., Island Press, 2003, 245 p.
- 90** Sylvia WOOD et al., *La valeur économique des écosystèmes naturels et agricoles de la Communauté métropolitaine de Québec et de la Table de concertation régionale pour la gestion intégrée du Saint-Laurent*, Ouranos, septembre 2019, 75 p., www.ouranos.ca/publication-scientifique/RapportCMQ2019.pdf.
- 91** FONDATION DAVID SUZUKI et NATURE-ACTION QUÉBEC, *Le capital écologique du Grand Montréal : une évaluation économique de la biodiversité et des écosystèmes de la Ceinture verte*, février 2013, 60 p., fr.davidsuzuki.org/wp-content/uploads/sites/3/2013/02/Capital-%C3%AGcologique-Ceinture-verte-%C3%89valuation-%C3%AGconomique-Ceinture-Verte-biodiversit%C3%AG-%C3%AGcosyst%C3%A8mes-Montre%CC%81al.pdf.
- 92** INSTITUT NATIONAL DE SANTÉ PUBLIQUE DU QUÉBEC, *Valeur économique des effets sur la santé de la nature en ville*, 2017, 22 p., www.inspq.qc.ca/sites/default/files/publications/2267_valeur_economique_effets_sante_nature_ville_revisee.pdf.
- 93** Sven WUNDER, *Payments for environmental services : Some nuts and bolts*, Center for International Forestry Research, Occasional Paper n° 42, 2005, p. 23, www.cifor.org/publications/pdf_files/OccPapers/OP-42.pdf.
- 94** « Prime-Vert », Ministère de l'Agriculture, des Pêcheries et de l'Alimentation du Québec (MAPAQ), www.mapaq.gouv.qc.ca/fr/Productions/md/programmesliste/agroenvironnement/Pages/Prime-Vert.aspx, consultée le 10 novembre 2020.
- 95** « Aperçu du programme », ALUS Canada, alus.ca/home/about-us/what-is-alus/program-overview/?lang=fr, consultée le 10 novembre 2020.
- 96** Jessica DEMPSEY, « The Financialization of Nature Conservation ? », in Brett CHRISTOPHERS, Andrew LEYSHON et Geoff MANN, *Money and Finance After the Crisis : Critical Thinking for Uncertain Times*, Hoboken, John Wiley and Sons, 2017, p. 194 ; Sian SULLIVAN, « Banking Nature? The Spectacular Financialisation of Environmental Conservation », *Antipode*, vol. 45, n° 1, 2013, p. 203.
- 97** Jonas BERTILSSON et Håkan THÖRN, « Discourses on transformational change and paradigm shift in the Green Climate Fund : the divide over financialization and country ownership », *Environmental Politics*, 2020, p. 1 ; Jessica DEMPSEY, « The Financialization of Nature Conservation ? », in Brett CHRISTOPHERS, Andrew LEYSHON et Geoff MANN, *Money and Finance After the*

- Crisis : *Critical Thinking for Uncertain Times*, Hoboken, John Wiley and Sons, 2017, p. 195.
- 98 Jonas BERTILSSON & Håkan THÖRN, « Discourses on transformational change and paradigm shift in the Green Climate Fund : the divide over financialization and country ownership », *Environmental Politics*, 2020, p. 1-19.
- 99 Dominique PESTRE, « Comment l'environnement a été géré depuis 50 ans : Anatomie d'un échec », in Ève CHIAPELLO et al., *Faire l'économie de l'environnement*, Paris, Presses des Mines, 2020, p. 19-36.
- 100 Ève CHIAPELLO, « La financiarisation de la politique climatique dans l'impasse », dans Ève CHIAPELLO et al., *Faire l'économie de l'environnement*, Paris, Presses des Mines, 2020, p. 43.
- 101 Barbara BUCHNER et al., *Global Landscape of Climate Finance 2019*, Climate Policy Initiative, 2019, 36 p., www.climatepolicyinitiative.org/wp-content/uploads/2019/11/2019-Global-Landscape-of-Climate-Finance.pdf.
- 102 Barbara BUCHNER et al., *op.cit.*
- 103 ASSOCIATION CANADIENNE DU COMMERCE DES VALEURS MOBILIÈRES, *Le marché des obligations vertes au Canada-Perspectives*, 2018, 5 p., iac.ca/wp-content/uploads/French-CanadianGreen-BondMarket-Todd-April2018.pdf.
- 104 MINISTÈRE DES FINANCES (QUÉBEC), *Province de Québec - Obligations vertes 7 ans - 500M\$ CA : Faits saillants*, février 2020, 2 p., www.finances.gouv.qc.ca/documents/Autres/fr/AUTFR_EmissionObligationsVertes_2027_02_13_LGX.pdf.
- 105 Marie-Laurence VINET, *Les banques de compensation : pertinence et possibilités comme système compensatoire au Québec*, mémoire de maîtrise (sciences de l'environnement), Université de Sherbrooke, 2015, 86 p., hdl.handle.net/11143/6842.
- 106 CLIMATE BONDS INITIATIVE, *Finance verte : L'état du marché - 2018*, 2019, 4 p., www.climatebonds.net/files/files/CBI_Canada%20SOTM%202018-fr%281%29.pdf.
- 107 *Ibid.*
- 108 Jessica DEMPSEY, « The Financialization of Nature Conservation ? », dans Brett CHRISTOPHERS, Andrew LEYSHON et Geoff MANN, *Money and Finance After the Crisis : Critical Thinking for Uncertain Times*, Hoboken, John Wiley and Sons, 2017, p. 204.
- 109 Jessica DEMPSEY, *op. cit.*, p. 198.
- 110 Étienne ESPAGNE, Jean-Charles HOURCADE et Baptiste Perrisin FABERT, « La finance au secours du climat ? La nature entre prix et valeur », *Nature Sciences Société*, vol. 23, 2015, p. 118.
- 111 Jean-Philippe CARISÉ, « De la valeur à la monétarisation de la nature. Outils, mesures, méthodes », *Nature Sciences Société, Vraiment durable*, n° 2, 2013, p. 57.
- 112 Sian SULLIVAN, « Banking Nature ? The Spectacular Financialization of Environmental Conservation », *Antipode*, vol. 45, n° 1, 2013, p. 199.
- 113 Ève CHIAPELLO, « La financiarisation de la politique climatique dans l'impasse », in Ève CHIAPELLO et al., *Faire l'économie de l'environnement*, Paris, Presses des Mines, 2020, p. 47.
- 114 Jonas BERTILSSON et Håkan THÖRN, « Discourses on transformational change and paradigm shift in the Green Climate Fund : the divide over financialization and country ownership », *Environmental Politics*, 2020, p. 1-19.
- 115 Ève CHIAPELLO, *op. cit.*, p. 44.
- 116 Nicolas KOSOY et Esteve CORBERA, « Payments for ecosystem services as commodity fetishism », *Ecological Economics*, vol. 69, n° 6, 2010, p. 1228-1236.
- 117 Esteve CORBERA, « Problematizing REDD+ as an experiment in payments for ecosystem services », *Current Opinion in Environmental Sustainability*, vol. 4, n° 6, 2012, p. 612-619.
- 118 François MORIN, *L'hydre mondiale. L'oligopole bancaire*, Montréal, Lux, 2015.
- 119 Mathieu DUFOUR et Audrey LAURIN-LAMOTHE, *Un projet de planification démocratique pour le Québec*, IRIS, mai 2020.
- 120 Amandine CLOOT, « C'est officiel : la banque NewB verra le jour cet été », *Le Soir*, 31 janvier 2020, www.lesoir.be/276833/article/2020-01-31/cest-officiel-la-banque-newb-verra-le-jour-cet-ete.
- 121 Sylvan LANE, « Tlaib, Ocasio-Cortez offer bill to create national public banking system », *The Hill*, 30 octobre 2020, thehill.com/policy/finance/523624-tlaib-ocasio-cortez-offer-bill-to-create-national-public-banking-system.
- 122 Mathieu DUFOUR et Audrey LAURIN-LAMOTHE, *op. cit.*

AGRO-ENERGY PRODUCTION AND EXPORT CAPABILITY, EXPANSION OF

L'Institut de recherche et d'informations socioéconomiques (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 socioéconomiques 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 SOCIOÉCONOMIQUES

1710, rue Beaudry, bureau 3.4, Montréal (Québec) H2L 3E7
514.789.2409 • iris-recherche.qc.ca

Imprimé ISBN 978-2-925112-07-5
PDF ISBN 978-2-925112-08-2