

Janvier 2015

Note socio-économique

Portrait de la surépargne des entreprises au Québec et au Canada

Alors que nos économies connaissent une croissance plutôt faible, que le taux d'investissement est décevant et que le revenu de la majorité des ménages stagne, les dernières années ont été marquées par la croissance vertigineuse de l'épargne des grandes entreprises non financières¹ au Québec et au Canada. Évaluées à 604 G\$ en 2013, les liquidités que les entreprises canadiennes ont accumulées représentent actuellement 32 % du produit intérieur brut (PIB) du Canada. Aux États-Unis, cette masse d'épargne ne représente que 11 % du PIB, en Allemagne un peu moins que 20 %. À 32 % du PIB, cela nous place dans le palmarès des pays où, selon la revue *The Economist*, l'épargne des entreprises est la plus élevée, à côté du Japon à 44 % du PIB et de la Corée du Sud à 34 %². On qualifie de « surépargne » une accumulation démesurée d'actifs liquides par les grandes entreprises sans qu'il soit possible de leur attribuer une fonction économique positive. Dans cette note socio-économique de l'IRIS, nous présenterons un portrait détaillé de ce phénomène de surépargne au Canada et au Québec. Dans une note de recherche complémentaire, nous examinons ce que la théorie économique orthodoxe offre comme explication du phénomène, et surtout nous explorons différentes hypothèses concernant les causes de la surépargne.

Nous croyons opportun de revenir sur ce phénomène d'accumulation d'actifs liquides et d'en approfondir l'analyse de manière plus systématique. Cette note socio-économique tente de circonscrire l'importance du phénomène au Québec. Tâche difficile puisque l'accumulation de la surépargne se fait et se mesure à l'échelle canadienne, voire à l'échelle mondiale, mais nous avons pu attribuer une part de la surépargne canadienne au Québec. Par ailleurs, nous avons pu construire à partir de données financières d'un échantillonnage de grandes entreprises actives au Québec un portrait plus détaillé et ancré de cette réalité.

Cette note socio-économique se présente comme suit. Dans une première section, nous examinons en détail la surépargne au Canada à partir des données de la comptabilité nationale. L'objectif de cette section est non seulement de bien comprendre l'origine, l'ampleur et la nature du phénomène, mais aussi de mettre en perspective la dynamique de formation de la masse d'actifs liquides par rapport à d'autres usages possibles des bénéfices des entreprises. Nous profitons de cette section pour démentir quelques lieux communs rassurants sur ce phénomène de surépargne, dont en particulier la thèse voulant que celle-ci résulte de la crise de 2008 et des années d'incertitudes qui l'ont suivie. Une deuxième section examine le cas du Québec, où nous posons la question : quelle part de la masse de surépargne pouvons-nous attribuer à l'économie québécoise ? De plus, nous examinons le phénomène de la surépargne à travers le prisme particulier d'un échantillon de 92 entreprises qui sont parmi les plus importants employeurs privés au Québec. Nous terminons cette note en revenant sur les implications et explications économiques de cette immense accumulation de liquidités par les entreprises non financières au Canada et au Québec. En croisant nos résultats avec ceux de la note de recherche complémentaire à celle-ci, nous arrivons à l'hypothèse la plus plausible qui explique le phénomène de la surépargne, soit la manifestation d'une convention financière de liquidité qu'imposent les marchés financiers aux entreprises productives.

Un portrait général du phénomène de la surépargne des entreprises au Canada

ÉPARGNE ET SURÉPARGNE

Par épargne, nous entendons l'accumulation par les entreprises non financières d'un stock d'actifs liquides sous la forme de dépôts bancaires en dollars canadiens ou en devises étrangères. Elle inclut également l'acquisition d'actifs liquides sur les marchés monétaires : papier commercial et titres à court terme émis par des gouvernements et administrations publiques. Ces actifs sont « liquides » et ont donc un caractère monétaire, car ils peuvent tous, dans un délai très rapide, être convertis sans

perte de capital en moyens de paiement. L'essentiel du stock d'actifs liquides détenus par les entreprises non financières au Canada l'est sous la forme de dépôts bancaires, dont une part grandissante en devises étrangères. Ce stock accumulé, sous forme d'actifs liquides, est donc assimilable à de l'argent comptant. Par rapport à la détention de moyens de paiement purs – des billets de banque entassés dans une caisse –, ces actifs liquides procurent en plus au détenteur un petit revenu sous la forme d'un flux d'intérêt.

Peut-on assimiler cette accumulation d'actifs liquides à de l'épargne ? Pas nécessairement. En se basant sur les travaux de l'économiste John Maynard Keynes³, on distingue trois motifs principaux qui régissent la détention par les entreprises de dépôts bancaires et autres actifs liquides apparentés au comptant : un motif de transaction, un motif de spéculation et un motif de précaution. Seul le stock accumulé d'actifs liquides en fonction des deux derniers motifs – précaution et spéculation – constitue de l'épargne à proprement parler. En effet, le premier motif de détention d'actifs liquides renvoie tout simplement à la pratique qui consiste à maintenir un solde positif nécessaire à la couverture des écarts temporels entre flux de revenus et flux de dépenses courantes, ce comptant étant ainsi destiné à être dépensé dans une courte période. Il est important aussi de se rappeler que les grandes entreprises ont traditionnellement recours au crédit bancaire par découvert (marge de crédit) pour couvrir ce hiatus entre flux entrant et sortant. Ce n'est que pendant les très courtes périodes où il y a une crise du crédit (*credit crunch*) que ces marges sont indisponibles. Bref, on ne peut rapporter à ce motif une accumulation significative et progressive d'actifs liquides.

L'épargne correspond donc à une détention d'actifs liquides liée à un motif de précaution – incertitude quant au flux de revenus futurs nécessaires pour faire face à des engagements déterminés ou indéterminés à venir – ou de spéculation – conservation d'un pouvoir d'achat à des fins de transactions financières, industrielles ou commerciales à venir. Le concept de « spéculation » est ici entendu comme le report à l'avenir d'investissements parce qu'on anticipe que l'état futur de l'économie sera plus favorable aux affaires que la situation actuelle. Mais le motif de spéculation chez Keynes peut aussi prendre la forme plus banale de l'acquisition d'un actif qui procure un rendement futur sous la forme d'intérêt. L'acquisition s'apparente alors à un placement, c'est-à-dire à de l'investissement financier. Il est rare que les rendements des instruments quasi monétaires que sont les actifs liquides soient supérieurs aux rendements des actifs financiers rattachés aux marchés de capitaux. Par conséquent, l'entreprise qui choisit d'épargner, plutôt que d'investir en actifs réels ou sur les marchés financiers, sacrifie le rendement à la liquidité. On peut présumer qu'elle le fait parce qu'en situation d'incertitude, ces actifs liquides ont la capacité de « conserver la valeur », c'est-à-dire de reporter le droit monétaire actuel sur la richesse sociale

dans un avenir indéterminé, sans perte de valeur autre que par l'effet de l'inflation.

Nous avons examiné les motifs de base qui expliquent en quoi l'accumulation d'actifs liquides par des entreprises peut ou non être considérée comme de l'épargne. Maintenant, examinons les sources de l'épargne, c'est-à-dire l'origine des flux monétaires qui sont convertis en actifs liquides. Le système de comptabilité nationale définit l'épargne réelle de tout agent comme l'écart entre ses revenus et ses dépenses, engagements et obligations pour une période donnée. Cette épargne statistique peut être négative ou positive. Dans le cas des entreprises incorporées, l'écart entre revenus et dépenses se présente sous la forme du bénéfice net (c'est-à-dire après impôts et intérêts), calculé sur une base annuelle et dont, en théorie, une partie significative devrait être transférée aux actionnaires sous la forme de dividendes ou par le biais du rachat d'actions, à moins qu'ils soient mis de côté pour des projets futurs d'investissement. Ces bénéfices non répartis correspondent à l'écart entre les bénéfices nets et ces transferts pour une année donnée : ce sont ces stocks qui seront accumulés sous la forme d'épargne. À moins de présumer que les entreprises incorporées laissent dormir des prêts contractés (ou les montants obtenus par le biais de financement obligataire) dans leurs comptes bancaires, on doit présumer que l'essentiel de l'épargne provient de ces bénéfices non répartis.

Maintenant, en quoi consiste la surépargne ? C'est une façon de prendre acte d'un taux d'accumulation d'actifs liquides par les entreprises non financières d'une intensité aussi spectaculaire qu'inusitée et difficilement explicable par les théories qui justifient cette épargne soit par un motif de précaution, soit par la volonté d'accumuler ces montants astronomiques pour des projets d'investissement futurs. L'accumulation et la détention de cette masse d'actifs liquides renvoient à d'autres motifs et relèvent de facteurs que ces théories ne peuvent expliquer, mais qui ont un impact décisif sur le développement économique du Québec et du Canada.

ACTIFS LIQUIDES ACCUMULÉS

Les entreprises incorporées non financières opérant au Canada avaient accumulé, en 2013, 604 G\$ en actifs liquides. Le tableau 1 résume la composition de cette épargne selon les données de Statistique Canada.

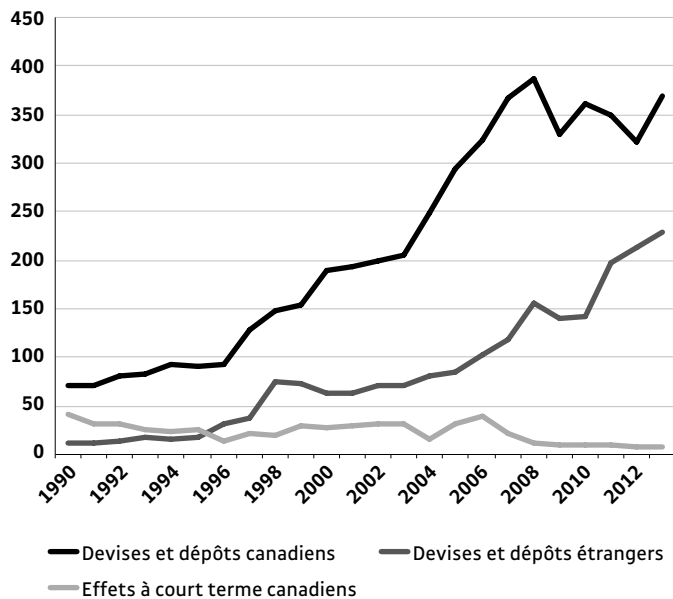
Quant au graphique 1, il présente la progression de l'accumulation de ces actifs. Comme on peut le constater, son importance connaît deux phases distinctes. Une première période de 1996 à 2007 est marquée par une hausse significative des actifs liquides en devises et dépôts canadiens. Lors de la deuxième période, soit entre 2008 et 2013, ce sont plutôt les devises et dépôts étrangers qui s'imposent comme forme de l'accumulation. Pendant toute la période, les effets à court

TABEAU 1 Épargne en actifs liquides, entreprises non-financières, G\$, Canada (2013)

Type d'actifs liquides	Montant ⁵
Devises et dépôts canadiens	368
Devises et dépôts étrangers	228
Effets à court terme canadiens	7,6
Total des actifs liquides	604

Source : Statistique Canada, CANSIM, tableau 378-0121, calculs des auteurs.

GRAPHIQUE 1 Surépargne, entreprises non-financières, G\$ dollars constant de 2013, Canada (1990-2013)



Source : Statistique Canada, CANSIM, tableau 378-0121, calculs des auteurs.

terme, c'est-à-dire les titres des marchés monétaires⁴ demeurent une classe d'actifs marginale malgré une légère remontée entre 2004 et 2007, liée à la bulle des papiers commerciaux adossés à des actifs (PCAA). Autre fait notoire, il y a un point d'inflexion important en 2003-2004, moment où le taux d'accumulation s'intensifie.

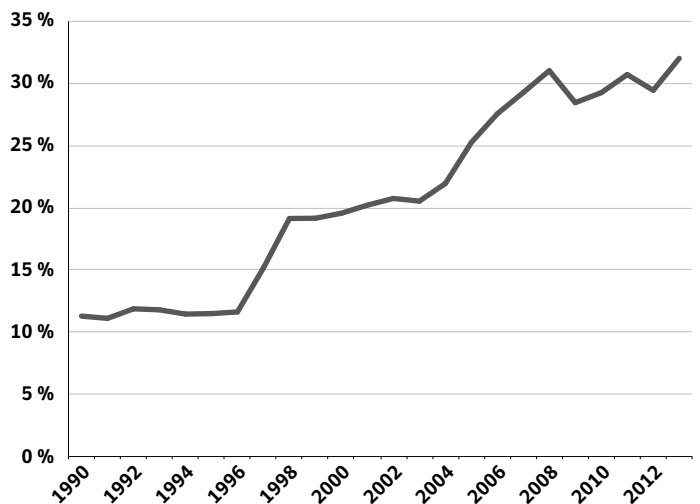
Que pouvons-nous apprendre de ce premier graphique ? Premièrement, il invalide la lecture selon laquelle l'accumulation d'actifs liquides est une réponse des entreprises à l'incertitude engendrée par la crise de 2007-2008. L'accélération de l'accumulation d'actifs liquides remonte plutôt à deux périodes, soit entre 1996 et 2000 puis entre 2003 et 2008. Quant à la crise, son seul effet apparent semble avoir été le transfert de cette accumulation d'actifs en dollars canadiens vers des actifs liquides en devises étrangères

TABEAU 2 Progression de l'épargne par période

Période	Taux de progression
1990 à 1999	2,09
2000 à 2013	2,16
1990 à 2014	4,93

Source : Statistique Canada, CANSIM, tableau 378-0121, calculs des auteurs.

GRAPHIQUE 2 Épargne en proportion du PIB, Canada (1990-2013)



Source : Statistique Canada, CANSIM, tableau 378-0121, calculs des auteurs.

à compter de 2010. Globalement, le taux de progression de cette accumulation représente pour toute la période une multiplication par 5 du stock d'actifs liquides, comme le montre le tableau 2. Par décennie, on voit le montant d'actifs accumulés doubler.

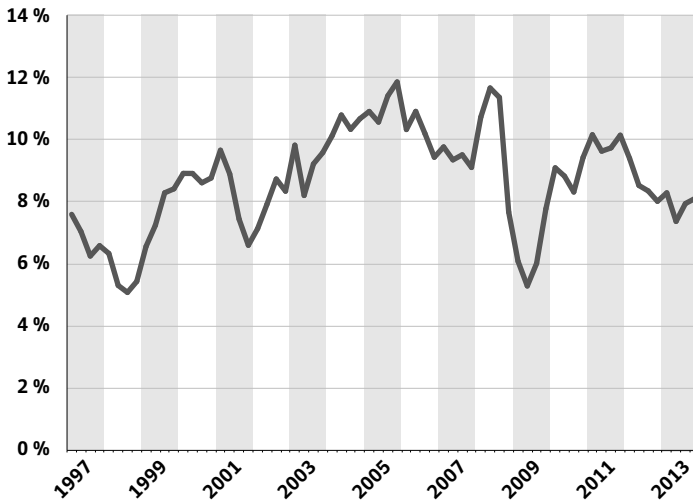
En examinant cette croissance en proportion du PIB, on perçoit ce même processus d'accumulation, inédit dans notre histoire économique récente. Comme le montre le graphique 2, les actifs liquides représentent 11 % du PIB en 1990, alors qu'en 2011, ils constituent un peu plus de 32 % du PIB.

Prenons la mesure de ce que signifie ce ratio. Le PIB représente la somme de tous les biens et services produits au Canada pendant une année ou de l'ensemble des revenus versés aux acteurs de l'économie en une année, l'une étant égale à l'autre. Ce ratio signifie que les entreprises non financières détiennent essentiellement de l'argent comptant, prêt à être dépensé ou investi, qui représente près du tiers de la valeur de tout ce que produit l'économie canadienne en un an, soit un potentiel de dépenses ou d'investissements qui apparaît énorme. Un retour, par exemple, au ratio de 1996 (11 %) réinjecterait 415 G\$ dans l'économie canadienne !

SOURCES DES ACTIFS LIQUIDES

L'accumulation d'actifs liquides dépend du taux de profit de ces entreprises. Or, celui-ci est demeuré relativement stable au cours de la période à l'étude, si on entend par profits les bénéfices avant impôts provenant des opérations courantes des sociétés. Comme le démontre le graphique 3, la part des bénéfices nets avant impôts des entreprises non financières oscille autour de 9 % du PIB depuis 1997, c'est-à-dire depuis que le taux d'épargne a carrément explosé. Malgré des fluctuations plus ou moins drastiques, le taux de profit connaît dans l'ensemble une progression considérable entre 1999 et 2006. Ainsi, les entreprises ont réussi à engranger davantage de profits avant impôts durant la période la plus importante de croissance du taux d'épargne.

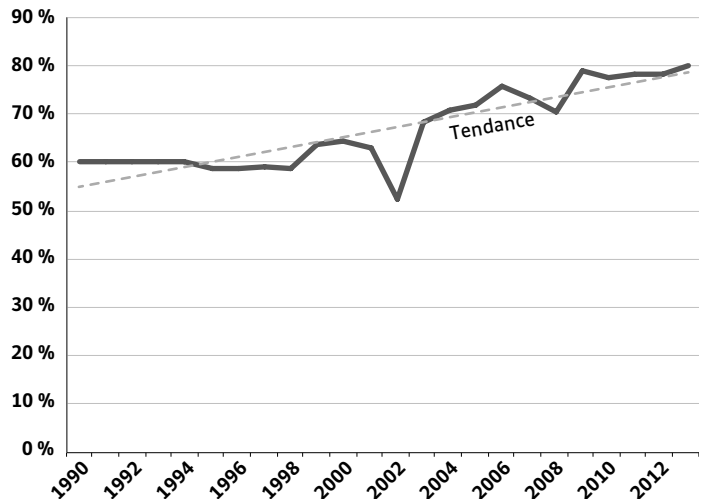
GRAPHIQUE 3 Évolution de la part des profits dans le PIB, Canada (1997-2013)



Source : Statistique Canada, CANSIM, tableau 187-0001, calculs des auteurs-s.

De plus, quand on regarde l'écart entre les bénéfices avant impôts et les bénéfices après impôts des entreprises non financières, une source encore plus importante doit être prise en compte. En effet, comme le montre le graphique 4, les entreprises conservent une part de plus en plus importante de leurs bénéfices. En 1990, le ratio bénéfices avant impôts par rapport aux bénéfices après impôts est de près de 60 %, tandis qu'en 2013, ce ratio est de près de 80 %. Cela est en grande partie attribuable aux politiques de baisses d'impôts des entreprises instaurés par les gouvernements fédéraux depuis les années 1990, d'abord sous Jean Chrétien, puis sous Stephen Harper. Une étude de Jim Stanford, économiste au syndicat UNIFOR, retrace l'impact cumulatif des baisses d'impôts consenties aux entreprises pendant cette période et note qu'en termes de baisse du taux effectif que paient les entreprises, cela représente une diminution de 11 points, passant en 1988 de 38,1 % au taux effectif de 26,5 % après les réformes de 2010⁶.

GRAPHIQUE 4 Ratio des bénéfices nets (après impôts) sur les profits avant impôts, Canada (1990-2013)

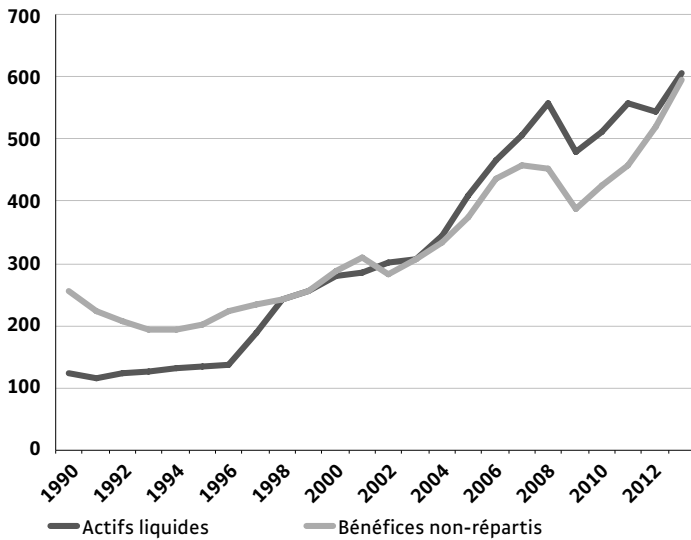


Source : Statistique Canada, CANSIM, tableau 187-0001, calculs des auteurs-s.

Finalement, quand on examine les bénéfices non répartis détenus par le secteur des entreprises non financières, on constate un lien certain entre ces bénéfices et l'accumulation d'actifs liquides, comme le montre le graphique 5. Il faut ainsi présumer que l'accumulation d'épargne provient de ces bénéfices accumulés au fil des ans, qui ne sont ni versés aux actionnaires ni investis.

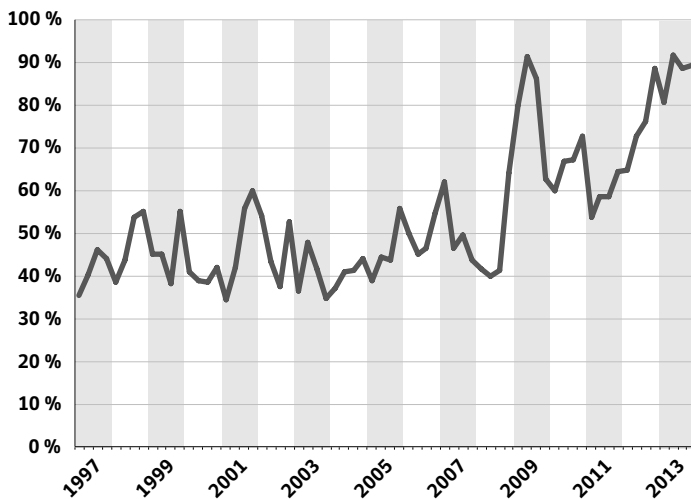
Ces données suggèrent que l'accumulation d'épargne est un mode de gestion des profits des entreprises non financières qui s'est imposé depuis les 20 dernières années. Les profits bruts des entreprises non financières ont certes connu une progression qui a alimenté l'accumulation d'actifs liquides. Par contre, comme l'indique le graphique 6, le ratio entre bénéfices accumulés et dividendes versés n'a pas connu, lui, de mouvement spectaculaire à la baisse. Au contraire, le taux de dividendes par rapport aux profits bruts depuis la crise de 2008 est à la hausse. Comme le montre le graphique 7, c'est un reflet d'une tendance à long terme à la hausse des dividendes dans l'économie, tendance qui connaît une surprenante accélération après la crise de 2008. À plus court terme, le taux spectaculaire (près de 90 %) de dividendes sur profits observable en 2009 et à partir de 2012 s'explique par le repli temporaire des profits après la crise, tandis qu'est maintenu un taux élevé de dividendes. Au passage, cela nous permet de souligner que le niveau des dividendes versés par les entreprises non financières ne dépend pas – sur le court terme du moins – du niveau des profits, mais plutôt d'autres facteurs, dont principalement la convention financière du juste retour sur l'investissement financier⁷. Celle-ci implique que, lors des mauvaises années, les entreprises non financières doivent piger dans leurs liquidités accumulées pour verser ces dividendes.

GRAPHIQUE 5 Accumulation d'actifs liquides et bénéfices retenus, G\$ constants de 2013, Canada (1990-2013)



Source : Statistique Canada, CANSIM, tableaux 380-0078 et 378-0121, calculs des auteurs-s.

GRAPHIQUE 6 Dividendes versés en proportion des profits bruts, Canada (1997-2013)

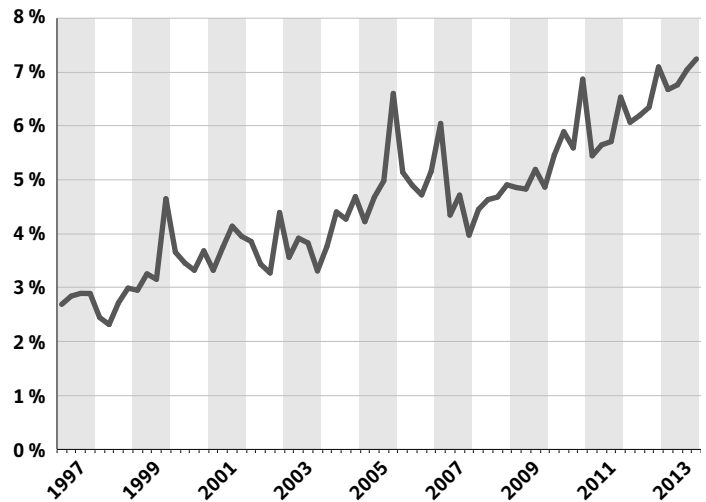


Source : Statistique Canada, CANSIM, tableau 380-0078, calculs des auteurs-s.

Finalement, le taux d'investissement des entreprises du secteur non financier, tel que l'illustre le graphique 8, n'a pas lui non plus connu de changement d'une importance telle qu'il pourrait expliquer l'accumulation de liquidités par les entreprises non financières⁸.

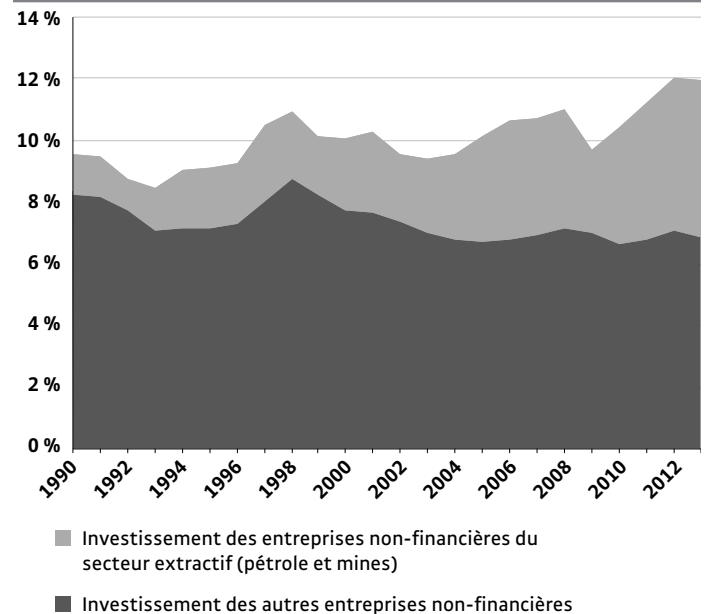
Au-delà d'une réduction des coûts du travail dans le contexte néolibéral, la seule variable du côté des revenus qui pourrait expliquer la croissance spectaculaire des bénéfices accumulés est la transformation profonde et importante de la fiscalité des entreprises canadiennes. Car rappelons-le, ce

GRAPHIQUE 7 Dividendes en proportion du PIB, entreprises non financières, Canada (1997-2013)



Source : Statistique Canada, CANSIM, tableau 380-0078, calculs des auteurs-s.

GRAPHIQUE 8 Investissements en proportion du PIB, entreprises incorporées, Canada (1990-2013)



Source : Statistique Canada, CANSIM, tableaux 031-006 et 384-0038, calculs des auteurs-s.

n'est pas le taux de profit qui explose ou augmente spectaculairement, il progresse et régresse selon les cycles économiques; non, la progression systématique et spectaculaire en intensité apparaît uniquement du côté des profits *après impôts*. Moins on impose, plus elles accumulent, ce que démontrent clairement, par élimination, les données que nous venons de présenter. De plus, nous avons établi que le phénomène de la surépargne

n'est pas récent, qu'il ne peut être expliqué comme une réaction face à l'incertitude engendrée par la crise de 2008 et l'instabilité qui l'a suivie. Puisque son développement remonte au moins aux années 1990, il s'agit d'une tendance plus structurelle, qui dépasse le seul cycle conjoncturel.

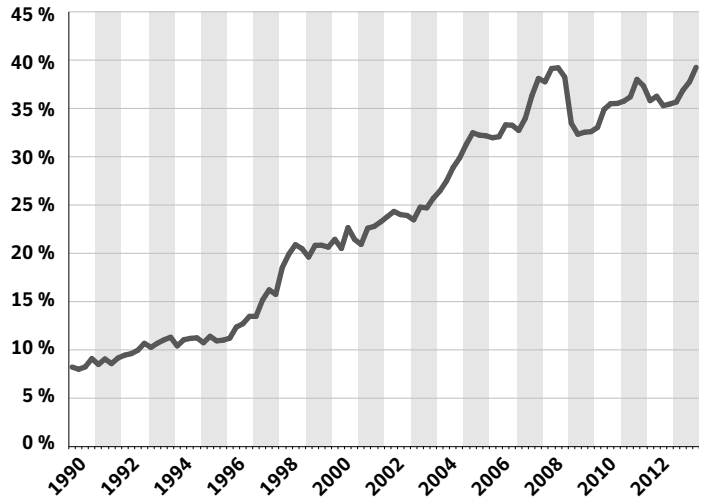
Or, certains⁹ contestent l'existence même de la surépargne des entreprises en soutenant que, si la masse d'actifs liquides détenue par les grandes entreprises augmente relativement au PIB, l'illusion de croissance se dissipe dès qu'on rapporte cette grandeur à d'autres variables propres au secteur des entreprises. Bref, il n'y aurait pas de surépargne, ou d'argent qui dort, puisque le ratio d'actifs liquides sur la valeur totale des actifs des entreprises demeure stable. Ou bien, soutient-on, le montant d'actifs liquides mis en réserve par les entreprises n'est que le reflet d'un endettement supplémentaire. Pourquoi alors dénoncer des entreprises qui, au final, font preuve de prévoyance? Toute cette histoire d'argent qui dort ne serait en réalité que le reflet de l'importance du secteur des hautes technologies dans l'économie canadienne, secteur où les besoins de financement sont immenses et l'accès au capital difficile. Donc, l'argent ne dormirait pas, mais il appartiendrait à des entreprises exposées à des risques plus élevés que les entreprises traditionnelles. Nous allons soumettre tour à tour ces hypothèses à l'éclairage de certaines données. Une note de recherche complémentaire examine avec plus de détails ces positions qui nient l'existence d'un problème de surépargne.

Le graphique 9 présente le ratio d'actifs liquides accumulés¹⁰ sur la valeur des actifs non financiers des entreprises, soit l'ensemble de leurs immobilisations productives. Encore une fois, la tendance d'une progression autonome et accélérée de l'accumulation d'actifs liquides se confirme. De plus, on constate que ce ratio connaît sa plus forte progression non pas après mais avant la crise de 2008. En effet, pendant les 10 ans entre 1997 et 2007, il passe de 15 % à 35 %.

On pourrait objecter que cette tendance ne fait que refléter l'évolution du portefeuille d'actifs financiers des entreprises, la masse d'actifs liquides ne faisant que suivre la croissance plus générale de ces derniers. Au contraire, le ratio d'actifs liquides sur le total des actifs financiers¹¹ croît lui aussi avec le temps. Comme le montre le graphique 10, cette proportion dépasse la barre des 10 % en 1996 et celle des 20 % en 2013.

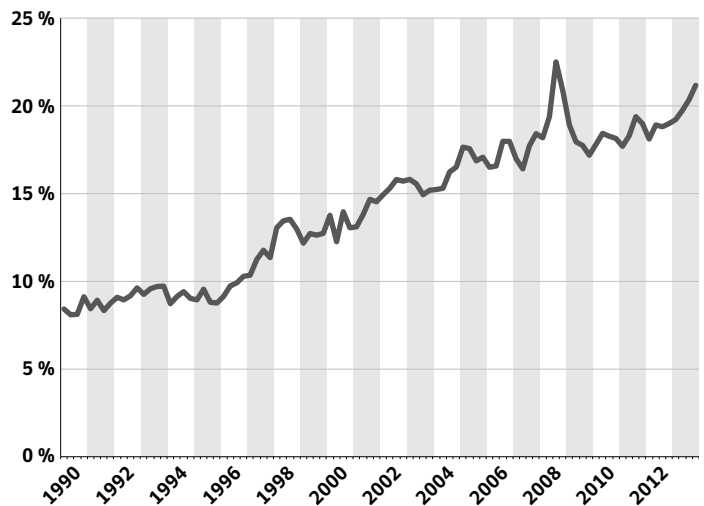
La seule classe d'actifs financiers comptabilisée par Statistique Canada qui suit une trajectoire d'accumulation aussi spectaculaire que celle des actifs liquides est la catégorie « autres », elle représente presque 12 % du total en 2013. Le taux de croissance de cette catégorie a été de 700 % entre 1990 et 2013, et celle des actifs liquides de 730 %¹². Cette catégorie correspond à l'usage de plus en plus important de produits dérivés¹³ par les entreprises non financières, qui s'impose dans le cadre de la financiarisation¹⁴. La progression de cette catégorie d'actifs a un lien avec la progression d'actifs liquides, dans la mesure où l'usage de ces produits implique que de l'argent

GRAPHIQUE 9 Avoirs liquides en proportion des actifs non financiers, Canada (1990-2013)



Source : Statistique Canada, CANSIM, tableau 378-0121, calculs des auteurs-s.

GRAPHIQUE 10 Actifs liquides en proportion des actifs financiers, Canada (1990-2013)



Source : Statistique Canada, CANSIM, tableau 378-0121, calculs des auteurs-s.

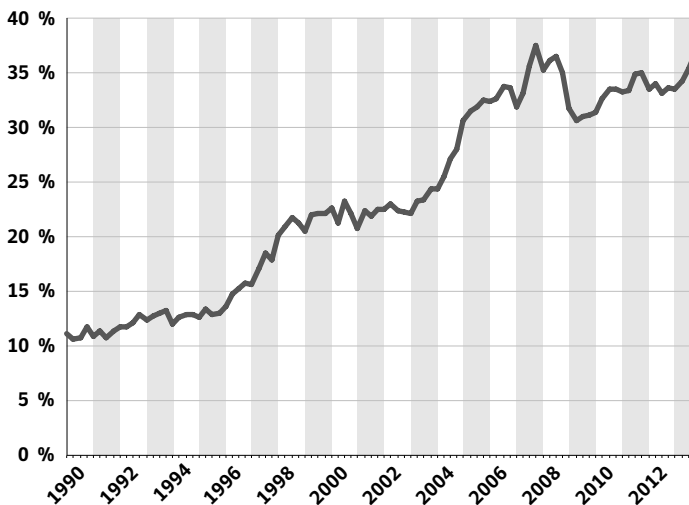
liquide doit être détenu en contrepartie de ces engagements. Ce facteur est exploré de façon plus détaillée dans la note de recherche complémentaire à celle-ci. Mais on ne peut, encore là, rapporter la masse entière de surépargne au besoin de liquidité comme contrepartie pour les engagements pris sur les marchés des dérivés.

Finalement, en termes de ratio dette/liquidités, on ne peut, non plus, attribuer l'accroissement de l'épargne à une hausse de l'endettement des entreprises non financières. En effet, ce ratio évolue plutôt dans le sens inverse. Tel que le démontre le graphique 11, les entreprises non financières détiennent progressivement de plus en plus d'actifs liquides par rapport à leur

endettement. Rappelons que l'essentiel de cette croissance du ratio précède la crise de 2008. On ne peut donc absolument pas lier l'augmentation de ce ratio à un resserrement du crédit après la crise. La tendance est encore une fois plutôt spectaculaire : en 1997, le secteur des entreprises non financières détenait, pour chaque tranche de 100 \$ en prêts et en obligations émises, environ 15 \$ en argent comptant. À la veille de la crise en 2007, c'est plutôt 37 \$ par tranche de 100 \$ que détiennent ces mêmes entreprises. Depuis, l'accumulation d'actifs liquides par les entreprises non financières au Canada correspond à un peu plus du tiers de leur endettement total.

L'immense accumulation d'épargne que nous venons de présenter n'est pas distribuée également dans l'ensemble des secteurs économiques. Mais, encore une fois, les chiffres démentent les lieux communs. Ce ne sont pas les secteurs faisant face à plus de risques ou plus de perspectives de croissance basées sur l'innovation qui accumulent nécessairement le plus d'actifs liquides. Le portrait est beaucoup plus compliqué, comme le montrent les chiffres du tableau 3.

GRAPHIQUE 11 Ratio d'actifs liquides sur dettes, Canada (1990-2013)



Source : Statistique Canada, CANSIM, tableau 378-0121, calculs des auteurs-s.

Le secteur manufacturier est, de loin, le principal détenteur des actifs liquides accumulés, suivi par les secteurs des sciences (pharma, biotech), de la gestion immobilière, de la construction, du commerce et des hydrocarbures. Cependant, quand on examine le rythme d'accumulation des actifs, on voit clairement trois phases distinctes où les secteurs jouent des rôles différents. Comme le montre le graphique 12, le secteur manufacturier entame un cycle de surépargne dès 1994 et maintient un rythme d'accumulation élevé jusqu'à aujourd'hui, triplant ses avoirs liquides en 20 ans. Les autres secteurs qui connaissent une croissance rapide entament le

TABEAU 3 Distribution sectorielle des actifs liquides en (2013)

Secteur	Part des liquidités totales
Manufacturier	15,1 %
Professionnel et scientifique	11,0 %
Immobilier	10,7 %
Construction	10,6 %
Commerce de gros	10,3 %
Pétrole et gaz	8,3 %
Commerce de détail	7,3 %
Éducation, services sociaux, santé	5,5 %
Administration et gestion des déchets	4,2 %
Transport	3,8 %
Autres secteurs	12,5 %

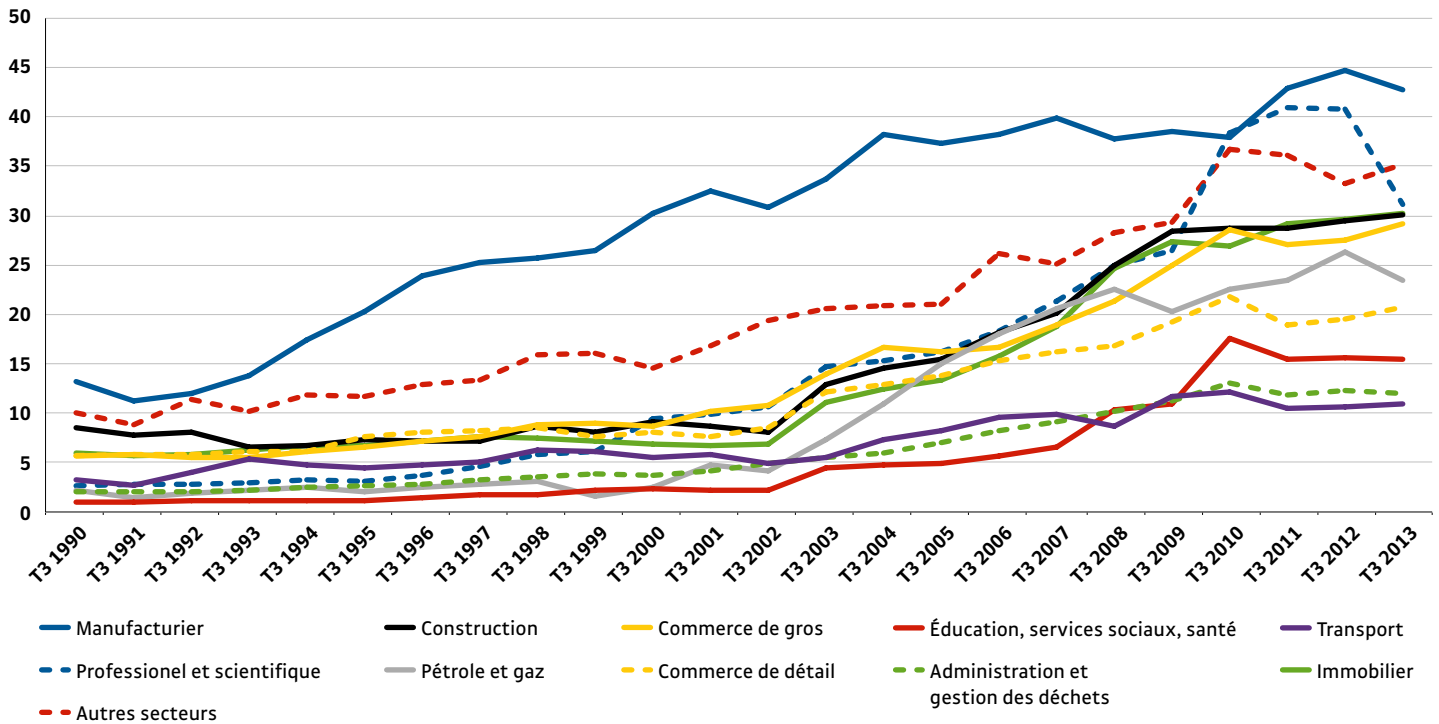
Source : Statistique Canada, CANSIM, tableau 187-0001, calculs des auteurs-s.

cycle plus tardivement, soit à compter de 2002-2003, avec une accélération importante entre 2006 et 2009 pour ensuite connaître une stabilisation ou une légère chute.

Ceci nous amène donc, en 2013, aux 604 G\$ en actifs liquides représentant la surépargne accumulée par les entreprises incorporées non financières au Canada. Loin d'être un phénomène récent, le magot commence à croître à compter de 1996 et l'accumulation s'accélère à partir de 2003. Dans un premier temps, c'est l'affaire des entreprises du secteur manufacturier, mais, à compter de 2004 et davantage en 2006, tous les secteurs de l'économie non financière sont pris de cette fièvre de la surépargne. Seul changement notable, en réaction à la crise, les entreprises diversifient la devise dans laquelle elles détiennent cette masse d'actifs liquides; les avoirs en dollars canadiens cessent de progresser en 2009, tandis que les avoirs en devises étrangères prennent le relais et poursuivent la tendance.

D'où vient l'argent épargné? Manifestement, ce sont des profits qui s'accumulent d'année en année, sans que le gouvernement les absorbe par le biais de l'impôt sur les bénéfices des entreprises, ni que les actionnaires les reçoivent sous la forme de dividendes, alors même que les dividendes augmentent eux aussi. Ce sont ainsi des profits qui ne sont pas réinvestis dans l'économie, des profits qui ne servent même pas à alléger l'endettement des entreprises. Cette masse de liquidités s'entasse dans les comptes bancaires, sauf une petite partie risquée sur les marchés monétaires. Cette tendance à l'accroissement de la masse d'épargne dépasse la croissance de l'investissement dans l'économie depuis deux décennies, et rien n'indique qu'elle soit

GRAPHIQUE 12 Évolution sectorielle des actifs liquides, G\$ dollars constants de 2013, Canada (1990-2013)



Source : Statistique Canada, CANSIM, tableau 187-0001, calculs des auteurs-e-s.

destinée à être dépensée un jour en immobilisations ou en recherche et développement. Une fois toutes les hypothèses écartées, il ne reste que le facteur identifié par Jim Stanford pour expliquer l'origine de la surépargne, soit les baisses d'impôts sur leurs revenus dont ont bénéficié les grandes entreprises au Canada.

Aujourd'hui, la masse de surépargne a atteint la proportion surréaliste de 32 % du PIB, ce qui nous place parmi le palmarès des pays dont les entreprises épargnent le plus, au point où une revue comme *The Economist* juge que cela nuit à leur croissance économique et, dans le cas du Japon, à la croissance de l'économie mondiale. En effet, le magazine note qu'une dépense en investissements réels de seulement la moitié de l'épargne détenue par les entreprises asiatiques pourrait ajouter 2 points de pourcentage à la croissance de l'économie mondiale. Au Canada, cela représenterait pour les entreprises non financières des dépenses directes de l'ordre de 300 G\$! Si nous ne pouvons contraindre des entreprises à dépenser de manière productive leurs profits, nous pouvons tout de même cesser d'entretenir le contexte qui engendre cette tendance à la hausse de l'épargne, et ce, en premier lieu, en inversant les politiques fiscales laxistes qui sont le principal facteur de surépargne. Il ne faudrait par contre pas oublier le rôle de la répression des conditions du travail à l'ère néolibérale, qui a alimenté les profits des entreprises, et ainsi, la surépargne.

Portrait de la surépargne au Québec, données globales et analyse d'un panel d'entreprises

SURÉPARGNE, LA PART DU QUÉBEC

Comme nous venons de le voir, l'accumulation d'actifs liquides par les entreprises non financières est un phénomène particulièrement important au Canada. Non seulement l'état des lieux a de quoi surprendre, avec 604 G\$ d'actifs accumulés en date de 2013, mais la tendance à la progression de la surépargne est impressionnante, autant par sa durée que son intensité. Cette progression démarre au milieu des années 1990 et connaît un taux de croissance sur deux décennies de presque 500 %. Elle place le Canada en tête du palmarès des économies en matière d'accumulation d'actifs liquides par les entreprises. Est-ce qu'une même tendance à la surépargne est observable au Québec ?

Nous ne disposons pas de statistiques spécifiques sur l'accumulation d'épargne par les entreprises actives au Québec; il est donc nécessaire de procéder par estimation pour avoir un portrait du phénomène à l'échelle de l'économie québécoise. Nous savons que les secteurs industriels (manufacturier, construction, professionnel et scientifique) sont responsables d'une part importante de surépargne au Canada et que

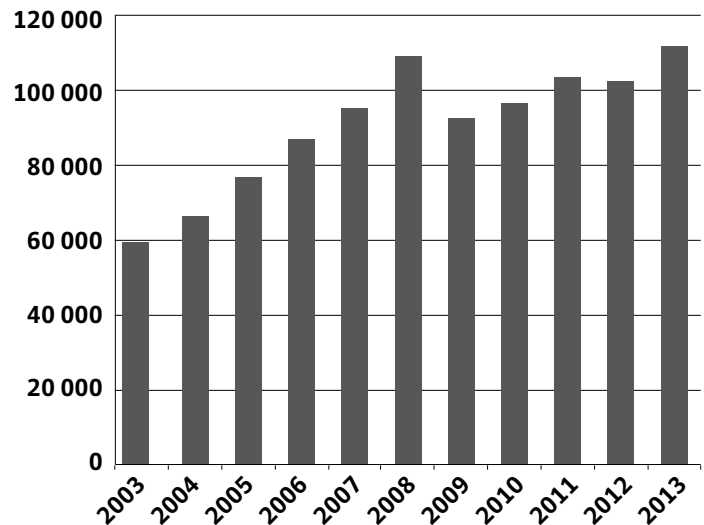
ces secteurs sont très importants au Québec. Il est donc possible d'estimer la part du Québec en transposant les proportions canadiennes dans l'économie québécoise. De plus, nous avons accès à des statistiques sur les bénéfices non répartis des sociétés et entreprises publiques pour la période de 2000 à 2010, calculés par l'Institut de la statistique du Québec. Comme nous avons vu, les bénéfices non répartis sont la source principale du flux de surépargne, et leur volume prédit assez bien l'évolution du stock d'actifs liquides, car de l'accumulation de l'un dépend en fait la progression de l'autre. Nous avons donc là un indicateur, certes imparfait mais utile pour comprendre cette tendance au Québec. Cependant, notre indicateur est d'autant plus imparfait que les données ne sont pas disponibles après 2010 et que cette mesure agrège l'ensemble des secteurs de l'économie, sans isoler le secteur privé non financier.

Nous commencerons tout de même par cette première mesure. Entre 2000 et 2010, la part attribuable à l'économie québécoise des bénéfices non répartis des sociétés privées et des entreprises publiques¹⁵ connaît un taux de progression spectaculaire, passant d'un peu plus de 10 G\$ à plus de 40 G\$ en 2010 (en dollars constants de 2013)¹⁶. Le graphique 13 s'en tient aux montants disponibles, soit de la période de 2000 à 2010.

Le moteur de la surépargne étant l'accumulation de bénéfices, tout porte à croire que le cas québécois ne se démarquera pas sensiblement de la tendance canadienne. Si tel est le cas, nous pouvons proposer une estimation de la surépargne québécoise en appliquant une méthode qui postule que le secteur des entreprises non financières au Québec génère par part de PIB autant que le secteur des entreprises non financières du Canada. Cette méthode repose sur la prémisse que la particularité de la structure industrielle du Québec n'introduit pas un biais significatif dans la transposition. Or, comme nous venons de le souligner, les secteurs identifiés au Canada comme vecteurs du processus de surépargne ont une présence importante au Québec. L'estimation repose sur le calcul suivant :

1. Pour chaque année analysée, nous calculons la contribution du secteur des entreprises non financières au PIB du Canada en dollars constants.
2. Nous calculons ensuite pour la même année la contribution du sous-secteur des entreprises non financières actives au Québec au PIB du Canada en dollars constants.
3. Ensuite nous divisons le chiffre obtenu à la deuxième étape par le chiffre obtenu à la première afin d'obtenir le ratio que représente la contribution des entreprises actives au Québec sur le total canadien. Ce ratio varie d'année en année.
4. En multipliant la masse d'actifs liquides accumulés par le secteur des entreprises non financières au Canada à chaque année par le ratio obtenu à la troisième étape, nous obtenons une estimation de la part qui revient au Québec. Ce calcul est représenté au tableau 4 et au graphique 14.

GRAPHIQUE 13 Bénéfices non répartis, G\$ constants de 2013, Québec (2000-2010)



Source : Institut de la statistique du Québec (ISQ), *Comptes économiques des revenus et dépenses du Québec*.

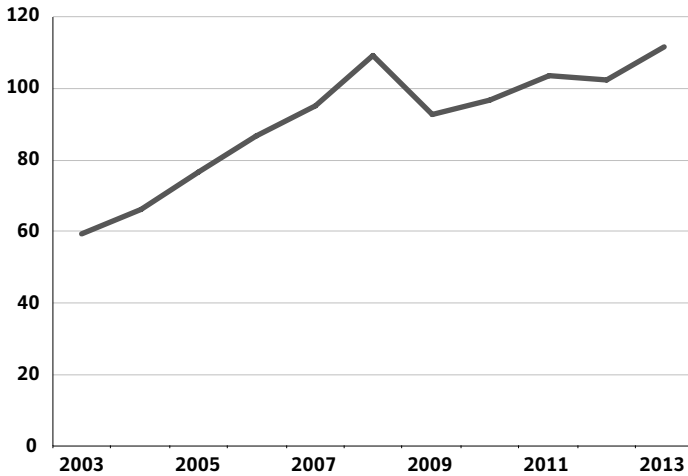
Le montant de surépargne attribuable au Québec pour l'année 2013 serait donc estimé par cette méthode à 111,75 G\$. Cela veut dire qu'il existerait une accumulation d'actifs liquides pouvant atteindre près du tiers du PIB du Québec, c'est-à-dire équivalente à la surépargne au Canada en poids relatif et, on se l'imagine, dans ses effets macro-économiques.

UNE ANALYSE PLUS DÉTAILLÉE

Pour mieux comprendre la dynamique d'accumulation d'épargne, nous avons constitué un échantillon d'entreprises actives au Québec et procédé à l'analyse de leurs données financières. L'objectif est de capturer la surépargne au niveau de l'entreprise ou du groupe. Cet échantillon a été construit à partir du palmarès des plus importants employeurs du secteur privé au Québec, comptabilisé par le journal *Les Affaires* pour l'année 2013 sous la forme des « 500 au Québec¹⁷ ». Nous avons exclu de notre échantillon les entreprises financières, dont les banques, caisses, assureurs et gestionnaires de fonds, pour ne retenir que les entreprises privées cotées en Bourse ou à capital ouvert, pour lesquelles des renseignements financiers sont disponibles. Cela nous a donné un « panel » de 92 entreprises pour l'année 2012, dont la plupart sont des noms bien connus, puisqu'il s'agit de grandes entreprises omniprésentes au Québec, énumérées au tableau 5.

Nous avons pu obtenir du site web « Globe Investor » les données financières présentées dans le rapport annuel de chacune de ces entreprises pour les années de 1999 à 2012, dont leur accumulation d'actifs liquides¹⁸.

GRAPHIQUE 14 Estimation de la surépargne, G\$ dollars constants de 2013, Québec (2003-2013)



Source : Statistique Canada, CANSIM, tableau 379-0029, calculs des auteurs-s.

MONTANT TOTAL DE LA SURÉPARGNE

Cela dit, nous obtenons tout de même un chiffre total impressionnant. Notre groupe de 92 entreprises détient collectivement en 2012 près de 97 G\$US en actifs liquides¹⁹. Remarquons d'emblée que ce montant n'est pas directement et entièrement imputable à l'économie québécoise. Comme nous allons le voir, la plupart des entreprises qui sont les plus importants thésauriseurs d'actifs liquides au Québec sont aussi des filiales de multinationales et de grands groupes dont l'activité se déploie sur tout le territoire canadien. Cette mise en garde étant faite, il est quand même utile de procéder à quelques comparaisons pour mettre en perspective ce chiffre de 97 G\$US qui représente près du quart du PIB du Québec. Ces 92 entreprises, en 2012, ont déclaré des profits sous la forme de bénéfices nets totalisant 99,7 G\$US et elles ont versé à leurs actionnaires près de la moitié de ces profits, soit 41,2 G\$US. Ces données sur les profits et leurs usages ont été réunies dans le tableau 6 au cours des 4 années où il est pertinent d'examiner nos données de manière agrégée²⁰.

Deux faits doivent être retenus : d'abord la grande stabilité du montant total d'actifs liquides sur les 4 années de référence, ensuite la progression du versement de dividendes et des montants consacrés au rachat d'actions. Ceci indique l'absence de lien causal entre les bénéfices avant impôts et le niveau de dividendes que nous avons constaté au niveau agrégé. L'accumulation d'actifs liquides et le versement d'une rente aux actionnaires par le biais des dividendes et du rachat d'actions relèvent de conventions qui sont relativement indépendantes du niveau des profits courants²¹.

Comment évolue à plus long terme l'accumulation d'actifs liquides à l'intérieur de notre échantillon ? Bien que nos données ne remontent qu'à 1999, la composition du groupe

TABLEAU 4 Estimation de la surépargne, M\$, Québec (2003-2013)

	Total des actifs liquides	Pourcentage du Québec	Part des actifs liquides attribuable au Québec par le biais du % du PIB
2003	307 186	19,3 %	59 334
2004	345 724	19,2 %	66 276
2005	409 914	18,7 %	76 815
2006	464 409	18,7 %	86 851
2007	506 634	18,8 %	95 247
2008	556 380	19,6 %	109 066
2009	478 790	19,4 %	92 660
2010	512 632	18,9 %	96 690
2011	556 468	18,6 %	103 598
2012	542 977	18,9 %	102 537
2013	604 473	18,5 %	111 750

Source : Source des données, CANSIM tableau 379-0089, calculs des auteurs-s.

change avec le temps, puisque les entreprises qui sont actives en 2012 ne le sont pas toutes nécessairement auparavant. En effet, des 92 entreprises observées en 2012, il y en a seulement 50 qui étaient déjà actives en 1999. C'est pendant la période de 2001 à 2007 que s'ajoute le plus grand nombre d'entreprise à ce panel, le nombre passant de 79 à 89. Afin de contourner partiellement ce problème de biais de population, nous avons généré des chiffres per capita, c'est-à-dire que nous avons rapporté les grandeurs de chaque année au nombre d'entreprises non financières présentes. Étant donné la grande disparité de taille des entreprises réunies dans ce panel, les chiffres obtenus ne doivent pas être interprétés comme valeur de quelque entreprise « moyenne » mais seront plutôt utilisés comme indicateur de tendances. Finalement, l'arrivée d'une nouvelle entreprise dans le panel, comme Rio Tinto Alcan, peut avoir un impact important sur les valeurs lors d'une année précise. Cela nous amène à examiner les données en tenant compte de deux principes d'interprétation. Premièrement, circonscrire l'analyse des données agrégées applicable à toute la population à la période de 2008 à 2012, 4 années pendant lesquelles l'échantillon que constitue le panel est demeuré relativement stable. Ensuite, pour les analyses per capita, il faut s'en tenir à l'analyse de tendances à plus long terme plutôt qu'aux variations annuelles. Tout cela étant dit, cette technique nous permet de reconstituer partiellement l'évolution de la surépargne au cours des années de référence.

TABLEAU 5 Liste des entreprises retenues dans le panel

ADF (Groupe)	EXFO	Progressive Waste Solutions Ltd.
AECOM Technology	GENIVAR Inc.	Quebecor Inc.
Agnico Eagle Mines Ltd.	George Weston Ltd.	Quincaillerie Richelieu
Aimia Inc.	Gildan Activewear Inc.	Reitmans (Canada) Ltd.
Air Canada	Glatfelter	Rio Alto Mining Ltd.
AirBoss Produits d'Ingénierie	GlaxoSmithKline	Rio Tinto Alcan
Alimentation Couche-Tard Inc.	Goodfellow	RockTenn Canada
Aon Hewitt	Hartco	Rogers Communications Inc.
Autodesk Canada	Héroux-Devtek	Rona Inc.
BCE Inc.	HNZ (Groupe) (anc. Hélicoptères canadiens)	SAP Canada
Bell Helicopter Textron Canada	Home Depot Canada	Saputo Inc.
Bikini Village (Groupe)	Imvescor Restaurant Group (restaurants Scores, Bâton Rouge, Mikes, Pizza Delight)	Sears Canada
Bombardier Inc.	Jean Coutu (Groupe)	Shoppers Drug Mart Corporation
Boston Pizza International	Lassonde (Industries)	SNC-Lavalin Group Inc.
Brookfield Asset Management Inc.	Le Château	Sportscene (Groupe)
Bureau en gros	Logistec	Steris Canada
CAE Inc.	Lunetterie New Look	Telus Corporation
Canadian National Railway Company	MacDonald, Dettwiler and Associates Ltd.	Tembec
Canam (Groupe)	Manitoba Telecom Services Inc.	Transat A.T.
Cascades	MEGA Brands	Transcontinental Inc.
CGI Group Inc.	Metro Inc.	TransForce Inc.
COGECO	Mines Richmond	Uni-Sélect
Cogeco Cable Inc.	Morneau Shepell	United Parcel Service (UPS)
Colabor (Groupe)	MTY (Groupe d'alimentation)	Valeant Pharmaceuticals International, Inc.
Cominar Real Estate Investment Trust	Newalta	Velan
Costco (Les entrepôts)	Novartis Canada	Wajax Corporation
CVTech (Groupe)	Nuance Communications Canada	Walmart
Dollarama Inc.	Osisko Mining Corporation	Winpak
Dorel Industries Inc.	PepsiCo Breuvages (Canada)	Xerox Canada
Ericsson Canada	Power Corporation of Canada	Zinc électrolytique du Canada

TABEAU 6 Profits et leurs usages, G\$ constants de 2012 (2009-2012)

Année	Bénéfices avant impôts	Dividendes + rachat d'actions	Actifs liquides accumulés
2012	99,7	36,7 + 4,5 = 41,2	97
2011	121,5	34,9 + 5,5 = 40,4	92
2010	112,6	30,7 + 4,0 = 34,7	103
2009	93,1	32,6 + 4,1 = 36,7	100

Source : Base de données Globe Investor, calculs des auteurs.

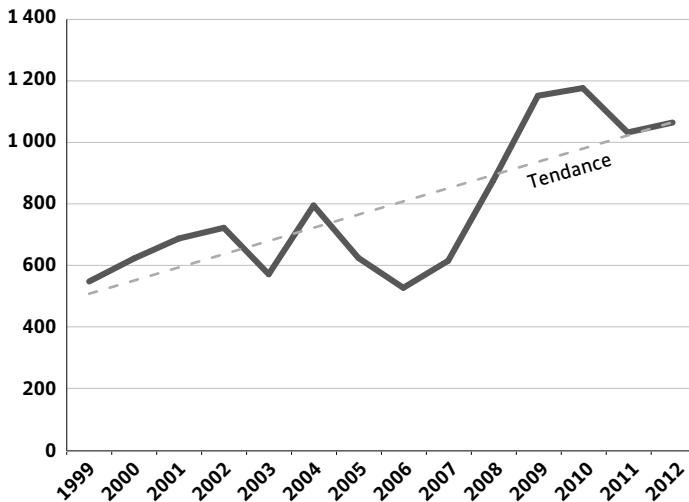
Le graphique 15 retrace ainsi, pour la période de 1999 à 2012, la masse par firme d'actifs liquides en M\$US constants de 2012.

S'il est difficile d'interpréter ces données année par année, compte tenu des effets de population, la tendance générale qui se dégage est à un accroissement systématique des actifs liquides par capita dans l'échantillon, dont le taux de croissance globale pour la période est de 1,9. Cette tendance à la hausse est plus importante que l'augmentation des bénéfices avant impôts par firme, qui est de 1,6. Mais surtout, elle contraste avec l'évolution du montant des impôts payés par

TABEAU 7 Concentration de la détention d'actifs liquides, M\$US (2010-2012)

Entreprise	2012		2011		2010	
	M\$US	Proportion	M\$US	Proportion	M\$US	Proportion
Ericsson Canada	11 337	11,9 %	12 428	12,9 %	12 131	11,7 %
Rio Tinto Alcan	7 082	7,4 %	9 670	10,0 %	9 948	9,6 %
GlaxoSmithKline	6 838	7,2 %	9 463	9,8 %	9 650	9,3 %
Novartis Canada	8 119	8,5 %	5 075	5,3 %	8 134	7,9 %
Walmart	6 550	6,9 %	7 395	7,7 %	7 907	7,6 %
PepsiCo Breuvages (Canada)	6 619	6,9 %	4 425	4,6 %	6 369	6,1 %
Costco (Les entrepôts)	4 854	5,1 %	5 613	5,8 %	4 749	4,6 %
George Weston Ltd.	3 727	3,9 %	3 734	3,9 %	4 706	4,5 %
SAP Canada	3 183	3,3 %	6 915	7,2 %	4 672	4,5 %
United Parcel Service (UPS)	7 924	8,3 %	4 275	4,4 %	4 081	3,9 %
Power Corporation of Canada	3 540	3,7 %	3 741	3,9 %	4 016	3,9 %
Brookfield Asset Management Inc.	3 224	3,4 %	3 170	3,3 %	3 413	3,3 %
Bombardier Inc.	2 896	3,0 %	4 195	4,3 %	3 372	3,3 %
Air Canada	2 026	2,1 %	2 099	2,2 %	2 192	2,1 %
Home Depot Canada	1 987	2,1 %		0,0 %	1 427	1,4 %
Bureau en gros	1 264	1,3 %	1 461	1,5 %	1 416	1,4 %
Sears Canada	—	—	—	—	1 382	1,3 %
SNC-Lavalin Group Inc.	1 175	1,2 %	1 231	1,3 %	1 288	1,2 %
Xerox Canada	1 246	1,3 %	—	—	1 211	1,2 %
Aon Hewitt	—	—	1 057	1,1 %	1 131	1,1 %
Autodesk Canada	1 411	1,5 %	1 274	1,3 %	1 001	1,0 %
Bell Helicopter Textron Canada	1 413	1,5 %	—	—	—	—
Total des 22 entreprises (sur un total de 92)	86 416	90,6 %	87 221	90,3 %	94 196	90,9 %

Source : Base de données Globe Investor, calculs des auteurs.

GRAPHIQUE 15 Évolution de la masse d'épargne par firme, M\$US constants de 2012, Québec (1999-2012)


Source : Base de données Globe Investor, calculs des auteurs-s.

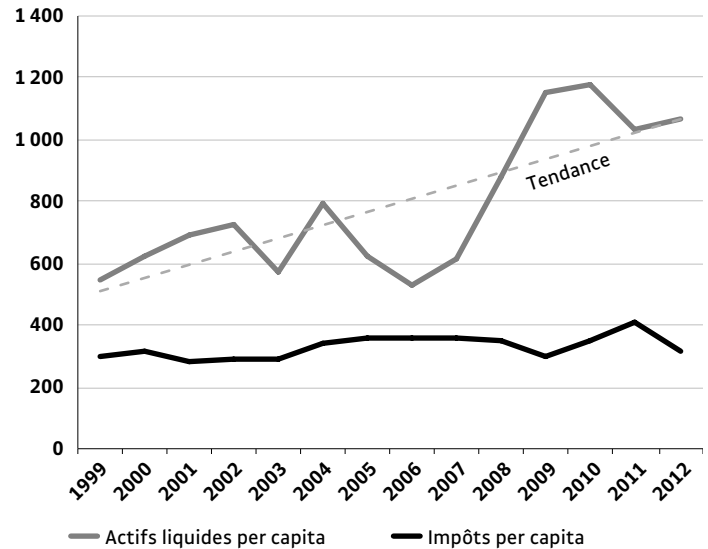
firme, en dollars constants, qui reste stable pendant toute la période de 13 ans (voir le graphique 16).

DISTRIBUTION DE LA SURÉPARGNE

Maintenant, comment se distribue réellement ce trésor d'actifs liquides entre les membres du panel? Nous avons pu constater qu'un petit nombre de très grandes firmes concentrent l'essentiel des actifs liquides : pour l'année 2012, sur les 92 firmes réunies dans notre panel, les 20 premières en termes d'actifs liquides détenus cumulaient ensemble plus de 90 % de l'épargne totale, soit 86 des 97 G\$US. Les 6 premières firmes du tableau 7 ci-dessus détiennent à elles seules 50 % de l'épargne accumulée par l'ensemble des firmes du panel. Nous y retrouvons 3 entreprises de haute technologie, dont 2 pharmaceutiques ayant bénéficié d'un important soutien de la part du gouvernement québécois, puis une grande manufacturière, Rio Tinto Alcan, ainsi que des entreprises de services et de distribution. La liste plus longue comprend quelques fleurons du secteur manufacturier du Québec.

Si nous remontons dans le temps, ce groupe en gras des entreprises qui contrôlent l'essentiel de l'épargne liquide est relativement stable, chacune étant présente parmi les grands thésauriseurs en 2011 et en 2010.

C'est donc un groupe restreint de grandes entreprises, pour la plupart des divisions de multinationales et quelques entreprises du Québec inc., qui sont les forces économiques derrière le mouvement plus global de surépargne. On peut également constater que la majorité de ces entreprises connaissent une progression de leurs actifs liquides supérieure ou égale à la progression de leurs actifs totaux ou de leurs ventes totales depuis 1999, comme le montre le tableau 8.

GRAPHIQUE 16 Accumulation d'actifs liquides versus impôts payés par firme, M\$US, dollars constants de 2012 (1999-2012)


Source : Base de données Globe Investor, calculs des auteurs-s.

On remarque tout de même que quelques importants thésauriseurs ont en fait diminué leur masse d'épargne avec le temps, soit en termes absolus. C'est le cas de la pharmaceutique Novartis, relativement à la progression de ses ventes, ainsi que de UPS, GlaxoSmithKline et SAP. Mais pour la vaste majorité du groupe, la progression de la masse d'actifs liquides est considérable, comme chez Ericsson, Pepsico, George Weston et Air Canada, et parfois même spectaculaire, comme chez Rio Tinto Alcan (multiplication par 6 de l'épargne en 4 ans), Xerox et Costco.

Conclusion

Le phénomène de surépargne par les grandes entreprises non financières a des assises profondes tant au Canada qu'au Québec, et la masse d'actifs liquides accumulés est très considérable. Nous ne sommes pas devant une tendance réversible à court terme, une réaction temporaire à un choc comme la crise de 2008 ou la récession qui y a fait suite. Le discours, rassurant, voulant que les entreprises non financières canadiennes aient simplement fait preuve de prudence en accumulant des réserves lors de périodes d'incertitude ne correspond pas à la réalité. Tant au Canada qu'au Québec, la tendance à la suraccumulation remonte aux années 1990 et s'est intensifiée dès les années 2000. Nous pouvons en conclure, tant à partir de nos données que de celles de l'étude de Stanford, que si les sources de revenus qui ont nourri cette accumulation proviennent d'un taux de profit avant impôts demeuré stable à environ 9 %, ce sont les baisses d'impôts consenties aux entreprises pendant les années 1990 et surtout à la fin des années 2000 qui ont augmenté significativement le flux de revenus sources d'épargne. Alors qu'elles devaient avoir un impact en stimulant

TABEAU 8 Progression de l'épargne et des ventes de quelques grandes entreprises (1999-2012)

Entreprise	Progression de l'épargne	Progression des ventes
Ericsson	234 %	34 %
Novartis	-27 %	159 %
UPS	26 %	100 %
Rio Tinto Alcan (à partir de 2008)	600 %	93 %
GlaxoSmithKline	116 %	205 %
PepsicoCanada	526 %	221 %
Walmart Canada	253 %	167 %
Costco	848 %	31 %
George Weston	267 %	57 %
SAP	390 %	400 %
Bombardier	252 %	183 %
Air Canada	388 %	190 %
Xerox Canada	989 %	116 %

Source : Base de données Globe Investor, calculs des auteurs.

l'investissement, elles ont plutôt stimulé la surépargne. Ceci est vrai pour le Canada, et encore plus pour le Québec, où l'investissement des entreprises non financières a baissé pendant la période d'explosion de l'épargne.

Les données tirées de l'étude de notre panel sont encore plus préoccupantes, puisqu'elles montrent que, pendant l'entière de la période, l'impôt payé par les grandes firmes stagne en dollars constants, alors que progressent leurs profits, que croît l'économie et surtout qu'explorent leurs actifs liquides accumulés. De plus, nous avons pu constater que la masse de ces actifs se concentre entre les mains d'un petit nombre de très grandes entreprises.

Le phénomène de la surépargne est donc une tendance lourde qui déjoue les stratégies d'incitation fiscale à l'investissement. Si nous comprenons d'où peuvent provenir les revenus qui seront accumulés et quel type d'entreprises non financières est responsable pour l'essentiel de cette tendance structurelle, il nous reste à comprendre pourquoi les grandes entreprises canadiennes «empilent du cash» de manière aussi spectaculaire et, enfin, à poser la question de ce que cela implique au plan politique et macro-économique.

Dans la note de recherche qui accompagne cette note socio-économique, nous avons exploré en détail ce que la littérature économique orthodoxe et hétérodoxe a à dire sur la question

de la surépargne. Nous avons compilé les divers causes et facteurs identifiés qui inciteraient les entreprises à accumuler des actifs liquides, écartant les hypothèses que cette note invalide. Ce travail théorique a débouché sur 6 hypothèses qui expliqueraient la surépargne. Nous ne souhaitons pas ici reprendre la discussion sur l'ensemble de ces facteurs, mais nous croyons important de présenter l'une d'entre elles, l'hypothèse que la surépargne soit la réponse des entreprises non financières à la formation d'une convention financière que nous avons nommée «Soyez liquides». Par convention financière, nous désignons une norme que la communauté financière valorise et impose dans ses évaluations aux entreprises non financières exposées aux marchés des capitaux (celles cotées en Bourse et aussi celles qui ont recours aux marchés obligataires). La convention «Soyez liquides» valorise tout simplement les entreprises qui détiennent une masse significative d'actifs liquides et pénalise celles qui n'en ont pas. Cette convention se forme dans les marchés financiers, particulièrement via les analystes, mais a pu se diffuser dans la sphère non financière par la suite et devenir une norme intériorisée par les entreprises elles-mêmes, qui cherchent à atteindre un haut ratio d'actifs liquides par rapport à d'autres valeurs (ventes, actifs, dette à court terme). Elles se donnent ainsi une mesure interne de liquidité qu'elles publicisent dans leurs communications avec leurs actionnaires et les analystes financiers. Un tel ratio devient dès lors structurant pour leurs propres activités.

Nous avons remarqué, lors de notre collecte de données sur les entreprises du panel, que la présence de tels ratios apparaissait dans les documents officiels (rapports annuels et trimestriels) des grands thésauriseurs à partir du milieu des années 2000. Cette convention «Soyez liquides» mériterait une analyse plus approfondie. Ce pourrait être un dépouillement systématique des communications d'un groupe ciblé de grandes entreprises qui surépargnent, ainsi que du discours des analystes financiers sur ces entreprises. D'ici à ce qu'une telle étude soit faite, nous pouvons retenir que cette hypothèse implique que les grandes entreprises non financières ont trouvé une justification économique à un comportement qui, à l'origine, était peut-être plus accidentel, ou du moins ne résultait pas d'une stratégie délibérée. Il est plausible que dans un premier temps la tendance à la surépargne soit tout simplement le produit d'une dynamique de suraccumulation comme l'explique la note de recherche : les débouchés justifiant des dépenses d'investissement n'étant pas au rendez-vous, les entreprises non financières accumulaient par défaut. La convention «Soyez liquides» a non seulement l'effet de rationaliser cette suraccumulation, mais elle transforme l'effet en norme. La tendance à la surépargne devient dès lors une contrainte que s'imposent les grandes entreprises et que récompensent les marchés financiers.

Dans son analyse du phénomène de la surépargne en Asie, le magazine *The Economist* s'inquiète des impacts macro-économiques négatifs de l'existence d'une masse d'actifs liquides qui correspond à 34 % du PIB en Corée du Sud. Selon *The Economist*, un tel taux pourrait avoir un impact négatif sur la croissance économique. Le magazine plaide pour que cette manne de liquidités, si elle ne peut être dépensée en investissements, soit retournée aux actionnaires. À 32 % de notre PIB, la masse de surépargne constatée au Canada risque certainement d'entraîner des impacts similaires. Nous sommes devant un des paradoxes macro-économiques classiques de Keynes. Plus certains agents importants d'une économie épargnent pour augmenter leur sécurité, plus la santé de l'économie mondiale se détériore vu l'affaiblissement de la demande totale. Donc, au final, trop d'épargne tue les possibilités futures de l'épargne en ralentissant la croissance économique et en réduisant les revenus susceptibles d'être épargnés. Quel impact ce paradoxe a-t-il sur l'économie canadienne? Que serait l'effet d'une réduction de l'épargne des entreprises non financières canadiennes jusqu'au niveau actuellement observé aux États-Unis, soit 11 % du PIB? Ce sont des questions que nous laissons à des études futures. Nous pouvons conclure tout de même que la politique qui prône qu'il faut abaisser les impôts des grandes entreprises pour leur accorder une marge de manœuvre et ainsi les inciter à investir n'a plus aucune valeur à l'aune de la présente recherche.

Eric Pineault, chercheur-associé à l'IRIS
avec la collaboration d'Ariane Gobeil et de Christian Pépin

Notes de fin de document

- 1 Les banques et institutions financières sont ici exclues de cette étude, car leurs liquidités font l'objet de nouvelles réglementations en matière de fonds propres, visant à préserver leur solvabilité en période de fortes turbulences financières, afin d'éviter une crise financière. Au sein du secteur financier, de hauts niveaux de liquidités ont donc un rôle positif sur la stabilité macro-économique, un jugement qui ne peut être appliqué d'emblée aux entreprises non financières.
- 2 « A \$2.5 trillion problem », *The Economist*, édition du 27 septembre 2014.
- 3 J. M. Keynes, *A Treatise on money*, vol. 1, chap. 3, London, Macmillan, 1930.
- 4 Il s'agit du papier commercial et des titres courts émis par les gouvernements et les administrations publiques.
- 5 Les montants ont été arrondis.
- 6 Jim Stanford, *Having Their Cake and Eating It Too*, Canadian Center for Policy Alternatives, 2011. Voir aussi le rapport du Congrès du travail du Canada de janvier 2014, *What did Corporate Tax Cuts Deliver?*
- 7 La notion de convention financière est une explication de la façon dont les acteurs de la sphère financière produisent des normes de rendement sur les titres à partir de processus mimétiques. Le rendement attendu ne reflète pas la valeur de l'activité sous-jacente d'où sont tirés les revenus, par exemple l'activité d'une entreprise productive, sa rentabilité dans la provision d'un bien ou d'un service, mais plutôt la valeur que la communauté financière attribue au titre de manière spéculative et que les acteurs non financiers devront valider. Ici, en l'occurrence, nous voyons en action une norme qui dicte que les flux de dividendes doivent être maintenus à un certain niveau, peu importe les aléas des activités d'affaires sous-jacentes.
- 8 On observe une légère remontée à partir du début des années 2000, qui reflète l'importance croissante des investissements en équipement d'extraction et de transport du pétrole issu des sables bitumineux. En 1990, le secteur pétrolier est responsable de 5 % de l'investissement privé au Canada, alors qu'en 2013, il représente maintenant plus de 20 % de l'investissement privé. Si on soustrait cet apport du secteur extractif, on remarque que la tendance à l'investissement est plutôt à la baisse et atteint 6,8% du PIB en 2013.
- 9 C'est par exemple la position du ministère des Finances du Canada à partir de 2013. Ministère des Finances du Canada, *Cash Holdings of Canadian Non-Financial Corporations*, rapport interne, février 2013 (disponible sur demande).
- 10 Les données disponibles ici n'incluent que les dépôts bancaires, et excluent du calcul les instruments à court terme. Mais comme nous avons vu dans le tableau 1, ceux-ci n'ont qu'une contribution marginale à la masse de surépargne, et donc leur exclusion ne change pas significativement les données.
- 11 On inclut ici la valeur de tous les avoirs financiers : titres, prêts et produits dérivés.
- 12 Statistique Canada, CANSIM, tableau 378-0121, calculs des auteur-e-s.
- 13 Il s'agit essentiellement de contrats à terme et options sur des taux de change et des taux d'intérêt ainsi que, dans une moindre mesure, sur la valeur future de certaines marchandises de base comme le pétrole et le gasoil dans le cas des transporteurs aériens.
- 14 Nous avons pu établir l'identité de la catégorie « autres actifs » par le biais d'une communication personnelle avec les personnes responsables de cette enquête à Statistique Canada.
- 15 Par « entreprises publiques », on entend ici les entreprises dont les actions sont négociées sur les marchés financiers, et non les sociétés d'État.
- 16 Si nous projetons jusqu'en 2014 ce taux de croissance moyen de 17 %, le montant accumulé pourrait représenter jusqu'à 76 G\$, soit 20 % du PIB estimé à 375 G\$ au prix du marché au troisième trimestre de 2014.
- 17 La liste de ces entreprises est disponible à cette adresse : www.lesaffaires.com/classements/les-500/liste.
- 18 Moins précis que les données de la comptabilité nationale, celle-ci mesure uniquement le montant mondial d'actifs liquides que détient chaque entreprise, peu importe leur forme, qu'ils soient en monnaie, en dépôts bancaires, en titres à très court terme, et qu'ils soient en devises canadiennes ou étrangères. De plus, les chiffres que nous avons obtenus sont en dollars américains. Pour la période que nous analysons de près, soit de 2009 à 2012, le taux de change passe de 95 cents canadien pour 1 dollar US en décembre 2009 à 99,7 cents canadiens en 2012, c'est-à-dire presque la parité. Le dollar canadien atteint cette quasi-parité à partir du dernier trimestre de 2010. Nous avons donc décidé de maintenir les montants en dollars US.
- 19 Le chiffre exact est de 96 974,37 M\$US.
- 20 Le panel étant constitué à partir de la liste des plus importants employeurs en 2012, plus on recule dans le passé, plus le nombre

d'entreprises diminue et plus les données souffrent d'un biais. Pour les 4 années allant de 2012 à 2009, il n'y a perte que d'une entreprise dans le panel, tandis qu'à partir de 2008, le nombre de firmes diminue systématiquement.

- 21** Dans une note de recherche qui accompagne cette note socio-économique, nous démontrons que cette convention est une construction institutionnelle de la communauté financière.

The logo for IRIS, consisting of the letters 'IRIS' in a bold, white, sans-serif font, centered within a solid black rectangular background.

**Institut de recherche
et d'informations
socioéconomiques**

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

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

ISBN 978-2-923011-54-7