

## Évolution des investissements : un aperçu international

Gilles L. Bourque

DÉCEMBRE 2018

## Notices biographiques

Chercheur pour l'IRÉC, **Gilles L. Bourque** détient un doctorat en sociologie économique et une maîtrise en sciences économiques à l'UQAM. Il est l'auteur du livre ***Le modèle québécois de développement : de l'émergence au renouvellement***, paru en 2000 aux Presses de l'Université du Québec qui a obtenu le premier Prix pour la meilleure thèse de doctorat de l'IRÉC. Il est coauteur, avec Benoît Lévesque, du livre ***Le renouveau de la sociologie économique de langue française***, Paris, Desclée de Brouwer, 2000.

© Institut de recherche en économie contemporaine

ISBN 978-2-924927-18-2 (PDF)

ISBN 978-2-924927-19-9 (version imprimée)

Dépôt légal — Bibliothèque nationale du Québec, 2018

Dépôt légal — Bibliothèque nationale du Canada, 2018

IRÉC, 10555, Avenue de Bois-de-Boulogne, CP 2006, Montréal (Québec) H4N 1L4

# Faits saillants

Dans la première de cette série de notes de recherche sur les investissements publics et privés, nous avons constaté une baisse tendancielle des investissements au Québec et au Canada. Dans cette deuxième note, en faisant des comparaisons avec les autres pays du G7, nous cherchons à déterminer dans quelle mesure il existe des tendances globales qui affectent les investissements dans les pays avancés. Que s'est-il réellement passé d'un point de vue global ? Comment les autres pays de l'OCDE se sont-ils comportés sur le plan des investissements privés et publics et comment, sur cette base, peut-on mieux comprendre ce qui s'est passé au Canada et au Québec ?

## Comparaison internationale et thèse de la stagnation séculaire

- L'évolution de l'investissement dans les économies développées et émergentes est allée de pair avec l'effondrement de l'activité dans la foulée de la Grande Récession. Tous les pays ont vu leurs investissements totaux fortement ralentir en 2008 et 2009. Mais ce sont les pays avancés qui ont payé le prix fort de la crise financière. Au-delà de cette crise, le niveau moyen de croissance des pays du G7, au cours des deux dernières décennies, est passé d'une moyenne de 3% en 1996 à 0,6% en 2017.
- La thèse de la « stagnation séculaire » du taux de croissance expliquerait cette évolution par une insuffisance structurelle de la demande globale. Elle repose sur l'idée que la transition démographique et l'accroissement des inégalités que connaissent les pays avancés depuis quelques années freinent la croissance dans la mesure où elles dépriment la demande globale. Malheureusement, le pronostic de la thèse se limite trop aux enjeux habituels du vieillissement et de l'inclusion.
- Sur d'autres axes d'intervention publique, ses partisans confortent les mêmes politiques qui, depuis des années, génèrent de plus en plus d'inégalités dans les pays avancés, en particulier celles liées à la financiarisation de l'économie et à la libéralisation du commerce international. En outre, même s'ils proposent des programmes plus ambitieux de dépenses publiques, ils restent foncièrement ancrés dans une vision assez conservatrice de la gestion des finances publiques, la prédominance de la rigueur budgétaire ayant trop souvent tendance à amoindrir les ambitions des programmes de dépenses mis en place.
- En nous appuyant sur des recherches menées par le FMI et l'OCDE, nous montrons que la financiarisation peut conduire à un affaiblissement de la stabilité financière des États, des entreprises et des ménages. Lors des crises financières, les gouvernements ont à assumer les coûts liés au sauvetage du secteur financier. Dans la plupart des cas, il s'agit d'un « déficit caché », les passifs éventuels impliqués tendant à se matérialiser ex-post,

après une période de forte croissance brutalement interrompue par une crise financière. En moyenne, l'endettement public des sept pays serait ainsi passé de 76,8% du PIB en 2001 à 117,9% en 2016, soit une hausse de 54%.

- Les politiques de rigueur ou d'austérité, peu importe le nom qu'on leur donne, ont carrément défait ce que les coûteuses politiques de reprise avaient manifestement réussi à créer en 2009-2010. Les estimations montrent que s'il n'y avait pas eu une telle politique de rigueur, le PIB per capita serait repassé au-dessus de sa valeur d'avant crise en 2013 ou 2014. Les économistes de l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE) utilisent l'expression « d'auto-destruction programmée » pour qualifier cette situation.
- Depuis le début des années 1980, on peut caractériser le contexte global comme une période de mondialisation perturbatrice. Cette mondialisation représente une dynamique pernicieuse qui fragilise les cadres nationaux de régulation, mais qui ne met pas en place les nouvelles règles qui assureraient une prospérité pour tous. Et dans la foulée de cette dynamique, on assiste à l'émergence de toutes sortes d'autres pratiques, comme la montée en puissance des firmes numériques (les GAFAs) qui aggrave la délocalisation des bénéfices des entreprises vers les paradis fiscaux.
- Finalement, les limites écologiques de l'activité économique jouent probablement un rôle non négligeable dans la stagnation actuelle. Il apparaît de plus en plus clair que les impacts environnementaux sont déjà matériellement assez significatifs pour nuire à la croissance globale. Malheureusement, les estimations actuelles en termes de « pertes économiques » ne tiennent pas compte des coûts globaux que représente le réchauffement climatique puisque le coût économique des désastres naturels ne représente qu'une partie des pertes en capital naturel, et en services écologiques fournis, qu'impacte le modèle de croissance fondée sur les énergies fossiles.

### **Retour sur le cas québécois**

- À la lumière de l'analyse des diverses causes probables de la baisse des investissements, qui ont été abordées dans cette note, nous avons fait un bref retour sur le cas québécois pour illustrer les limites du modèle québécois de développement dans un contexte de stagnation séculaire. Nous relevons d'abord les impacts désastreux de la stratégie extractiviste sur les secteurs industriels québécois. La part des produits manufacturés dans les exportations québécoises a chuté de huit points de pourcentage pendant la période de croissance exubérante des sables bitumineux. Par ailleurs, des industries entières ont perdu leurs expertises de base et ont été incapables de renouer avec la croissance lors de la reprise de l'activité économique.
- Les politiques d'austérité qui se sont succédé depuis 20 ans, à Ottawa ou à Québec, n'ont fait qu'empirer le problème. Non seulement la baisse des transferts fédéraux a fragilisé

les finances du Québec, mais elle a forcé les gouvernements du Québec à faire des choix budgétaires qui ont miné les services publics. Cette nouvelle normalité de gestion des finances publiques a grandement affecté les investissements privés. Du côté des investissements publics, les gouvernements n'ont pas soutenu leurs efforts suffisamment longtemps après la crise de 2008-2009 pour consolider la reprise.

- Ce qui est encore plus préoccupant, c'est que nous voyons apparaître au Canada les signes inquiétants d'un retour des pratiques financières non soutenables. Malgré les pertes gigantesques qui ont suivi l'éclatement de la bulle spéculative, on voit une plus forte pénétration des principes de la financiarisation. Au cours des années récentes, on assiste à une évolution contrastée particulièrement néfaste, avec d'un côté une forte croissance des dividendes versés et de l'autre un décrochage marqué des investissements des entreprises. Nous estimons que cela devrait servir de signal d'alarme aux autorités compétentes, du fait que la distribution des surplus d'exploitation vers les détenteurs de titres aurait atteint un niveau qui serait nuisible aux capacités d'investissement des entreprises.



# Table des matières

<b>Faits saillants</b> .....	i
<b>Liste des tableaux et graphiques</b> .....	vi
<b>Introduction</b> .....	1
CHAPITRE 1	
<b>Une comparaison internationale</b> .....	3
1.1 Évolution des investissements dans les pays avancés .....	3
1.2 Stagnation séculaire ou apathie auto-infligée ? .....	6
CHAPITRE 2	
<b>D'autres facteurs explicatifs de la baisse des investissements</b> .....	9
2.1 La finance peut nuire à la croissance. ....	9
2.2 Des politiques d'austérité qui se normalisent .....	12
2.3 Une mondialisation perturbatrice .....	15
2.4 Les frictions d'un changement de paradigme ? .....	17
Conclusion .....	21
CHAPITRE 3	
<b>Retour sur le cas québécois</b> .....	23
3.1 Maladie hollandaise, mondialisation et bilan carbone .....	23
3.2 Austérité, endettement et insuffisance de la demande globale .....	26
3.3 Le Québec inc. 2.0 : de maître à rentier .....	31
<b>Conclusion</b> .....	35

# Liste des tableaux et graphiques

GRAPHIQUE 1. Évolution des investissements dans les pays avancés et émergents	4
GRAPHIQUE 2. Évolution des investissements dans les pays du G7 (taux de croissance annuel)	5
GRAPHIQUE 3. Évolution de la part des investissements dans les pays du G7 (indice 100 en 1990)	6
GRAPHIQUE 4. Évolution de l'endettement privé dans les pays du G7 (en % du PIB)	11
GRAPHIQUE 5. Évolution de l'endettement public dans les pays du G7 (indice 100 en 2001)	13
GRAPHIQUE 6. Évolution du PIB per capita de quelques pays (en \$US 2005, PPA)	15
GRAPHIQUE 7. Évolution des pertes économiques des désastres naturels dans le monde (G\$)	19
GRAPHIQUE 8. Évolution du taux de change (\$CA/\$US) et des exportations québécoises de biens (en million \$)	24
GRAPHIQUE 9. Investissements en bâtiment non résidentiel, selon le type de bâtiment, Québec, 1997-2016 (en M\$)	25
GRAPHIQUE 10. Évolution des revenus autonomes et totaux, des dépenses et des transferts fédéraux, Québec 1971-2013 (indice 100=1971)	27
TABLEAU 1. Fiscalité des entreprises : les 10 pays les plus favorables et les plus défavorables	28
GRAPHIQUE 11. Évolution de certains éléments du PQI, 2013-2023 à 2017-2027	29
GRAPHIQUE 12. Évolution des prêts détenus par les institutions de dépôt, Québec, 2001-2017 (en M\$)	30
GRAPHIQUE 13. Évolution des revenus de placements et des investissements des entreprises (indice 100=2000, axe de gauche) et des déclarants (en M\$, axe de droite), Québec	32

# Introduction

La baisse tendancielle des investissements, constatée dans la première de cette série de notes de recherche<sup>1</sup>, n'est pas un fait unique au Canada. Comme nous le verrons dans la présente note, il s'agit là d'une tendance assez généralisée dans le monde, à l'exception de quelques pays qui ont connu un rattrapage accéléré au cours des récentes décennies, la Chine par exemple. Que s'est-il réellement passé d'un point de vue global ? Comment les autres pays de l'OCDE se sont-ils comportés sur le plan des investissements privés et publics et comment, sur cette base, peut-on mieux comprendre ce qui s'est passé au Canada et au Québec ?

Dans cette deuxième note, nous compléterons l'analyse que nous avons faite précédemment en faisant des comparaisons avec d'autres pays membres de l'OCDE pour évaluer dans quelle mesure il existe des tendances globales qui affectent les investissements. Dans le contexte actuel de reprise de l'économie globale, on se demandera également si le courant de pensée qui suggère une « stagnation séculaire » des pays développés pour expliquer ce phénomène est toujours pertinent. Cette réflexion est importante puisque c'est sur la base des constats que nous pourrions tirer de cette analyse que nous tenterons par la suite, dans la troisième et dernière note de cette série, de proposer des solutions qui permettraient d'assurer un sentier de croissance soutenable des investissements au Québec.

Pour la présente note, nous mettrons l'accent, dans un premier chapitre, sur l'examen de l'évolution à la baisse des investissements publics et privés des pays développés. Nous limiterons notre étude aux seuls pays du G7. Par la même occasion, nous chercherons aussi vérifier si les constats de la thèse de la stagnation séculaire, qui suppose une insuffisance structurelle de la demande globale pour expliquer le phénomène, concordent avec les données disponibles. Par ailleurs, nous analyserons dans le deuxième chapitre un ensemble d'autres hypothèses de travail pour expliquer cette stagnation. Les partisans de cette thèse négligent en effet de prendre en considération plusieurs autres phénomènes, y compris certaines politiques qu'ils mettent eux-mêmes de l'avant pour soutenir la croissance, alors que ces politiques ont dans la réalité des effets non négligeables sur les inégalités, et par conséquent sur l'insuffisance de la demande globale. Parmi les hypothèses de travail que nous aborderons, nous estimons que l'intégration de la dimension écologique de la vie économique devrait permettre de mieux comprendre les phénomènes actuels, y compris celui de la stagnation séculaire.

Finalement, à la lumière de ces réflexions, nous reviendrons dans le dernier chapitre sur les cas canadiens et québécois pour identifier les obstacles actuels au développement de l'économie québécoise.

---

1. Gilles L. Bourque, *L'évolution des investissements privés et publics au Québec*, Note de recherche de l'IRÉC, juin 2018



# Une comparaison internationale

Les enjeux du ralentissement des investissements sont à ce point importants qu'ils ont généré une volumineuse littérature depuis quelques années. Les préoccupations touchant la faiblesse des investissements ne se limitent pas, cependant, à la brusque chute de ces derniers dans la foulée de la Grande Récession. Certes, une part importante du ralentissement récent des investissements privés découle du cours normal des cycles économiques : l'investissement, en tant que composante pro-cyclique de la demande globale, aggrave généralement le ralentissement de l'activité lors des récessions puis stimule fortement celle-ci lors des périodes d'expansion. L'effondrement de l'investissement explique ainsi une part majeure de la contraction de la demande globale que les pays avancés ont connu en 2008.

Ce qui est moins normal, c'est la faiblesse de la reprise des investissements, pour la plupart des pays avancés, et surtout la tendance à la baisse de la part des investissements publics et privés dans le PIB depuis au moins deux décennies. C'est dans ce contexte que Lawrence Summers<sup>2</sup>, un ancien conseiller économique du président Obama, avance l'hypothèse que les pays développés faisaient face, depuis plusieurs années, à une « stagnation séculaire », qui s'expliquerait par une insuffisance structurelle de la demande globale. Même si cette proposition ne fait pas consensus chez les spécialistes, elle mérite une attention très particulière dans la mesure où elle aborde dans un cadre cohérent plusieurs des phénomènes actuels des sociétés avancées. Dans ce premier chapitre, nous aborderons d'abord les faits concernant les investissements publics et privés pour revenir par la suite sur la proposition de Lawrence Summers.

### 1.1 Évolution des investissements dans les pays avancés

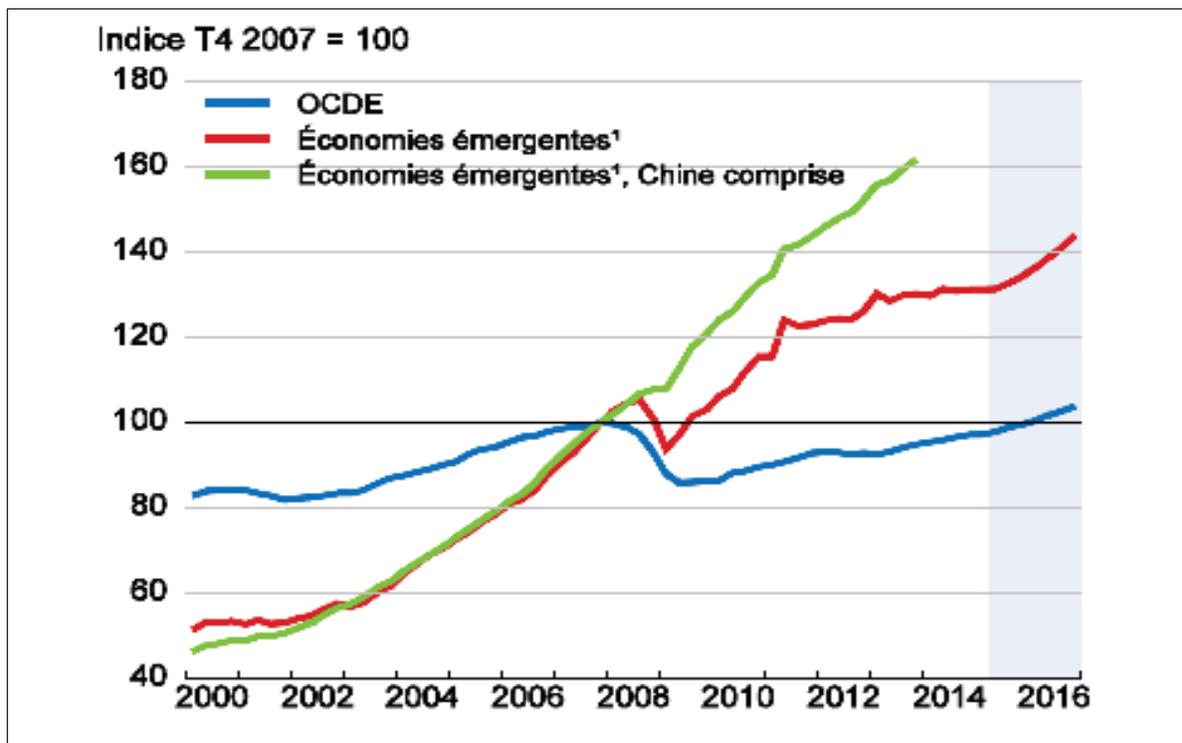
L'évolution de l'investissement dans les économies développées et émergentes est allée de pair avec l'effondrement de l'activité dans la foulée de la Grande Récession et de la fragilité de la reprise qui a suivi. Le graphique 1 montre clairement que, à l'exception de la Chine qui a les moyens de poursuivre sur le long terme des politiques d'investissements publics ambitieuses, tous les pays ont vu leurs investissements totaux fortement ralentir en 2008 et 2009. Mais ce sont les pays avancés qui ont payé le prix fort de la crise financière. Mesurés sur un indice 100 au 4<sup>e</sup> trimestre de 2007, les investissements totaux des pays de l'OCDE ont reculé de 15 points de pourcentage au plus fort de la crise et il a fallu attendre jusqu'en 2015 pour voir les investissements revenir à leur niveau de 2007. Les pays émergents ont pour leur part connu une reprise assez forte et rapide des investissements publics et privés, notamment par le biais de vastes plans d'infrastructures publiques en Chine, en Inde et en Indonésie<sup>3</sup>. Mais lorsqu'on enlève la Chine de ce groupe de pays, on constate que depuis 2011, la croissance de l'investissement a brutalement ralenti dans les pays émergents, pour ne rebondir qu'en 2015.

---

2. Lawrence Summers, « U.S. economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound », *Business Economics*, vol. 49, n° 2, 2014.

3. OCDE, *Perspectives économiques de l'OCDE*, Volume 2015/1, « Chapitre 3, Stimuler l'investissement pour une croissance plus forte et durable ».

Graphique 1. Évolution des investissements dans les pays avancés et émergents



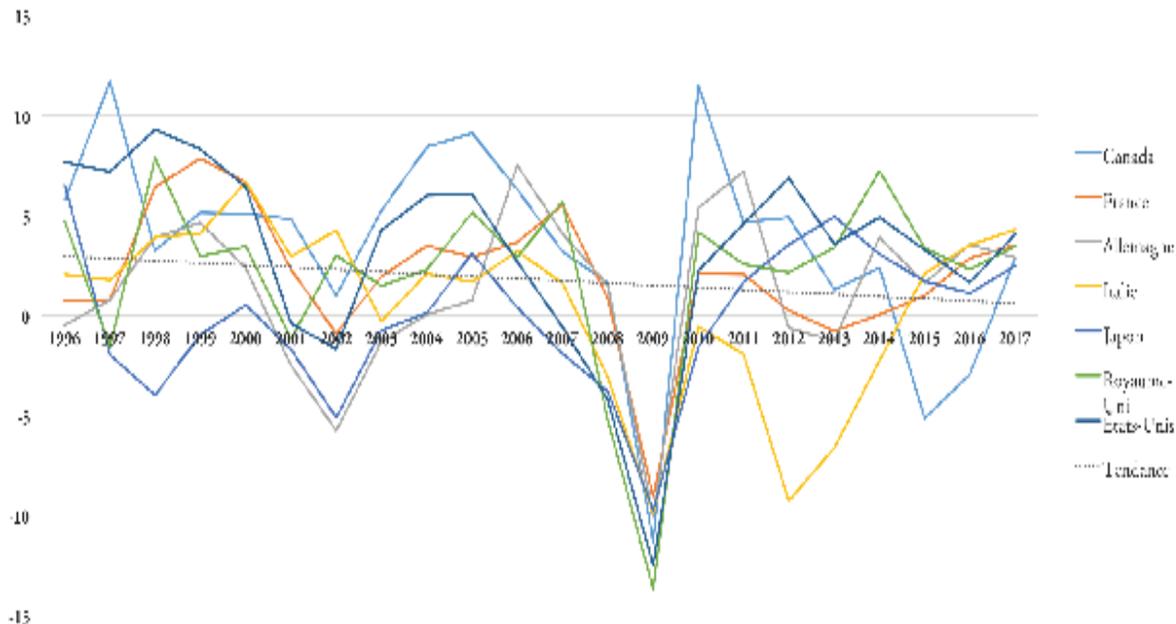
Tiré de : OCDE, *Perspectives économiques de l'OCDE*, Volume 2015/1, Chapitre 3.

Lorsqu'on se penche sur le sous-ensemble des pays du G7, on s'aperçoit que la tendance à long terme des investissements publics et privés est nettement à la baisse. Le premier des deux graphiques qui suivent présente l'évolution du taux de croissance annuel des investissements totaux de chacun des pays du G7. Il montre clairement qu'au cours des deux dernières décennies, le niveau moyen de croissance des investissements tendait inexorablement vers le bas, passant d'une moyenne de 3% en 1996 à 0,6% en 2017. Cette tendance a d'ailleurs été confirmée par une étude récente de chercheurs de la Banque de France<sup>4</sup>, qui ont suggéré que ce phénomène était principalement lié aux anticipations et aux incertitudes des agents économiques sur la demande future, qui se seraient inexorablement dégradées au cours de cette période. Pourtant, d'autres auteurs, même s'ils confirment les résultats obtenus, suggèrent plutôt que les raisons derrière la faiblesse de l'investissement sont différentes selon que l'on s'intéresse aux pays européens (où la faiblesse de la demande découlerait principalement des politiques d'austérité) ou aux États-Unis (où elle coïnciderait plutôt avec le relâchement de la réglementation concurrentielle et la hausse de la concentration des entreprises)<sup>5</sup>.

4. Matthieu Bussière, Laurent Ferrara & Juliana Milovich, *Explaining the recent slump in investment: The role of expected demand and uncertainty*, Banque de France, working paper, n° 571, 2015.

5. Martin Anota, *Y a-t-il un retard d'investissement dans les pays développés ? D'un champ à l'autre*, juin 2017.

**Graphique 2. Évolution des investissements dans les pays du G7 (taux de croissance annuel)**

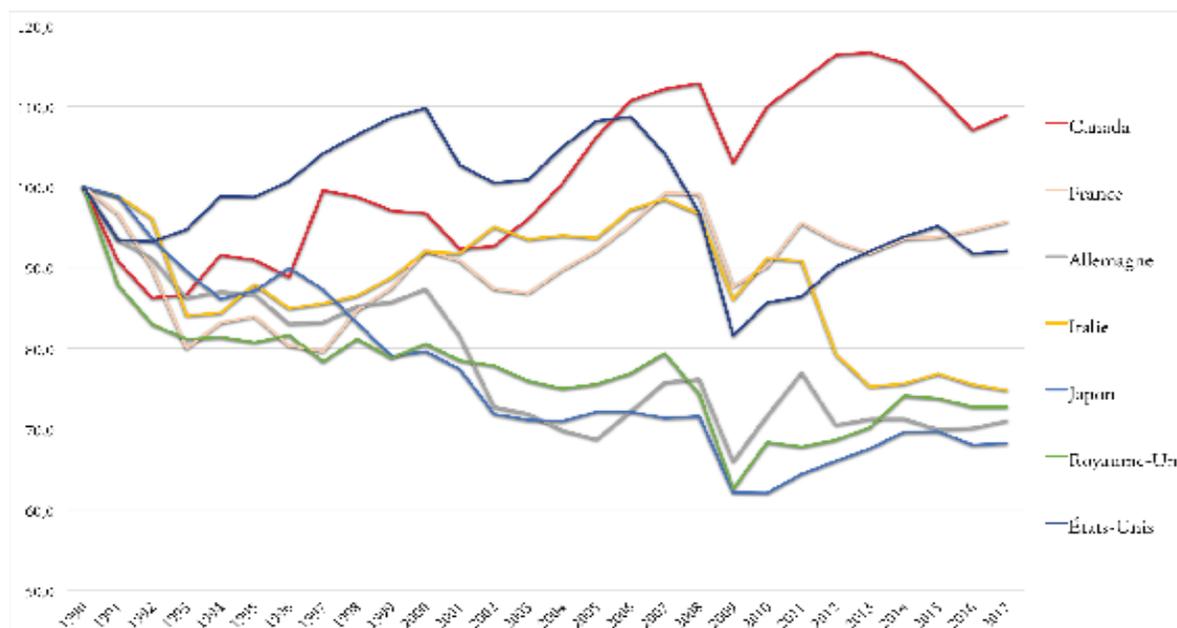


Source : OCDE Données, Investissement total (FBCF), taux de croissance annuel.

Mais la faiblesse tendancielle des investissements dans les pays du G7 apparaît encore plus clairement lorsqu'on mesure ces derniers par leur contribution aux dépenses agrégées. Dans le graphique qui suit, nous avons calculé un indice (base 100 en 1990) qui suit l'évolution de la part des investissements totaux dans le PIB de chacun des pays du G7. L'investissement brut exprimé en pourcentage du PIB représente la part de la valeur de la production globale qui est affectée à des dépenses en capital (publiques et privées). On y constate qu'à l'exception du Canada et des États-Unis, tous les pays du G7 ont vu la part du PIB allouée aux investissements publics et privés s'amoindrir, pour certains d'entre eux de façon presque continue depuis 1990, avec un revirement salutaire à la hausse à partir de la Grande Récession. La moyenne des investissements publics et privés des pays du G7 est ainsi passée de 25% du PIB en 1990 à 20% en 2017. Seul le Canada a vu la contribution de ses investissements repasser, à partir de 2004, au-dessus du niveau qu'il avait atteint en 1996. Les États-Unis étaient aussi parvenus à repasser au-dessus de leur niveau de 1990 (entre 1995 et 2008). Ils n'ont toutefois pas été en mesure de maintenir cette proportion puisque la Grande Récession les ont fait plonger de près de 30%, et ils ont été incapables de les regagner totalement par la suite.

6. Pour comprendre les raisons de cette exception canadienne, je renvoie les lecteurs à la première note de recherche de la présente série. En résumé, l'embellie canadienne découle, d'une part, du niveau significativement faible des investissements en 1990 (en part du PIB) et, d'autre part, de la reprise simultanée de la croissance des investissements dans toutes les catégories à partir de 2004, et en particulier dans le bâtiment résidentiel et dans le secteur des ressources.

**Graphique 3. Évolution de la part des investissements dans les pays du G7 (indice 100 en 1990)**



Source: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2017.

Sur cette base factuelle, nous pouvons donc admettre qu'il y a effectivement eu un ralentissement de la formation brute de capital fixe dans les pays avancés. Or, les investissements publics et privés constituent encore aujourd'hui l'un des déterminants clés de la croissance de long terme. Et ce constat reste tout aussi valide si nous choisissons de remplacer la vision d'une « croissance illimitée », prônée par le modèle néoclassique, par la vision d'un développement plus soutenable de transition vers une économie à faible émission carbone, puisque le changement de paradigme que cela implique signifie une dépréciation plus rapide de certains actifs et des investissements massifs dans de nouveaux secteurs pour une reconversion industrielle. Les investissements publics et privés restent donc, peu importe la vision adoptée, une priorité indépassable. Comment, dans ce cas, expliquer leur ralentissement alors que les besoins d'y avoir recours sont toujours plus importants ?

## 1.2 Stagnation séculaire ou apathie auto-infligée ?

C'est dans ce contexte très particulier que la proposition avancée par Lawrence Summers, que nous avons soulignée en introduction, a obtenu une attention soutenue dans la mesure où elle visait à comprendre, en s'appuyant sur un cadre cohérent, plusieurs des phénomènes actuels des sociétés avancées. En affirmant que les pays développés faisaient face, depuis plusieurs années, à une « stagnation séculaire », qui s'expliquait par une insuffisance structurelle de la demande globale, il offrait aux économistes et aux dirigeants situés au centre de l'échiquier politique une réponse au dilemme du ralentissement tendanciel de la croissance, sans véritablement remettre en question les dogmes dominants de la gestion prudente des finances publiques et du rôle modéré de l'intervention publique.

En quoi consiste l'argumentaire de la thèse de la stagnation séculaire ? Il faut d'abord comprendre que ce cadre d'analyse a été développé par le courant des nouveaux keynésiens qu'on ne peut, à

moins de verser dans un simplisme affligeant, associer à l'idéologie néolibérale. La thèse repose sur l'idée<sup>7</sup> que le taux d'intérêt qui permet d'égaliser l'offre de fonds prêtables (l'épargne) et la demande de fonds prêtables (l'investissement) serait tellement faible qu'il pourrait se situer en territoire négatif. Or, puisque le taux directeur des banques centrales ne peut descendre au-dessous de zéro (sauf pour le cas exceptionnel des dépôts des banques commerciales, comme on l'a vu récemment), le taux d'intérêt en vigueur demeure trop élevé pour équilibrer le marché des produits, d'où un excès d'offre de produits dans l'économie. On se trouve ainsi dans une situation de trappe à liquidité, telle que définie par Keynes. Les banques centrales deviennent incapables de stimuler l'économie par voie monétaire puisque, même en augmentant l'offre de monnaie, les individus préfèrent détenir du liquide plutôt que d'acheter des obligations et faire monter les taux d'intérêt. Même si la situation actuelle aux États-Unis et au Canada semble infirmer la thèse de la stagnation séculaire, ce n'est aucunement le cas en Europe ou au Japon. Par ailleurs, lorsque l'on regarde plus attentivement l'embellie étasunienne, il se pourrait qu'elle soit extrêmement brève, puisqu'elle a été dopée artificiellement par des mesures fiscales insoutenables sur le long terme, qui vont plonger le pays dans des déficits budgétaires gigantesques<sup>8</sup>. Au final, le pays pourrait rapidement replonger dans la stagnation.

Dans ce contexte, la thèse de la stagnation séculaire représente une explication qu'on ne peut rejeter du revers de la main. Elle explique la faiblesse actuelle du taux d'intérêt par un ensemble de tendances lourdes que l'on observe depuis quelques années : vieillissement démographique, expansion des inégalités, croissance lente de la production, inflation inférieure à sa cible (de 2 %), etc. Le raisonnement sur les impacts de ces tendances est bien étayé et crédible. Par exemple, il est indéniable que la phase actuelle de transition démographique des pays avancés (vieillissement de la population active) freine la croissance économique, via plusieurs canaux. Du côté de l'offre, elle se traduit par le déclin du nombre de personnes en âge de travailler, ce qui freine la contribution du facteur travail à la croissance économique. Du côté de la demande, les keynésiens prédisent que le vieillissement de la population freine la croissance de la consommation et alimente les tensions déflationnistes en déprimant la demande globale. Résultat direct, le vieillissement serait l'une des principales causes de la stagnation séculaire.

Mais en outre, nous disent les partisans de cette thèse, la baisse de la population active devrait conduire à une situation critique des finances publiques puisqu'on assisterait à une hausse des versements de pension de retraite dans un contexte de baisse des cotisations sociales. Selon les résultats d'une étude portant sur les États-Unis<sup>9</sup>, un accroissement de 10 % de la part du groupe des 60 ans et plus conduirait à déprimer la croissance du PIB per capita de 5,5%. Deux tiers de cette réduction s'expliqueraient par la baisse du taux de croissance de la productivité du travail et le tiers restant par le ralentissement de la croissance de la population active. Au final, le vieillissement démographique réduirait la croissance annuelle du PIB étasunien de 1,2 point de pourcentage au cours de la décennie couverte et de 0,6 au cours de la décennie suivante.

---

7. Nous nous appuyons ici sur l'analyse de Martin Anota, *La stagnation séculaire en économie ouverte*, D'un champ à l'autre, juin 2016.

8. Selon le plus récent rapport du Département du Trésor des États-Unis, le déficit budgétaire de 2018 serait de 233 G\$ plus élevé que celui de 2017 (898 G\$ contre 665 G\$), du fait de la baisse des revenus (réforme fiscale) et de la hausse des dépenses militaires.

9. Nicole Maestas, Kathleen J. Mullen & David Powell, *The effect of population aging on economic growth, the labor force and productivity*, NBER, working paper, n° 22452, July 2016.

Le rôle des inégalités dans le ralentissement de la croissance constitue également un argument convaincant pour la thèse de la stagnation séculaire. Pour cette thèse, en effet, l'accroissement des inégalités que connaissent les pays avancés depuis quelques années freine la croissance dans la mesure où elle déprime la demande globale. Ses partisans font parti de ceux qui expliquent que la crise financière de 2008-2009 résulterait elle-même de la détérioration du partage de revenu aux États-Unis, entraînant un endettement massif de la classe moyenne et une spéculation sur les nouveaux produits financiers (les *subprimes*). En outre, en partant de l'hypothèse keynésienne que les plus riches présentent une plus faible propension à consommer que les plus pauvres, on peut ainsi prévoir que l'accroissement des inégalités aura pour conséquence d'accroître l'épargne agrégée, et par le fait même la faiblesse tendancielle des taux d'intérêt. Ce qui fait de l'accroissement des inégalités la deuxième principale contribution à l'explication de la stagnation séculaire. Les études empiriques ne semblent pas toutes s'accorder sur cette relation entre les inégalités et l'épargne. Celle qui nous apparaît la plus intéressante montre néanmoins qu'une telle relation peut être établie lorsque l'on combine l'atteinte d'un certain niveau d'inégalité (autour d'un coefficient de Gini entre 28 et 30) et d'un poids du secteur financier qui dépasserait son niveau d'efficience<sup>10</sup>.

À ces problématiques du vieillissement de la population et de croissance des inégalités s'ajoutent également les problèmes de baisse de la production et de la productivité, de faible taux d'inflation, voire de risque de déflation, etc. Même si les théoriciens de la thèse de la stagnation séculaire utilisent la notion de taux d'intérêt « naturel » pour caractériser le taux qui permet d'égaliser l'épargne et l'investissement, il ne faut pas conclure pour autant qu'ils défendent une posture de lois économiques naturelles auxquelles nous devrions nous soumettre, suggérant ainsi le laisser-faire des États. Au contraire, pour sortir de la stagnation séculaire, les partisans de cette thèse réclament des programmes de relance économique et de dépenses publiques, ainsi qu'un ensemble de mesures pour diminuer les inégalités. Par contre, sur d'autres axes d'intervention publique, ces partisans (voir p.ex. le rôle de Lawrence Summers dans l'administration Obama) confortent malheureusement les mêmes politiques qui, depuis des années, génèrent de plus en plus d'inégalités dans les pays avancés, en particulier celles liées à la financiarisation de l'économie et à la libéralisation du commerce international. En outre, même s'ils proposent des programmes de dépenses publiques, ils restent foncièrement ancrés dans une vision assez conservatrice de la gestion des finances publiques, la prédominance de la rigueur budgétaire ayant trop souvent tendance à amoindrir les ambitions des programmes de dépenses mis en place.

En ce sens, la stagnation séculaire ne serait-elle pas finalement, en plus des causes plus que probables qui ont été identifiées précédemment, une sorte d'apathie auto-infligée résultant de politiques publiques mal avisées ? C'est ce que nous tenterons d'appréhender dans le prochain chapitre, en abordant quelques-unes des politiques qui auraient un rôle non négligeable pour expliquer la faiblesse structurelle de la demande globale et la baisse des investissements.

---

10. Peter Bofinger and Philipp Scheuermeyery, *Income distribution and aggregate saving: A non-monotonic relationship*, CEPR, discussion paper, n° 11435, August 2016.

# D'autres facteurs explicatifs de la baisse des investissements

La thèse de la stagnation séculaire constitue une critique sévère des politiques ultralibérales qui, depuis le début des années 1980, ont mené à des pratiques d'entreprises nuisibles à l'économie et à une reprise de la croissance des inégalités dans les pays développés. Dans le contexte particulier où ces pays étaient en même temps traversés par une transition démographique importante, elle explique en partie la faiblesse actuelle des investissements publics et privés et de la production nationale comme les résultantes directes de ces politiques irresponsables.

En reconnaissant que la croissance des inégalités pouvait jouer un rôle majeur dans les difficultés que traversent les économies des pays avancés, les nouveaux « champions » de cette école ont mis de l'avant une volonté réaffirmée du rôle de l'État pour relancer les investissements et pour réduire les inégalités. Malheureusement, ces inégalités sont aussi le résultat direct d'autres politiques suivies par ces mêmes gouvernements dans les domaines de la régulation financière, de la gestion des finances publiques et du commerce international. Dans ce chapitre, nous présentons pour chacun de ces trois axes d'intervention les raisons pour lesquelles les politiques qui ont été menées dans ces domaines ont conduit à une croissance des inégalités et à un ralentissement des investissements. En plus de ces trois facteurs explicatifs, pour lesquels on trouve des recherches étoffées, nous avons ajouté un quatrième élément qui nous apparaît essentiel d'aborder pour comprendre les enjeux actuels : le changement de paradigme vers une économie à faible émission carbone.

### 2.1 La finance peut nuire à la croissance

Depuis une trentaine d'années, les actifs financiers mondiaux ont crû à un rythme insoutenable. L'éclatement de la bulle du crédit immobilier aux États-Unis, en 2007, a ramené les pendules à l'heure, avec des milliers de milliards de dollars qui se sont pour ainsi dire évaporés et le sauvetage du système bancaire international, rendu possible grâce à la perfusion de fonds publics. On peut l'affirmer clairement : au contraire de ce que nous disent les économistes ultralibéraux, lorsqu'ils démantèlent la réglementation des marchés financiers, la finance est non seulement incapable de s'autoréguler, elle peut même nuire à la croissance lorsqu'elle dépasse une certaine taille.

Selon des études réalisées par des économistes du FMI et de la Banque des règlements internationaux<sup>11</sup>, une industrie de la finance trop puissante et qui n'est pas contrebalancée par un ensemble de contre-pouvoirs publics et civiques, conduit à des dérives économiques dangereuses. Selon ces chercheurs, au-delà d'une taille optimale, indispensable au bon fonctionnement de l'économie, un secteur financier qui devient trop important est associé à une croissance moindre. On en déduit qu'une finance trop puissante débouche sur une « financiarisation » de l'économie,

---

11. Jean-Louis Arcand, Enrico Berkes and Ugo Panizza, *Too Much Finance?*, IMF working paper; Stephen G. Cecchetti et Enisse Kharroubi, *Reassessing the Impact of Finance on Growth*, BIS Working Papers n° 381, July 2012.

qui se traduit par un accaparement démesuré de la valeur ajoutée des entreprises par la finance, par une croissance globale des inégalités et, par conséquent, un affaiblissement des éléments essentiels à une croissance durable de l'économie. Leurs analyses suggèrent une relation entre développement financier et croissance économique en forme de cloche<sup>12</sup> : tant qu'il est au service de l'activité économique, le développement du secteur financier tend à stimuler la croissance, en facilitant les transactions ; mais lorsqu'il dépasse un certain seuil – oscillant entre 80 et 100% du ratio crédits/PIB selon les chercheurs du FMI –, le développement du secteur financier se poursuit au détriment de la croissance économique. Ce serait le prix à payer de la financiarisation de l'économie.

Nous savons le rôle que joue la finance dans la vie quotidienne, et en particulier dans les processus de prise de décision complexes des entreprises. Dans les deux dernières décennies, ce rôle est devenu prépondérant et, plus souvent qu'autrement, a été dominé par les pratiques spéculatives. Il faut bien comprendre, néanmoins, que la financiarisation de l'économie va bien au-delà de la seule spéculation sur les places financières et dans les marchés monétaires et financiers de la planète. Elle signifie, plus concrètement, une surexposition des choix financiers dans les décisions des directions d'entreprise, avec des conséquences néfastes sur les investissements à long terme<sup>13</sup>. Selon Cordonnier et al., cette financiarisation conduit à « la revanche de la propriété sur l'entreprise, ou la revanche de la rente sur l'activité ». Cette « revanche » se traduit matériellement par un coût du capital plus élevé, avec des conséquences néfastes, tant sur le plan microéconomique que macroéconomique. Le « surcoût » du capital auquel ils font référence est formé « de revenus prélevés sur l'entreprise (les intérêts et les dividendes) qui n'ont, en dehors du risque entrepreneurial, aucune justification économique. C'est un phénomène de pure rente »<sup>14</sup>.

Peu importe la couleur politique des gouvernements qui se sont succédé depuis trois décennies dans les pays avancés, la financiarisation s'est imposée comme le mécanisme dominant de régulation de l'économie. En décrochant des territoires et des secteurs du cœur des échanges économiques, elle a créé des déserts d'activités, des vides de financement, des besoins non comblés de capitaux, conduisant ainsi à un développement inefficace. Selon une étude produite sous les auspices de la Banque des règlements internationaux, les données suggèrent que cet excès de finance serait négativement corrélé avec la croissance de la productivité globale de l'économie<sup>15</sup>. Ce résultat s'expliquerait, entre autres, par le fait que les booms du crédit tendent à freiner la croissance de la productivité en réallouant la main-d'œuvre vers les secteurs caractérisés par une plus faible croissance de la productivité (p.ex. dans le secteur de l'immobilier aux dépens des secteurs manufacturiers).

En outre, les impacts négatifs de cette financiarisation conduisent à un affaiblissement de la stabilité financière des États, des entreprises et des ménages. La Grande Récession de 2008, causée par l'éclatement de la bulle spéculative, a conduit les économies des pays développés dans une spirale de déficits qui ont mis à mal les instruments usuels de politique économique. Alors que la sortie de récession de ces économies en 2010 paraissait marquer la fin de la crise, la rechute de

---

12. Jérôme Creel, Paul Hubert et Fabien Labondance, *L'instabilité financière nuit-elle réellement aux performances économiques ?*, Office français de conjoncture économique (OFCE), 22 janvier 2014.

13. Tristan Auvray, Thomas Dallery et Sandra Rigot, « Domestiquer la finance : le rôle des investisseurs publics de long terme », dans Frédéric Hanin (sous la direction), *La Caisse de dépôt et placement du Québec à l'épreuve de la financiarisation*, Collection Vie économique, PUL, 2016.

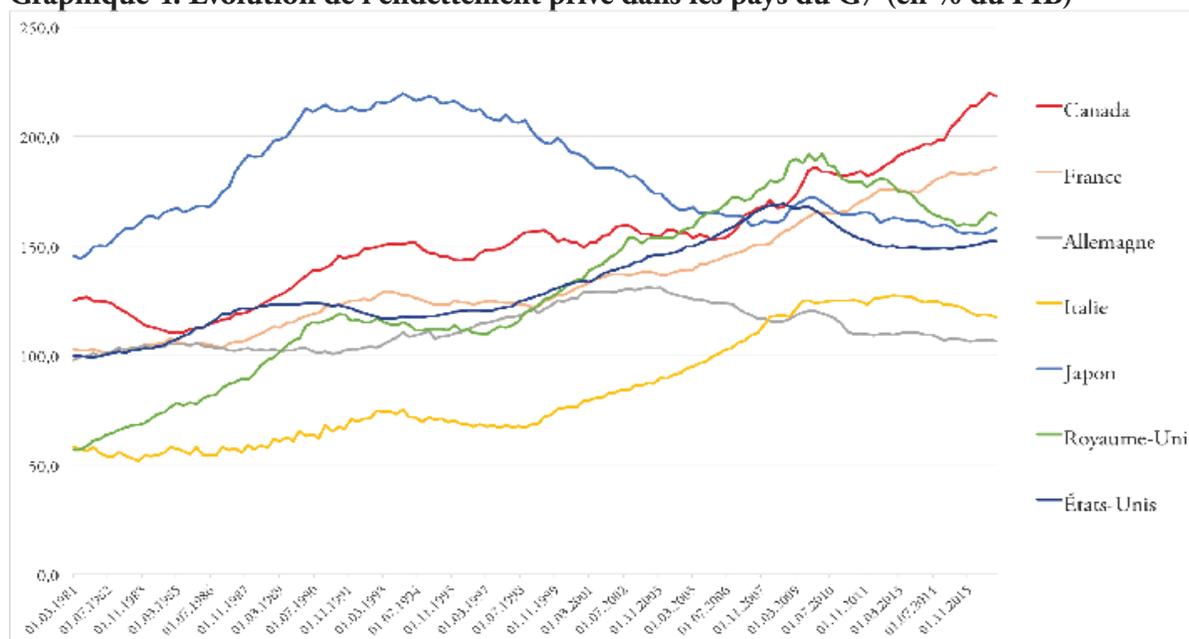
14. Extraits tirés de Gilles L. Bourque, *La financiarisation de l'économie nuit-elle aux entreprises ?* Note de recherche de l'IREC, octobre 2013.

15. Claudio Borio, Enisse Kharroubi, Christian Upper and Fabrizio Zampolli, *Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences*, BIS Working Papers, No 534, December 2015.

l'activité en 2011 a anéanti tout espoir de reprise solide du cycle d'affaires, sans trop de dégradation des finances publiques. Les stabilisateurs automatiques, les plans de relance et les dispositifs de sauvetage des agents privés menacés par la crise financière ont évité un engrenage récessif, mais au prix d'un creusement des déficits et d'une montée de l'endettement, tant public que privé.

Le graphique qui suit illustre l'évolution de l'endettement privé (des ménages et des entreprises non financières) des pays du G7 au cours des 36 dernières années. Premier constat : en 1981, seuls le Canada et le Japon dépassaient le seuil de 100% du ratio crédit/PIB ; en 2016, ce seuil est dépassé pour tous les pays du G7, pour certains très largement. On remarque que le Japon fut le premier à être confronté à une période d'endettement élevé des agents privés, pendant les années 1990. Le pays est passé d'un niveau d'endettement privé de 145% du PIB en 1981 à 220% en 1993. Suite à l'éclatement de la bulle immobilière, cet endettement a conduit à une longue période de stagnation et de déflation, ainsi qu'à une perte en patrimoine considérable pour les ménages japonais (la « décennie perdue »). En 2016, le niveau d'endettement privé était redescendu à celui de 1981. On peut aussi constater l'évolution à la hausse de l'endettement privé aux États-Unis et au Royaume-Uni, qui a culminé lors la crise financière de 2008-2009 (avec un niveau de 169% pour les É-U et de 192% pour le R-U), pour s'amenuiser par la suite, mais sans néanmoins revenir à leur niveau des années 1980. En Europe, la France et l'Italie ont suivi une évolution conjointe de croissance continue de l'endettement privé, à la différence que la première partait avec un niveau deux fois supérieur à celui de la seconde, alors que de son côté l'Allemagne se distingue de tous ses partenaires du G7 pour avoir été en mesure de ramener son niveau d'endettement privé à celui de 1981, sans jamais atteindre, pendant toute cette période, un niveau qu'on pourrait juger excessif. C'est tout le contraire pour le Canada, qui est passé de la 2e position des pays du G7 pour son taux d'endettement le plus élevé en 1981 (à 125% du PIB) à la première position en 2016, loin devant tous les autres pays (218%). Ce faisant, le niveau d'endettement des ménages et des entreprises du Canada va bien au-delà de celui qui a précédé la crise financière aux États-Unis et au Royaume-Uni, rejoignant même celui atteint par le Japon avant la « décennie perdue ».

**Graphique 4. Évolution de l'endettement privé dans les pays du G7 (en % du PIB)**



Source : BIS, Long series on total credit to the non-financial sectors.

Selon une étude de l'OCDE<sup>16</sup>, pour la plupart des pays de l'organisation, de nouvelles expansions du crédit risqueraient aujourd'hui d'affaiblir plutôt que de soutenir la croissance. En outre, ce serait le crédit aux ménages qui pèserait davantage sur la croissance plutôt que celui aux entreprises. Le premier aurait tendance à alimenter la progression des inégalités de revenu – parce que les plus hauts revenus peuvent davantage tirer profit d'une offre de crédit abondante et que les rémunérations versées dans le secteur de la finance sont supérieures – alors que le second, s'il se faisait dans des conditions optimales, permettrait d'améliorer la productivité et le niveau de l'emploi. Malheureusement, c'est précisément ce à quoi l'on assiste aujourd'hui, ce qui devrait légitimement alimenter nos craintes. Que ce soit au Canada ou en France, avec ces gouvernements que l'on dépeint comme « progressistes et inclusifs », ou dans les pays qui versent dans le libéralisme le plus exclusif comme les États-Unis de Donald Trump, on assiste à la poursuite d'un processus de capture de l'intérêt public dans le domaine de la réglementation financière par les intérêts privés de l'industrie de la finance. Qu'il s'agisse de la mainmise sur l'épargne pour la retraite, de la protection des consommateurs ou de la définition des pratiques d'évitement et de fraude fiscale, les puissants lobbys du secteur, ainsi que leurs alliés du secteur des services professionnels aux entreprises, parviennent toujours à faire échouer les tentatives de réglementation ou à inclure dans celles-ci des échappatoires à leurs profits.

Deux chercheurs européens ont montré à quel point le processus de réglementation de l'industrie financière est contaminé par l'influence des acteurs du secteur<sup>17</sup>. Entre 1999 et 2003, ils ont analysé un grand nombre de réponses soumises par les groupes d'intérêt aux consultations des réglementations financières, que ce soit dans l'Union européenne, aux États-Unis et à des niveaux internationaux. Leurs résultats sont édifiants : en raison des moyens financiers des uns et des autres, les groupes hors du milieu des affaires (syndicats, consommateurs, écologistes, ONG, Instituts de recherche, etc.) ne représentent que 6% des contributions aux exercices de consultation. Or, comme on doit s'y attendre, les chercheurs confirment que ce sont justement ces derniers qui exigent des règles plus strictes de réglementation, les 94% restant se contentant généralement de demander des règles moins strictes, voire de plus grandes marges d'autorégulation des marchés.

## 2.2 Des politiques d'austérité qui se normalisent

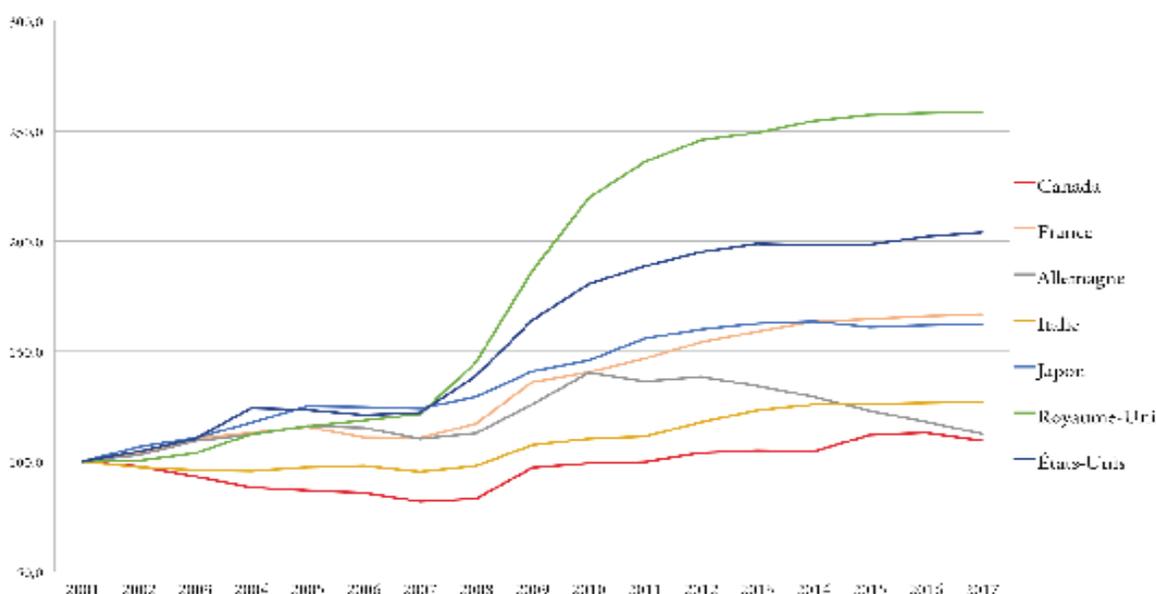
On l'a vu, la financiarisation de l'économie n'est pas sans avoir des impacts majeurs sur les finances publiques, en particulier lorsque les comportements qu'elle suscite débouchent sur des crises financières. Des chercheurs du FMI ont montré<sup>18</sup> que les crises financières seraient six fois plus coûteuses pour les gouvernements que les tremblements de terre ou autres catastrophes naturelles. Lors de catastrophes naturelles, les gouvernements sont censés couvrir les dettes des autorités locales et des ménages lorsque ceux-ci sont incapables de payer. Dans les crises financières, les gouvernements assument en plus les coûts liés au sauvetage du secteur financier. Et ces coûts sont d'autant plus importants que le ratio du crédit/PIB est élevé. Dans la plupart des cas, il s'agit d'un « déficit caché », les passifs éventuels impliqués tendant à se matérialiser ex-post, après une période de forte croissance brutalement interrompue par une crise financière.

16. OCDE, *Finance and Inclusive Growth*, OECD Economic Policy Paper, No. 14, June 2015.

17. Stefano Pagliari and Kevin Young, *Who is challenging finance? Examining the diversity of voices in the design of financial regulation*, Finance Watch, February 2016.

18. Elva Bova, Marta Ruiz-Arranz, Frederik Toscani, and Elif Ture, *The Fiscal Costs of Contingent Liabilities: A New Dataset*, IMF Working Paper, February 2016.

Le graphique suivant montre l'évolution de l'endettement public des pays du G7 ces dernières années. Nous avons transposé cette évolution sur la base d'un indice à base 100 pour 2001. On constate que trois pays s'en sont relativement mieux tirés que les autres : le Canada, d'abord, qui avait commencé à diminuer dès 2002 le niveau de son endettement public, mais qui fut rattrapé par la crise de 2008-2009 comme tous les autres ; à une moindre échelle, l'Italie a suivi une évolution semblable alors que l'Allemagne a plutôt commencé à suivre les tendances des quatre autres pays du G7 jusqu'en 2010, pour ensuite parvenir à diminuer fortement son endettement public. L'endettement public des quatre autres pays du G7 a été lourdement plombé par la crise, mais à des degrés divers. Le Royaume-Uni (+150% de hausse) et les États-Unis (+100%) ont été à cet égard les plus affectés. En moyenne, l'endettement public des sept pays serait passé de 76,8% du PIB en 2001 à 117,9% en 2016, soit une hausse de 54%.



**Graphique 5. Évolution de l'endettement public dans les pays du G7 (indice 100 en 2001)**

Source : International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2017.

C'est dans un tel contexte que les États des pays avancés, et en particulier les pays européens, se sont lancés dans des politiques d'austérité pour assainir leurs finances publiques, le coût budgétaire du règlement de la crise étant alors supporté par l'ensemble de la société selon un processus de socialisation des pertes privées<sup>19</sup>. Malheureusement, une fois que les crises financières éclatent, l'enjeu n'est même plus de savoir si le gouvernement en place partage une vision libérale ou progressiste de la gestion des finances publiques. Trois obstacles se posent alors en porte à faux aux gouvernements :

1. Comme le signalent les chercheurs du FMI cités précédemment, les éléments de preuve montrent que les déficits cachés que doivent alors supporter les États apparaissent ex-post, lorsque les finances publiques sont les plus faibles, en raison des impacts fiscaux déclenchés par la crise.

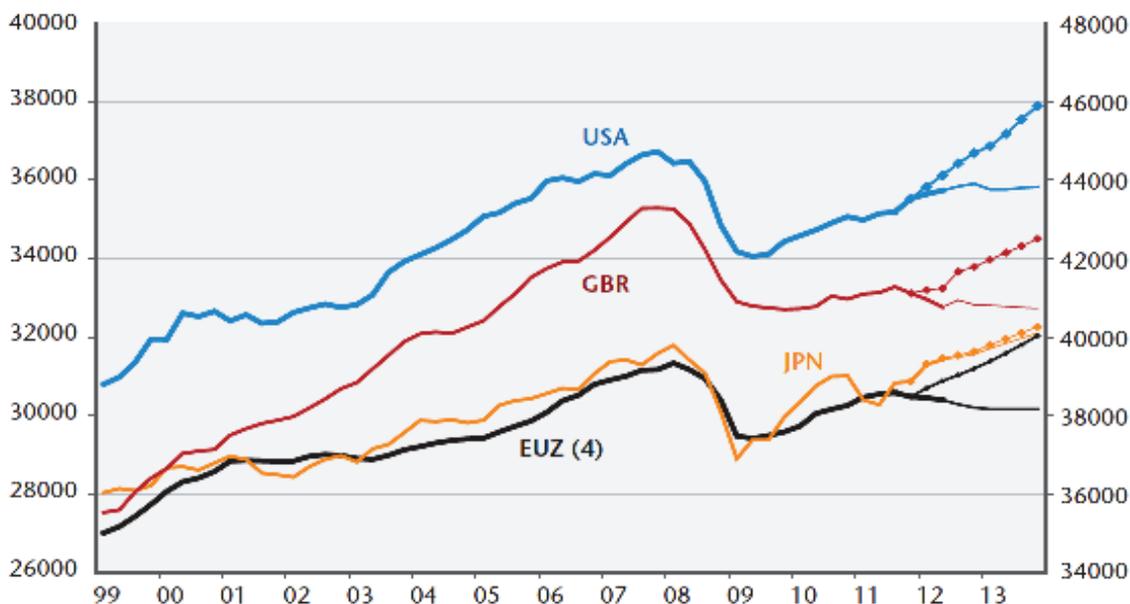
19. OFCE, sous la direction de Xavier Timbeau, « La débâcle de l'austérité. Perspectives 2012-2013 pour l'économie mondiale », *Revue de l'OFCE / Prévisions* – 125, 2012.

2. Devant le mur de la dette publique, le gouvernement en place reste foncièrement contraint par la menace des firmes de notation de procéder à une décote de leur dette, ce qui reviendrait à empirer le problème.
3. Enfin, après des décennies de valorisation d'une gestion des finances publiques dans le cadre de la pensée libérale, c'est la culture même de l'appareil d'État qui devient le principal obstacle pour envisager des solutions inédites pour résoudre les diverses problématiques des finances publiques dans un contexte de crise.

Lutter contre les déficits et l'endettement publics est une intention naturellement louable et relève de la « bonne gestion ». Néanmoins, la stratégie qui a été mise en œuvre dans les pays développés à partir de 2011, après avoir constaté les premiers signes de la reprise de l'activité économique, a eu des conséquences désastreuses pour l'amélioration attendue des finances publiques des pays. Selon les économistes de l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE), cette stratégie reposait sur une interprétation erronée de la situation et sur l'aveuglement de la politique économique dominante. L'obstination des gouvernements des pays développés à réduire leur déficit alors que le contexte ne s'y prêtait pas ne pouvait déboucher que sur une spirale de rigueur toujours plus forte sans effet positifs sur l'activité et les finances publiques. Le refus systématique des décideurs de poursuivre les plans de relance, c'est-à-dire d'assainir les finances publiques en misant sur les multiplicateurs budgétaires, a brisé les espoirs d'une reprise sans douleur. Pire, en sous-estimant les multiplicateurs budgétaires, ils ne pouvaient pas comprendre qu'avec un multiplicateur élevé, cela impliquait que les restrictions budgétaires avaient en retour des effets négatifs considérables sur les finances publiques, compromettant par le fait même la perspective du retour à l'équilibre des finances publiques.

Les politiques de rigueur ou d'austérité, peu importe le nom qu'on leur donne, ont carrément défait ce que les coûteuses politiques de reprise avaient manifestement réussi à créer en 2009-2010. On peut constater dans le graphique 6 que la reprise de l'activité après 2009 aura été étouffée par ces politiques dans la plupart des pays du G7. Les estimations montrent que s'il n'y avait pas eu de politique de rigueur, le PIB per capita serait repassé au-dessus de sa valeur d'avant crise en 2013 ou 2014.

**Graphique 6. Évolution du PIB per capita de quelques pays (en \$US 2005, PPA)**



Tirée d'OFCE, 2012 (voir note 19). En pointillé, la trajectoire spontanée des PIB sans l'effet des politiques budgétaires restrictives.

Les économistes de l'OFCE utilisent l'expression « d'auto-destruction programmée » pour qualifier la dégradation du climat conjoncturel qui a suivi cette normalisation de la politique de rigueur des États européens. Pour eux, il est clair que, par leur aveuglement, les décideurs publics portent les responsabilités de cet échec. Ils estiment que les multiplicateurs budgétaires étaient significativement élevés à l'époque, parce que les économies connaissaient des situations de chômage involontaire prolongées. Pour l'ensemble de la zone euro en 2012, les économistes de l'OFCE le chiffraient à 1,66, alors qu'à l'inverse les conseillers économiques des décideurs publics rejetaient l'efficacité d'un tel mécanisme, voire estimaient qu'il était au contraire négatif ! Or un multiplicateur élevé implique qu'une restriction budgétaire, même relativement faible, aura un puissant effet sur les finances publiques et, par conséquent, un effet faible, voire régressif, sur la réduction du déficit public. Cette combinaison, concluent les chercheurs de l'OFCE, explique la débâcle des politiques d'austérité, tuant ainsi dans l'œuf toute perspective de reprise durable des dépenses d'investissement et des embauches dans la zone européenne, qui aurait suffi pour replacer les économies sur la voie « d'une croissance vertueuse auto-entretenu ». Au contraire, elle entraîna l'Europe dans une baisse des investissements publics et privés et une hausse des inégalités.

### 2.3 Une mondialisation perturbatrice

Quoi qu'en pensent plusieurs, la mondialisation ne conduit pas nécessairement à la croissance des inégalités. Dans l'après-Deuxième Guerre mondiale, les Trente Glorieuses ont plutôt représenté une période assez longue de cercle vertueux où la croissance des échanges a coïncidé avec une forte décroissance des inégalités. Malheureusement, ce cercle vertueux ne se réalise plus depuis le début des années 1980. L'explication de ce retournement de relation repose sur deux différences cruciales entre les deux périodes.

La croissance de l'après-guerre a coïncidé avec un mode de régulation de l'activité économique qualifié de « fordiste ». Dans ce cadre de régulation, le développement économique et social se déploie en conformité avec des règles du jeu où cohabitent la production et la consommation de masse. La production de masse permet une croissance importante de la productivité qui, elle-même, grâce à la syndicalisation, au crédit et aux avantages économiques qui en découlent, permet la consommation de masse. Pour consolider le tout, il y a la reconnaissance d'un rôle régulateur des politiques keynésiennes sous la forme de sécurité du revenu et de services propres à l'État-providence, en contrepartie d'une fiscalité fortement progressive. Ce compromis institutionnalisé entre les salariés syndiqués, qui en vertu des conventions collectives et des politiques sociales de l'État-providence ont un accès accru à des revenus salariaux, à des prestations sociales et à des services publics, et les grandes entreprises privées hiérarchiques qui peuvent maximiser leur expansion sur la base de prévision de croissance de la demande, a fortement contribué à soutenir la demande agrégée des économies des pays avancés. Au final, pendant les Trente Glorieuses, ces pays ont connu une prospérité largement partagée.

C'est tout le contraire qui se produit depuis le début des années 1980, qu'on pourrait caractériser comme une période de mondialisation perturbatrice. Les données empiriques montrent que, depuis ces années, qui coïncident avec la montée des gouvernements qui se sont faits les promoteurs d'une vision ultralibérale, l'augmentation des inégalités de revenu est devenue l'une des caractéristiques principales de la mondialisation<sup>20</sup>. Si, globalement, les inégalités entre les pays ont en partie régressé en raison de la baisse mondiale de la grande pauvreté - grâce à la croissance très rapide de la Chine -, lorsque l'on ne tient pas compte de ce dernier pays, les inégalités sont plus importantes aujourd'hui qu'elles ne l'étaient dans les années 1980<sup>21</sup>. Pire, les inégalités à l'échelle nationale se sont accentuées presque partout en raison de la diminution constante de la part des salaires dans la production totale et de l'évolution vers des systèmes d'imposition moins progressifs et des transferts sociaux moins généreux. Le changement est structurel : c'est la structure même du modèle de régulation actuel qui suppose une répartition globale des revenus de plus en plus inégale, tant entre les pays qu'à l'échelle nationale, à l'inverse de ce qui avait été institutionnalisé sous la période fordiste. En comparaison, on qualifie plutôt les trois dernières décennies comme étant la période des Trente Piteuses !

Cette différence fondamentale de mode de régulation entre ces deux périodes représente la principale explication du retournement de la relation entre la mondialisation et les inégalités. Mais il existe aussi une deuxième explication, qui repose sur la différence entre les pays impliqués dans cette géographie mondiale des échanges. Dans l'après-guerre, le commerce international reposait principalement sur des échanges de type intra-firme, entre des pays ayant des niveaux de développement équivalents, ce qui contribuait à limiter les coûts d'ajustement liés à l'ouverture de ces économies. Par contre, avec l'ouverture des échanges économiques aux grands pays émergents, la part du commerce inter-firme dans nos échanges a eu tendance à s'accroître depuis les années 1990. Ce type de commerce serait associé à des coûts d'ajustement plus élevés étant donné qu'il se manifeste par une plus forte réallocation de la production entre les industries manufacturières, pouvant aller jusqu'à provoquer le déclin rapide de certaines industries<sup>22</sup>.

20. Thomas Piketty, *Le Capital au XXI<sup>e</sup> siècle*, Paris, Seuil, 2013.

21. CNUCED, *La réduction des inégalités par le commerce et le développement dans le programme de développement pour l'après-2015*, Note du secrétariat, septembre 2014.

22. Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie (France), *Mondialisation et marché du travail dans les pays développés*, Direction Générale du Trésor et de la Politique Économique, N° 96 – Janv. 2006.

Les pays émergents bénéficient de coûts salariaux très bas, qui ne reflètent pas nécessairement leur véritable niveau de productivité. Ce faible coût salarial découlerait en bonne partie de l'absence d'institutions (des associations représentatives autonomes) qui pourraient faire coïncider le niveau des salaires à celui de leur productivité. Dans cette situation, les travailleurs moins qualifiés dans les industries manufacturières à faible contenu technologique des pays avancés sont directement affectés. Cette concurrence avec les pays émergents arrive en même temps que les nouvelles technologies de l'information et de la communication qui bouleversent les méthodes et les relations de travail, avec une logique de dé-standardisation des tâches et des biens, facilitant le passage d'un travail standardisé et rigide à un travail polyvalent et flexible. Ces changements ont sans doute pesé dans l'évolution des écarts de situation entre travailleurs qualifiés et peu qualifiés (et plus généralement de la hausse des inégalités sur le marché du travail).

Malheureusement, les théories et les analyses qui soutiennent, depuis des décennies, les nombreuses négociations de libre-échange dans les pays développés font l'impasse sur tous ces obstacles, se limitant à prévoir, dans l'abstrait, une trajectoire de long terme qui mène tous ces processus à l'équilibre. Elles restent aveuglément centrées sur ces tendances, niant les impacts de court terme et les divers phénomènes qu'elles entraînent, comme le chômage involontaire de long terme, la baisse des rémunérations réelles, la baisse de l'emploi pour les travailleurs peu qualifiés, etc. En théorie, l'intégration des pays émergents aux réseaux d'échanges internationaux n'implique pas obligatoirement qu'elle devienne perturbatrice. De nouvelles formes de compromis pourraient être imaginées entre les pays avancés et les pays émergents pour développer une croissance des échanges sur la base de relations justes et soutenables. Le problème c'est que, premièrement, le mode de régulation actuel des échanges empêche ce type de relations et, deuxièmement, les traités commerciaux négociés depuis des décennies ne font rien pour changer la situation, sinon pour l'empirer. C'est en raison des règles de régulation des échanges, au fondement des Trente Glorieuses, que la différence de taille des nouveaux acteurs (la Chine et l'Inde) vient par ailleurs accroître encore davantage les caractéristiques perturbatrices de la mondialisation des trente dernières années, conduisant à des processus massifs de destruction de capital physique (fermeture d'usines) et humain (déqualification de la main-d'œuvre) dans les pays développés. Parmi les victimes qui supportent les impacts négatifs de cette mondialisation, on retrouve les nombreux travailleurs de la classe moyenne des pays industrialisés qui, aujourd'hui, votent pour les solutions populistes.

Au final, la mondialisation actuelle représente une dynamique pernicieuse qui fragilise les cadres nationaux de régulation, mais qui ne met pas en place les nouvelles règles qui assureraient une prospérité pour tous. Et dans la foulée de cette dynamique, on assiste à l'émergence de toutes sortes d'autres pratiques nuisibles à cette prospérité, comme la montée en puissance des firmes numériques (les GAFA) qui aggrave la délocalisation des bénéfices des entreprises vers les paradis fiscaux ou vers d'autres États qui abusent de leurs droits souverains pour faire du dumping fiscal.

## **2.4 Les frictions d'un changement de paradigme ?**

Enfin, n'oublions pas que l'histoire économique n'est pas un « long fleuve tranquille ». La vie économique est traversée par des crises et des périodes de croissance dont des économistes de toutes tendances ont cherché à comprendre les dynamiques. À côté des cycles courts qui relèvent de la dynamique des marchés, on peut aussi identifier des cycles longs qui ont plutôt tendance à

relever des transformations en profondeur, non déterministes, qui s'accompagnent de changements institutionnels et technico-scientifiques des sociétés. C'est à l'étude de ces moments particuliers de l'histoire que s'est appliqué par exemple Karl Polanyi dans son ouvrage *La Grande Transformation*, dans lequel il nous présente non seulement la crise du mode de régulation féodal, confronté par les innovations de la révolution industrielle et par les forces politiques de la régulation marchande, mais également la crise de cette dernière un peu plus de cent ans plus tard, rattrapé par ses propres limites, qui s'effondre avec la Grande Dépression des années 1930. Dans son ouvrage, il analyse en détail les frictions – les contraintes sociales – qui finiront par fissurer un paradigme que leurs contemporains pensaient comme « éternels ».

Nous l'avons montré précédemment, c'est grâce à la combinaison des innovations du fordisme et des forces politiques du New Deal que, dans l'après-guerre, les pays sont parvenus à corriger les limites de la « société de marché » du XIXe siècle et à relancer les économies des pays développés dans une nouvelle phase de croissance. Malheureusement, si ce modèle a réussi à combiner productivité économique et progrès social dans un cercle plutôt vertueux de développement, il avait complètement négligé la dimension écologique de l'activité économique contemporaine. Or, justement, plus que tout autre modèle qui l'avait précédé, le fordisme reposait sur une utilisation massive de ressources énergétiques fossiles dont les impacts remettent aujourd'hui en cause les fondements écologiques de la vie économique. Ce n'est pas un hasard si les premiers signes de la crise du fordisme apparaissent avec le déclenchement des deux chocs pétroliers du début et de la fin des années 1970. L'école française de la régulation, qui a mis la crise du fordisme au cœur de son programme de recherche, a bien démontré les causes socioéconomiques des limites du fordisme, mais a trop longtemps négligé l'analyse des limites écologiques du modèle.

Aujourd'hui, après plus de trente ans de crises de toutes sortes et de dérèglementation tous azimuts du système de gouvernance, nous devons prendre conscience des limites écologiques du modèle pour analyser les causes de la crise de la croissance ultralibérale. Certes, comme nous l'avons vu, la transition démographique, la croissance des inégalités, les impacts de la financiarisation et de la mondialisation font partie des causes qui permettent d'expliquer la « stagnation séculaire » qui frappe ce modèle. Mais nous estimons que les limites écologiques de l'activité économique jouent également un rôle non négligeable dans cette crise. Lorsque la productivité reste confinée dans le cadre étroit de la seule efficacité économique, comme le fait la pensée économique dominante, elle risque de dégénérer dans une quête effrénée qui ne tient pas compte de ses retombées sociales et environnementales. Quand la recherche de l'efficacité économique se fait au détriment des autres dimensions d'un développement durable, elle devient insoutenable. Si une telle recherche d'efficacité peut sembler rationnelle pour une entreprise prise isolément, c'est que cette dernière ne comptabilise pas le coût de ses externalités, c'est-à-dire les impacts sociaux et environnementaux qui découlent de ses activités. Mais aujourd'hui il apparaît de plus en plus clair que les impacts environnementaux sont déjà matériellement assez significatifs pour nuire à la croissance globale.

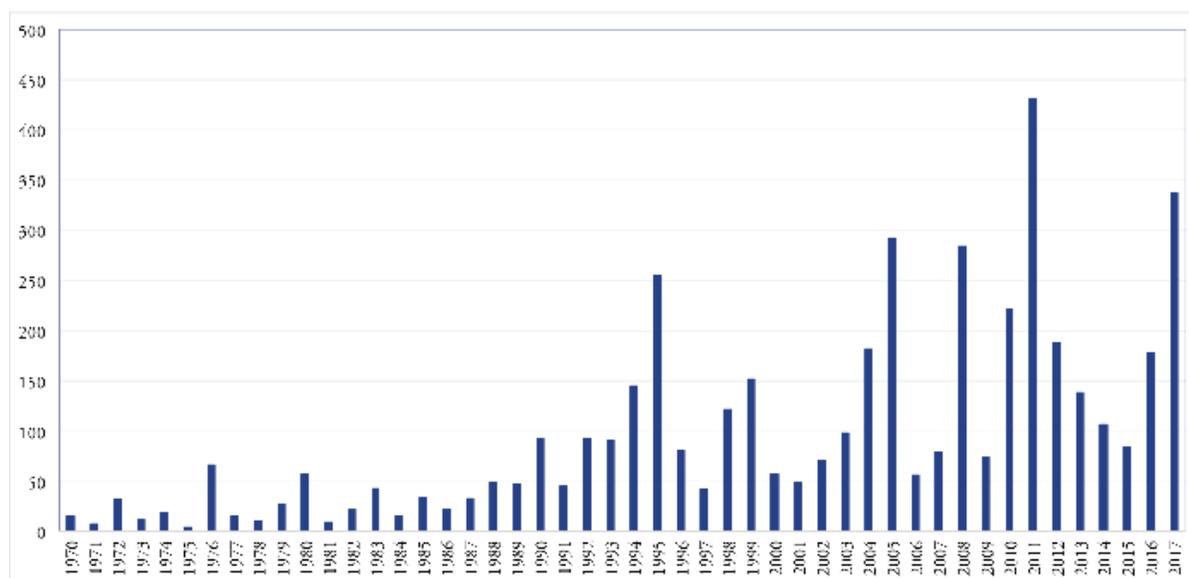
On pourrait donner en exemple les désastres naturels, dont ceux qui sont plus particulièrement sensibles au réchauffement climatique (ouragans, inondations, incendies), qui ont ravagé le monde en 2017. Selon la compagnie d'assurance Swiss Re<sup>23</sup>, qui calcule les pertes économiques causées par les désastres naturels depuis plusieurs années, les dommages économiques totaux engendrés par les

---

23. Voir Communiqué de presse « A 144 milliards USD, les dommages assurés dus aux catastrophes ont atteint un niveau inédit à l'échelle mondiale en 2017, selon une étude sigma ».

catastrophes naturelles et techniques dans le monde se sont élevés à 337 milliards \$ en 2017, soit près du double de la perte de 188 milliards \$ enregistrée en 2016 (la moyenne sur 10 ans étant de 190 milliards \$). Plus de 11 000 personnes sont mortes ou ont été portées disparues en 2017 en raison de ces désastres. Mais les estimations de Swiss Re ne tiennent pas compte des coûts associés au déplacement forcé de millions de personnes en raison du réchauffement climatique. Selon la Banque mondiale, lorsque l'on tient compte des impacts que ces désastres ont sur le bien-être des personnes impliquées, le coût économique global grimpe de 60%, soit de 520 milliards \$ par année<sup>24</sup>.

### Graphique 7. Évolution des pertes économiques des désastres naturels dans le monde (G\$)



Source : Swiss Re.

Pourtant, le coût croissant des désastres naturels ne représente qu'une partie des pertes en capital naturel, et en services écologiques fournis, qu'impacte le modèle de croissance fondé sur les énergies fossiles. Globalement, la situation serait plutôt la suivante : plusieurs facteurs se combinent pour créer de nombreuses frictions dans le cadre d'une nouvelle dynamique de « Grande Transformation », c'est-à-dire une dynamique au cours de laquelle on assiste aux derniers sursauts d'un paradigme économique insoutenable (à forte intensité carbone) alors que l'on n'arrive pas à mettre en place les nouvelles institutions et les nouvelles règles du jeu d'un nouveau paradigme plus soutenable (à faible émission carbone). Parmi les facteurs nuisibles à la croissance, l'un des plus dramatiques est celui de l'utilisation des énergies fossiles. Selon une étude réalisée par le Carbon Disclosure Project<sup>25</sup> (CDP), 71% des émissions de GES accumulés au cours des trois dernières décennies (1988-2016) auraient été le fait d'un petit groupe d'une centaine d'entreprises, alors même que les émissions carbone de ces trois décennies auront été aussi importantes que l'intervalle de 237 ans entre le début de la révolution industrielle et 1988. Tout le monde est aujourd'hui conscient que la capitalisation de ces entreprises, qui devrait valoir des milliers de milliards \$, est en quelque sorte aussi toxique que pouvaient l'être les produits financiers qui ont conduit à la crise financière

24. CRED and UNISDR, *Economic Losses, Poverty & Disasters, 1998-2017*, 2018.

25. CDP and Climate Accountability Institute, *The Carbon Majors Database*, CDP Carbon Majors Report 2017.

de 2008-2009<sup>26</sup>. Pour ne prendre que le cas canadien des *Big Five*<sup>27</sup>, leur capitalisation combinée s'élève à 190 milliards \$. Malheureusement, le modèle institutionnel du système de régulation en place bloque le changement. Les économistes ont montré que la rente des ressources naturelles a souvent été une « malédiction » pour les pays qui les possédaient et les financiers qui spéculaient sur leur valeur et qu'il fallait donc gérer cette rente de façon responsable. Mais aujourd'hui elle devient une rente « toxique » pour la transition. Elle nuit au développement économique équilibré, soutenable, des pays qui en possèdent et des pays qui en usent. En outre, elles freinent les réformes politiques qui sont nécessaires à la transition en raison de la capacité d'obstruction de ceux qui profitent de cette rente. Enfin, en raison de la volatilité du prix de la ressource, elles inhibent sérieusement les investissements en capacité et en innovation dans les énergies renouvelables, seuls à même de réaliser la transition.

Si la dimension écologique a rarement été utilisée par les auteurs de la théorie de la stagnation séculaire comme l'une des causes de ce phénomène, cela ne doit pas être étranger au fait que cette dimension n'est malheureusement pas intégrée, ni à la pensée économique dominante, ni au système de comptabilité nationale des États. Il est donc extrêmement difficile de démontrer, avec exactitude, que l'activité économique dans le cadre du paradigme actuel s'accompagne déjà d'une décroissance en qualité et en quantité des services environnementaux qu'il fournit. Il est pourtant clair que l'épuisement du stock de ressources non renouvelables, du prélèvement excessif de ressources renouvelables et de la pollution engendrent une perte de valeur des actifs naturels, et par la suite des services qu'ils rendent<sup>28</sup>. Pour pouvoir mesurer ces processus, il faudrait traiter les impacts de certaines activités économiques, qui diminuent la qualité et la quantité de ces actifs, comme une dépréciation générale du capital naturel, un épuisement du stock de capital entraînant une réduction du revenu national net. En contrepartie, les dépenses environnementales visant à atténuer le changement climatique et à faire face à celui-ci, à substituer d'autres ressources aux ressources en énergies fossiles en voie d'épuisement et à préserver la diversité des espèces vivantes, devraient être traitées comme des investissements en capital naturel, aptes à générer davantage de prospérité dans le futur, comme n'importe quel investissement en infrastructure.

C'est malheureusement l'inverse qui se produit : le système de la comptabilité nationale, qui a représenté dans l'après-guerre un formidable outil pour mesurer le progrès social, est aujourd'hui dépassé par ses limites de conception. La mesure du PIB n'est qu'un indicateur d'activités, peu importe si cette activité est bonne ou mauvaise pour l'environnement, pour la santé ou pour la cohésion sociale. En ignorant les externalités négatives de la croissance sur le revenu national et la productivité, il rend impossible la juste compréhension des impacts de la dépréciation du capital naturel (et en particulier de la dette carbone) sur la diminution des investissements et la croissance des inégalités.

---

26. Sur ce sujet, voir les enjeux des stranded assets, ou actifs 'échoués' <https://blogs.worldbank.org/voices/fr/bulle-du-carbone-et-actifs-echoues>.

27. Il s'agit des entreprises pétrolières Suncor, CNRL, Cenovus, Husky et Imperial. Voir Ian Hussey and David W. Janzen, *What the Paris Agreement Means for Alberta's Oil Sands Majors*, Parkland Institute, January 2018.

28. Michel Aglietta, « Croissance durable : mesurons-nous bien le défi ? », *Revue d'économie du développement* 2011/2 (Vol. 19), p. 199-250 ; ISQ, *Les comptes de l'environnement et l'approche par capitaux pour appuyer la mesure du développement durable au Québec*, Québec, 2010 ; Harvey Mead, avec la collaboration de Thomas Marin, *L'indice de progrès véritable du Québec. Quand l'économie dépasse l'écologie*, Éditions MultiMondes, 2011.

## **Conclusion**

Dans ce chapitre nous avons passé en revue les diverses causes potentielles, autres que celles généralement admises, pour expliquer la stagnation séculaire des pays développés, qui s'exprime en particulier par une baisse tendancielle des investissements. Outre les problèmes de la transition démographique et de la croissance des inégalités, nous avons donc abordé successivement les enjeux de la financiarisation, de la généralisation des politiques d'austérité, de la mondialisation perturbatrice et finalement des impacts écologiques d'un mode de développement insoutenable. Mises ensemble, ces diverses causes se renforcent mutuellement au sein d'un cercle vicieux qui atteint, avec le mode de régulation ultralibéral, un seuil critique. Dans le prochain chapitre nous allons revenir sur le cas québécois en tenant compte de ces divers éléments.



# Retour sur le cas québécois

Dans la première note de cette série sur les investissements, que nous avons publiée en juin 2018, on a pu voir l'évolution des différentes catégories d'investissements publics et privés au Canada et au Québec depuis le début des années 1980. En conclusion de cette note, nous affirmions « qu'étant donné l'environnement structurellement défavorable de l'économie canadienne et des politiques à courte vue des autorités publiques, l'évolution future des investissements privés et publics au Québec restait tributaire d'un ensemble de facteurs qui sont, encore aujourd'hui, hors du contrôle du gouvernement québécois ». À la lumière de l'analyse des diverses causes probables de la baisse des investissements, qui ont été abordées dans les deux chapitres précédents, nous allons maintenant faire un bref retour sur le cas québécois pour illustrer les limites du modèle québécois de développement dans un contexte de stagnation séculaire.

### 3.1 Maladie hollandaise, mondialisation et bilan carbone

C'est dans la foulée de la stratégie extractiviste suivie par le gouvernement fédéral et les provinces productrices d'énergies fossiles que sont apparus les symptômes de la « maladie hollandaise », c'est-à-dire une dynamique de perte de compétitivité des secteurs manufacturiers canadiens, due à une hausse du dollar canadien, lui-même dopé par les prix des ressources pétrolières. En s'appuyant sur des subventions directes massives (1,5 milliard \$ en 2013 seulement) et des subventions indirectes tout aussi importantes (découlant d'un prix carbone inexistant ou trop faible), le gouvernement canadien a fait de cette stratégie extractiviste l'un des piliers de son modèle de développement. Cette situation n'a pas été sans avoir des conséquences néfastes pour le Québec.

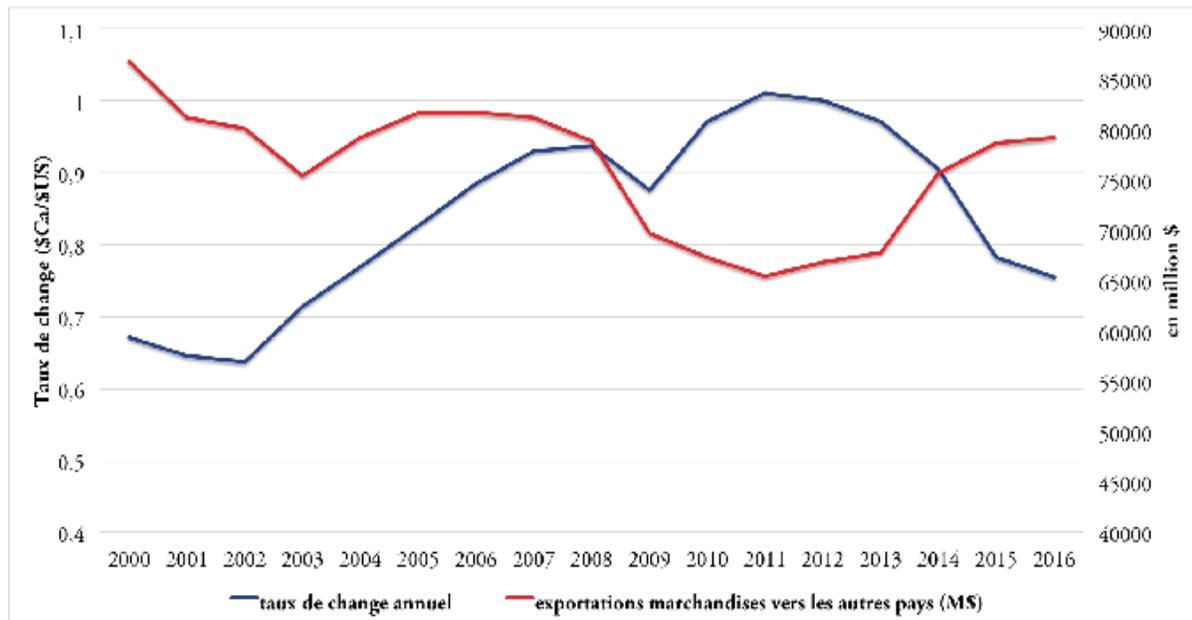
Alors que la part des investissements privés (des ménages et des entreprises) au Québec et en Ontario s'élève généralement autour d'un niveau équivalent à 15% du PIB, pendant plusieurs années ces investissements ont dépassé plus du double de ce niveau en Alberta, avant que finalement l'effondrement des prix du pétrole les fasse diminuer. Les impacts de la stratégie extractiviste ont été désastreux pour les secteurs industriels québécois. On peut le constater dans le graphique suivant : entre l'année 2000, où les exportations internationales de biens du Québec ont atteint un sommet avec un taux de change à 0,67 \$US, et l'année 2011 où c'est plutôt la devise canadienne qui atteignait un sommet (1,01 \$US), nos exportations de marchandises se sont effondrées de 25%. Selon l'économiste Serge Coulombe, professeur d'économie à l'Université d'Ottawa, la part des produits manufacturés dans les exportations québécoises a chuté de huit points de pourcentage pendant cette période et s'est traduite par une perte de plus de 100 000 emplois dans ce secteur<sup>29</sup>. On constate assez clairement que dès que la devise canadienne a commencé à redescendre à un niveau correspondant davantage à sa compétitivité structurelle<sup>30</sup>, les tendances dans les exportations de biens se sont rapidement redressées et sont revenues à des valeurs moyennes plus normales.

---

29. Luc Godbout et Marcelin Joanis, (sous la direction de), *Le Québec économique*, PUL, 2014, 592 p

30. Même s'il n'y a pas de correspondance exacte entre la notion de compétitivité structurelle et celle de parité de pouvoir d'achat (PPA), on peut néanmoins souligner que le taux de PPA de l'économie canadienne mesuré en dollar étasunien se maintient autour de la valeur moyenne de 0,84 \$US entre 1990 et 2016 selon les estimations de Statistique Canada (voir <http://www.statcan.gc.ca/daily-quotidien/180424/dq180424b-fra.htm>). On estime que la PPA est une meilleure mesure du

**Graphique 8. Évolution du taux de change (\$CA/\$US) et des exportations québécoises de biens (en million \$)**

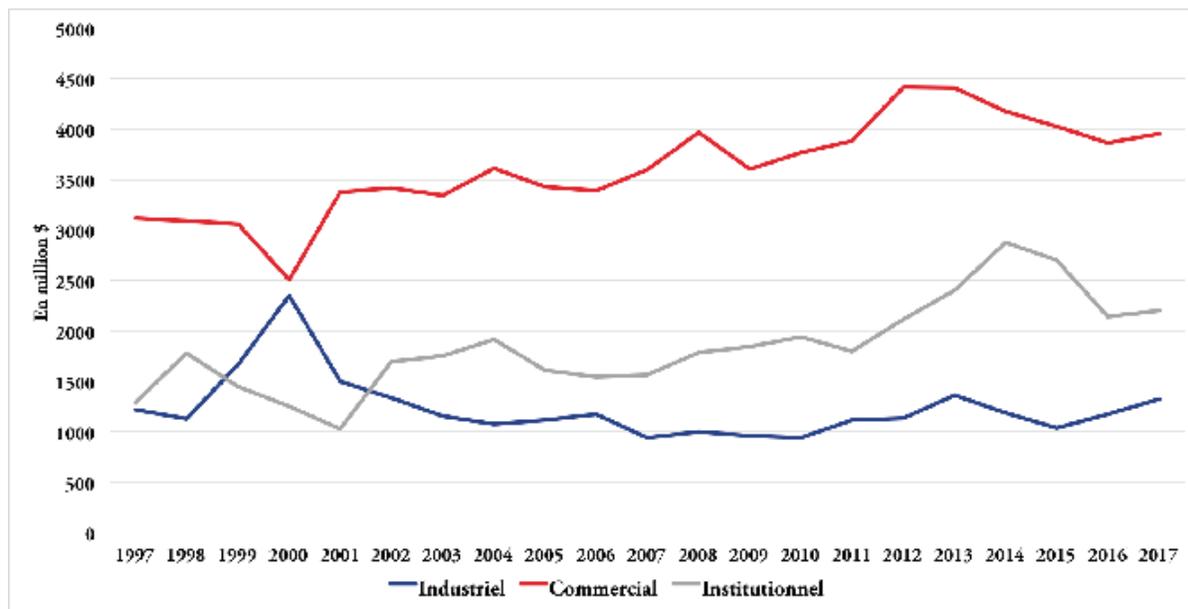


Sources : Banque du Canada et ISQ, comptes économiques

On peut aussi illustrer les impacts du modèle extractiviste canadien en retraçant l'évolution des investissements en ouvrages non résidentiels, par type de bâtiments construits : bâtiment industriel, commercial ou institutionnel. Le graphique suivant montre que le plafonnement des investissements en bâtiment non résidentiel au Québec avant 2012 cache en réalité un effondrement de la construction de bâtiment industriel (ligne bleue). De plus, cette dernière n'a pratiquement pas été touchée, ou très peu, par la reprise de 2012. Cette reprise a surtout favorisé la construction de bâtiments commerciaux (en 2012 et 2013) puis institutionnels (en 2014). Ces données nous indiquent donc que le secteur industriel a été affecté de façon durable, structurelle pourrions-nous dire, par le modèle canadien de développement. On peut estimer que, dans ce contexte, des industries entières ont perdu leurs expertises de base et ont été incapables de renouer avec la croissance lors de la reprise de l'activité économique. Les biens que ces industries produisaient sont maintenant fabriqués dans des pays où l'empreinte carbone est probablement beaucoup plus élevée qu'elle l'était au Québec. Autrement dit, si les coûts environnementaux étaient mieux intégrés dans les prix, ces entreprises seraient peut-être encore sur le sol québécois.

pouvoir d'achat relatif des revenus entre deux pays que le taux de change. La PPA est plus stable que le taux de change du marché, qui est déterminé par l'offre et la demande de devises sur le marché des changes.

**Graphique 9. Investissements en bâtiment non résidentiel, selon le type de bâtiment, Québec, 1997-2016 (en M\$)**



Source : Statistique Canada, Cansim 026-0016, Investissement en construction de bâtiments non résidentiels

Les constats que nous devons tirer de cette situation sont de divers ordres. D’abord, il est clair que, dans un contexte de mondialisation où l’on voit les secteurs manufacturiers confrontés par un ensemble complexe de nouveaux enjeux de compétitivité, la stratégie extractiviste canadienne fait peser des risques supplémentaires à une partie importante de l’économie, à la classe moyenne ainsi qu’à des régions québécoises déjà fortement fragilisées. Si l’effondrement des prix des ressources en 2014 a permis d’améliorer la compétitivité de l’industrie manufacturière québécoise, nous n’avons pas repris ce qui a été irrémédiablement perdu et nous ne sommes pas à l’abri d’un retour aux années difficiles. Les efforts des producteurs des sables bitumineux de l’Ouest canadien et du gouvernement canadien, peu importe la couleur politique, pour exporter davantage leur pétrole hors du Canada pourraient mener à une nouvelle hausse de la devise canadienne, dopée par cet afflux d’achats de huards, ce qui voudrait dire de nouveaux jours difficiles pour les secteurs manufacturiers des régions centrales du Canada. En considérant le projet de tripler la capacité de transport de l’oléoduc Trans Mountain d’intérêt national, Justin Trudeau aspire ainsi à promouvoir une hausse des prix du pétrole canadien, des redevances et des impôts payés à l’Alberta et à l’État fédéral, même si tout ça va à l’encontre des intérêts du Québec.

On peut estimer que, dans ce contexte, des industries entières ont perdu leurs expertises de base et ont été incapables de renouer avec la croissance lors de la reprise de l’activité économique. Les biens que ces industries produisaient sont maintenant fabriqués dans des pays où l’empreinte carbone est probablement beaucoup plus élevée qu’elle l’était au Québec. Autrement dit, si les coûts environnementaux étaient mieux intégrés dans les prix, ces entreprises seraient peut-être encore sur le sol québécois.

Selon une étude réalisée par Ouranos pour le compte du gouvernement du Québec<sup>31</sup>, les coûts des changements climatiques sont déjà élevés pour divers enjeux importants :

- En ce qui concerne l'impact des changements climatiques, les coûts pour la santé seraient particulièrement élevés (des centaines de millions \$ par année);
- De même pour les coûts de l'érosion côtière, où plusieurs milliers de bâtiments et quelques centaines de kilomètres de routes et de chemin de fer sont à risque;
- Les coûts les plus importants pour les régions nordiques semblent davantage liés aux événements extrêmes, car une conception appropriée et un entretien régulier pourraient compenser les effets du dégel du pergélisol;
- Enfin, les inondations coûtent déjà en moyenne 70 M\$/année, avec des variations allant de 0 \$ à 182 M\$/an sur la base des données historiques, et ils devraient augmenter avec la hausse du réchauffement.

L'étude avance le chiffre de 33 milliards \$ pour les 50 prochaines années en matière de santé et d'infrastructures. Mais ça ne comprend pas les impacts de perte de productivité de l'écosystème productif (p.ex. la production alimentaire), qui devrait être tout aussi, sinon plus important puisque chaque événement fragilise les capacités de résilience du système. Tout compte fait, le Québec est impacté négativement par les contraintes du bilan carbone canadien sans profiter véritablement de la rente des énergies fossiles, passablement dilapidée par les provinces productrices en baisse de taxes pour les ménages et les entreprises.

### **3.2 Austérité, endettement et insuffisance de la demande globale**

Lorsque le gouvernement et les experts prétendent vouloir soutenir la croissance économique et l'emploi en purgeant les dépenses publiques et en multipliant les tarifs de toutes sortes, ils s'enfoncent dans l'illusion idéologique de l'ultralibéralisme. Les politiques d'austérité qui se sont succédé depuis 20 ans, à Ottawa ou à Québec, n'ont fait qu'empirer le problème. Pendant les années 1990, la politique monétaire restrictive du gouverneur de la Banque du Canada a rendu les taux d'intérêt réels exagérément élevés, fragilisant les dépenses des gouvernements et des ménages. Les gouvernements (tant à Ottawa qu'à Québec) ont dû, pendant cette période, poursuivre des politiques d'austérité budgétaire, ce qui aura eu un impact supplémentaire sur le revenu disponible des ménages.

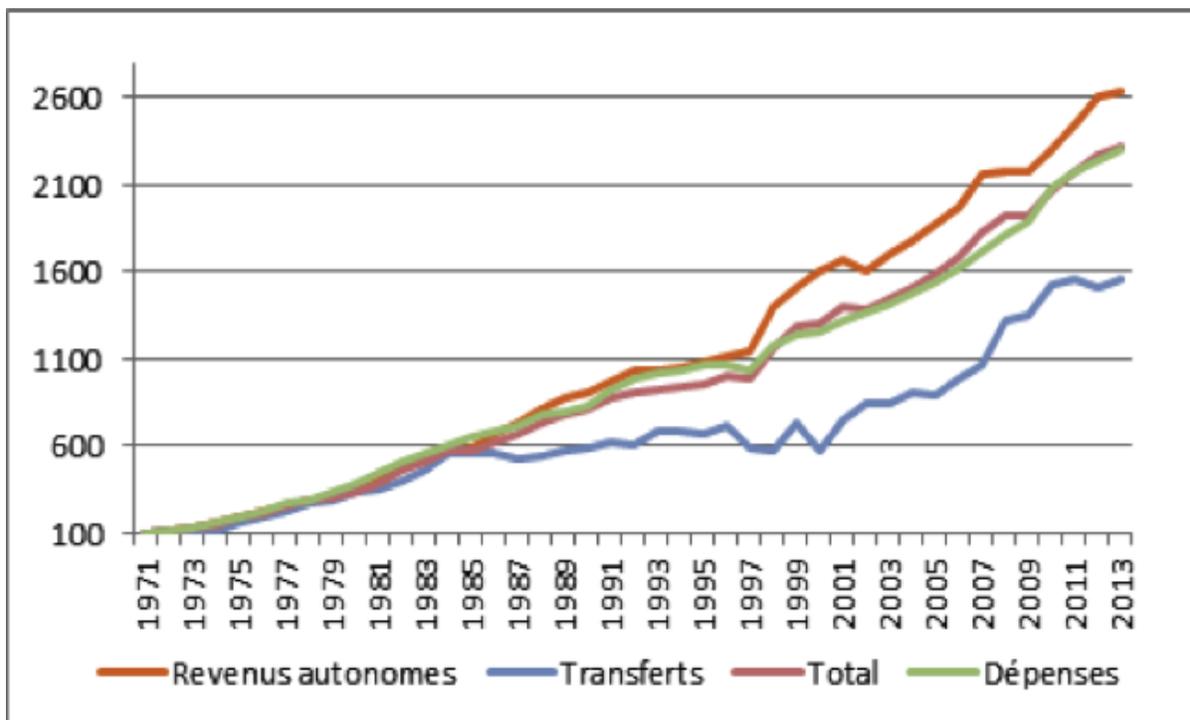
La détermination du gouvernement Chrétien à diminuer la fiscalité des particuliers et des entreprises a par la suite eu des conséquences désastreuses sur les revenus de transfert du gouvernement du Québec, puis les services publics. Les recettes fédérales ont grandement diminué depuis ces années, même si de nombreux citoyens ont l'impression d'être toujours plus taxés<sup>32</sup>. Conséquemment, la décroissance des recettes fédérales et le rétrécissement de la taille de l'État – donc de la valeur des biens et services qu'un gouvernement décide d'offrir à sa population – ont été significatifs. Le graphique suivant permet d'illustrer la crise des finances publiques du Québec qui a suivi les coupures importantes de transferts opérés par le gouvernement Chrétien. Même si nous avons

31. C. Larrivée, N. Sinclair-Desgagné, L. Da Silva, J.P. Revéret et C. Desjarlais, Évaluation des impacts des changements climatiques et de leurs coûts pour le Québec et l'État québécois, Rapport d'étude, Ouranos, 58 pages, 2015.

32. Il faut mentionner à leur décharge que les sociétés ont bénéficié beaucoup plus des baisses de la fiscalité que les particuliers.

assisté par la suite, pendant les années 2000, à un accroissement significatif des transferts fédéraux, le graphique indique clairement qu'ils n'ont jamais rattrapé l'évolution des revenus totaux et des dépenses du Québec. Bien au contraire, à partir de 2010 l'écart a recommencé à se creuser. Résultat : le gouvernement du Québec a dû combler l'écart en ajustant à chaque fois ses propres budgets, soit en coupant dans ses dépenses, soit en haussant les impôts, ou par un mélange des deux. Non seulement la baisse des transferts fédéraux fragilise les finances du Québec, mais elle force les gouvernements du Québec à faire des choix budgétaires qui minent les services publics. Depuis 20 ans, les gouvernements qui se sont succédé à Québec ont fait le choix d'ajuster principalement la colonne des dépenses au lieu de la colonne des revenus.

**Graphique 10. Évolution des revenus autonomes et totaux, des dépenses et des transferts fédéraux, Québec 1971-2013, (indice 100=1971)**



Source : France Bibeau, Le rôle des transferts fédéraux dans les contraintes budgétaires et politiques du Québec, IREC.

Par la suite, ce sont les gouvernements de Stephen Harper au fédéral et de Jean Charest au Québec qui sont parvenus, plus que tout autre gouvernement l'avait fait avant eux, à normaliser l'approche conservatrice de la politique budgétaire, avec des conséquences désastreuses sur les politiques sociales et par conséquent sur l'augmentation des inégalités au Québec et dans l'ensemble du Canada. Bien sûr, cette austérité budgétaire a mené à une diminution importante de la dette publique. Mais les dividendes de cette embellie financière ont surtout profité aux ménages les plus riches et aux entreprises. De façon générale, l'importante diminution de la fiscalité des entreprises au cours de ces années, en particulier de celle du palier fédéral, a eu pour effet de ramener la fiscalité des entreprises au Canada parmi les plus faibles des pays riches. Entre 2001 et 2015, libéraux et conservateurs fédéraux ont fait passer le taux d'imposition fédéral des entreprises de 28% à 15%, un mouvement qui a été suivi par les provinces. Néanmoins, même en ajoutant le taux québécois de 11,9%, cela fait du Canada un paradis pour les entreprises. Dans les classements annuels de la

fiscalité des entreprises par pays réalisé par PwC33, le Canada s'est classé pendant plusieurs années parmi le groupe sélect des 10 pays ayant la fiscalité la plus « sympathique » pour les entreprises (le tableau suivant montre les pays avec lesquels le Canada a partagé cet insigne honneur en 2013).

**Tableau 1. Fiscalité des entreprises : les 10 pays les plus favorables et les plus défavorables**

**Figure 1.1: Where is Paying Taxes easy – and where not?**

Economy	Overall rank	Most difficult	Rank
United Arab Emirates	1	Cameroon	176
Qatar	2	Mauritania	177
Saudi Arabia	3	Senegal	178
Hong Kong SAR, China	4	Gambia, The	179
Singapore	5	Bolivia	180
Ireland	6	Central African Republic	181
Bahrain	7	Congo, Rep.	182
Canada	8	Guinea	183
Kiribati	9	Chad	184
Oman	10	Venezuela, RB	185

Source : PwC, Paying Taxes 2013, The global picture

La politique d'austérité suivie par le gouvernement Couillard en plafonnant à 1,8% la croissance des dépenses publiques en 2014-2015 et à seulement 0,7% en 2015-2016 (la hausse moyenne était de 4,1 % entre 2003 et 2014), et en étendant le gel des effectifs dans l'administration publique aux réseaux de la santé et de l'éducation, a conduit l'économie dans la stagnation. Après plus d'une décennie de compressions dans la fonction publique, marquée par de multiples bouleversements organisationnels et des restrictions budgétaires draconiennes, menant à l'atrophie des effectifs et à la dépréciation des expertises (avec les conséquences que l'on connaît), plusieurs ministères ont souffert des compressions des budgets du ministre Leitão. Dans son premier budget, en proportion, les plus grandes coupures l'ont été pour le ministère Développement durable, Environnement et Lutte contre les changements climatiques (-19,4%) alors qu'en valeur absolue, ce sont les mesures d'aide à l'emploi qui sont les plus frappées (92 M\$). Par ailleurs, il ne faut pas se faire d'illusions : si les budgets du gouvernement de Justin Trudeau sont toujours en déficit, ce n'est pas en raison de dépenses exceptionnellement généreuses, mais parce que la part des recettes publiques, après tant d'années de baisse, n'arrive plus à acquitter les dépenses structurelles.

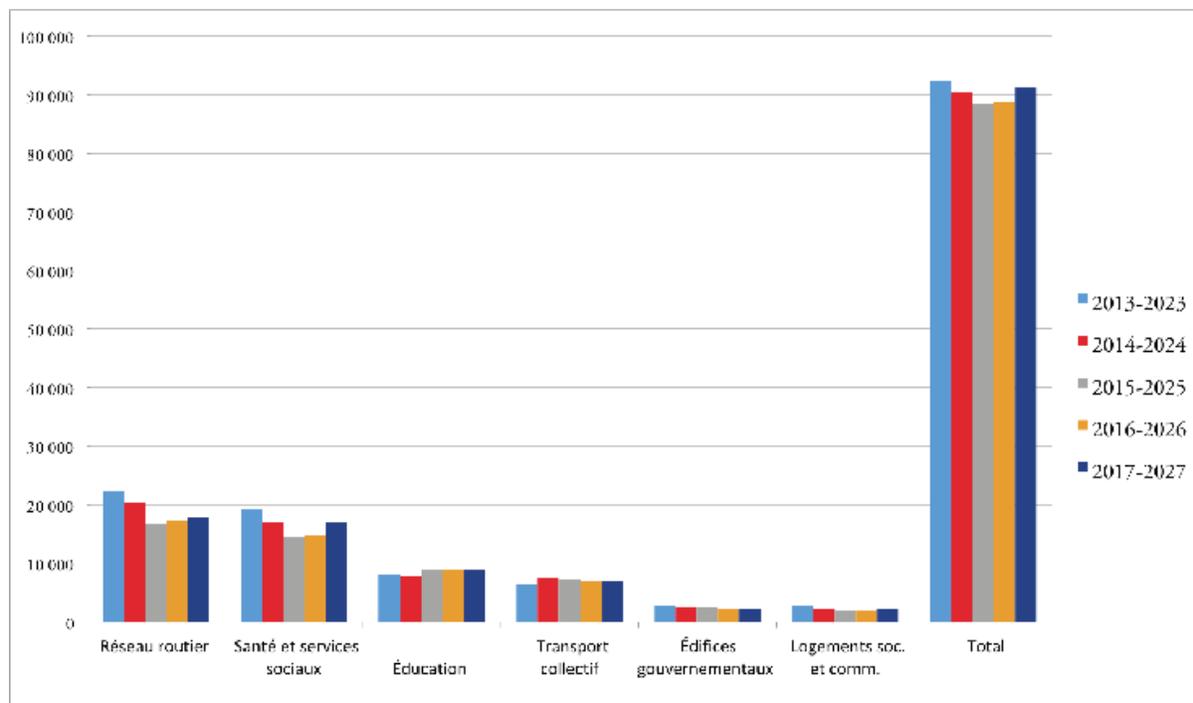
Cette nouvelle normalité de gestion de l'austérité a grandement affecté les investissements. Du côté des investissements publics, les gouvernements n'ont pas soutenu leurs efforts suffisamment longtemps après la crise de 2008-2009. Dès 2013 ils avaient réduit leurs efforts d'un demi-point de pourcentage et l'année suivante ceux-ci passaient sous la barre du 4% de PIB. Nous avons souligné dans le chapitre précédent les impacts négatifs de ce retrait prématuré de l'intervention

33. PwC, *Paying Taxes 2013, The global picture*, <http://www.pwc.com/gx/en/paying-taxes/assets/pwc-paying-taxes-2013-full-report.pdf>

publique sur les investissements privés. En fait, depuis de nombreuses années, il est reconnu que c'est l'insuffisance de l'investissement du gouvernement fédéral qui limite de façon considérable les améliorations que les pouvoirs publics pourraient apporter à la compétitivité globale de l'économie par le biais des investissements dans les infrastructures (transport en commun, routes, réseaux d'aqueduc et d'égouts, bâtiments institutionnels, etc.). On estime qu'un programme d'investissement combiné des deux principaux ordres de gouvernement (fédéral et provincial) à même de construire et d'entretenir les infrastructures publiques de façon adéquate devrait équivaloir à 5% du PIB. Nos données sur la période de 1981-2016 montrent que cela n'a jamais été le cas, si l'on fait exception des trois années dans la foulée de la Grande Récession<sup>34</sup>.

Le gouvernement fédéral n'est pas le seul à blâmer. Depuis le Plan québécois des infrastructures (PQI) de 2013-2023, les prévisions d'investissements publics au Québec ont été en chute libre, pour ne remonter qu'en prévision de la récente année électorale. Le PQI 2017-2027 signale en effet une remontée de 3%, mais reste tout de même à plus de 1 milliard \$ sous le niveau qu'il avait atteint en 2013. Le graphique 13 illustre l'évolution du PQI et de certains de ses éléments depuis 2013. On peut constater qu'à part le réseau routier et la santé, les investissements prévus dans les autres secteurs ont soit diminué de façon constante, soit plafonné, soit légèrement augmenté dans le plan de 2017-2027. Les secteurs du transport collectif, des édifices publics et du logement social et communautaire sont les plus gravement affectés. Comme l'énonçaient récemment des économistes québécois<sup>35</sup> : « la politique budgétaire du gouvernement Couillard a malheureusement fragilisé l'économie du Québec et réduit la quantité, la qualité et l'accessibilité des services publics ».

**Graphique 11. Évolution de certains éléments du PQI, 2013-2023 à 2017-2027 (en M\$)**



Source : Conseil du Trésor, Plans québécois des infrastructures.

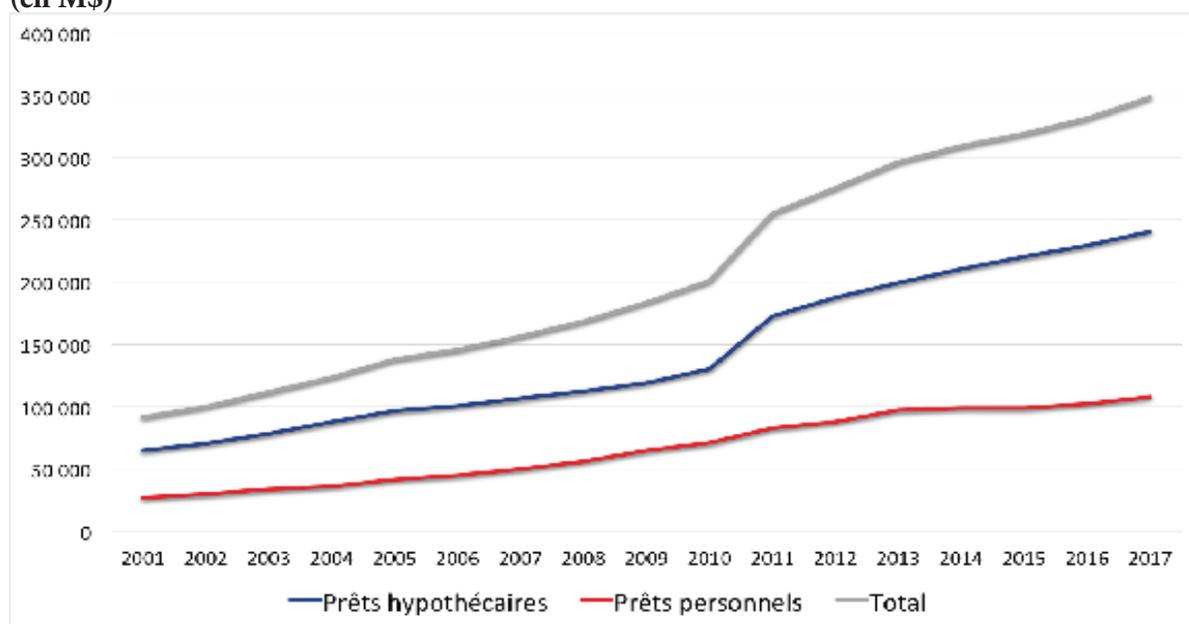
34. Voir *L'évolution des investissements privés et publics au Québec*, Note de recherche de l'IRÉC, juin 2018.

35. Voir Jean-Pierre Aubry, François Delorme, Pierre Fortin, *Une économie et des services publics fragilisés*, Le Devoir, 10 septembre 2016.

Ce qui est préoccupant c'est qu'en même temps que nous assistons à une tendance de dérégulation, nous voyons apparaître au Canada les signes inquiétants d'un retour des pratiques financières non soutenables sur le long terme. Une étude réalisée par la Banque du Canada souligne, en effet, que la proportion des ménages qui affichent un ratio de la dette au revenu brut excédant 350 % est passée de 4 % avant la crise à 8 % aujourd'hui. Les simulations, qui intègrent ces nouvelles données, donnent à penser qu'une augmentation du chômage et/ou des taux d'intérêt pourrait avoir une incidence sur le système financier encore plus grave aujourd'hui que lors de la crise de 2008-2009.

Dans le graphique 4 (voir au chapitre 2), on pouvait constater que le niveau d'endettement des ménages et des entreprises du Canada était le plus élevé des pays du G7 en 2016 (218% du PIB), un niveau bien au-delà de celui qui avait précédé la crise financière aux États-Unis et au Royaume-Uni. En fait, le Canada aurait connu la croissance la plus rapide de l'endettement parmi les 22 pays avancés, et ce niveau de la dette privée serait dangereusement lié à la spéculation immobilière. Le Québec n'y échappe pas, même si les prix de l'immobilier n'ont pas connu la même envolée. Le graphique suivant montre l'évolution des prêts hypothécaires et personnels détenus par les institutions de dépôt au Québec depuis 2001. On y constate que les niveaux de ces types de prêts ont augmenté respectivement de 272% et 304% en moins de 20 ans. Autrement dit, les prêts personnels ont été multipliés par 4, dépassant les 100 milliards \$ en 2017, et les dettes hypothécaires par 3,7. Et cela à la veille d'une croissance importante des taux d'intérêt par la Banque du Canada.

**Graphique 12. Évolution des prêts détenus par les institutions de dépôt, Québec, 2001-2017 (en M\$)**



Sources : Institut de la statistique du Québec (ISQ), Valeur des prêts détenus par les institutions de dépôt, Québec, 2001-2017.

En somme, l'austérité est devenue la pratique budgétaire normale des gouvernements des pays développés. Le Québec n'y a pas échappé avec des partis de gouvernement contraints par les tendances lourdes actuelles, conduisant à un cercle vicieux de baisse de la croissance des revenus nationaux et des services à la population, accompagnée par l'endettement des ménages. Ce qui en résulte, c'est une baisse tendancielle de la demande globale. L'adoption par le gouvernement actuel d'une perspective de court terme, insoutenable, de baisse de la fiscalité comme expédient à

la stagnation économique ne pourra au final que nous empêcher d'investir massivement dans la transition vers un modèle de développement plus soutenable, à même de construire de nouvelles bases de croissance à faible intensité carbone et dématérialisée.

### 3.3 Le Québec inc. 2.0 : de maître à rentier

Pendant des décennies, les gouvernements qui se sont succédé à Québec ont mis en place des outils financiers et des programmes de financement pour soutenir le développement d'une classe d'entrepreneurs et pour renforcer le tissu d'entreprises innovantes. Certains secteurs en ont profité pour reprendre le contrôle de la propriété des entreprises et constituer le Québec inc. Il y a eu des succès et des échecs, mais de façon générale, l'économie québécoise pouvait justement se qualifier de plus résiliente en raison de sa grande diversification et de son niveau d'innovation technologique dans quelques secteurs industriels clés. Malheureusement, la financiarisation de l'économie a affecté de façon particulièrement importante les institutions du Québec inc.

La Caisse de dépôt et placement (CDP) a joué un rôle important dans la création du Québec inc. en réussissant à concilier les objectifs de rendement financier de l'épargne retraite des Québécois et le développement économique du Québec. Elle a aussi joué un rôle majeur pour la formation d'une classe de dirigeants financiers sensibles aux enjeux économiques du Québec. Pendant des décennies, tous les experts financiers au Québec sont passés, à un moment ou un autre, par les institutions liées à la Caisse de dépôt. La réforme qu'elle a connue au début des années 2000 et l'amendement à sa loi en 2005 ont cependant conduit à abandonner le double objectif de rendement et de développement (au profit exclusif du premier terme) ainsi que son rôle d'instance de formation. L'ère des spécialistes de la finance internationale est advenue et les innovations financières ont pris le pas sur le financement industriel<sup>36</sup>. L'idée du nouveau modèle de gestion financiarisé, à travers l'utilisation massive des produits financiers structurés incorporant des produits dérivés, est apparue avec l'arrivée d'Henri-Paul Rousseau à la Caisse. Pendant quelques années - avant 2009 - les bénéfices étaient au rendez-vous, mais beaucoup du fait de la spéculation sur les produits de couverture. Avec la crise des *subprimes*, cette spéculation a entraîné la perte de près de 40 G\$ pour la Caisse. Elle a aussi mis en difficulté toutes, ou presque toutes, les grandes entreprises du Québec inc. qui avaient mis leurs liquidités à très court terme dans les produits financiers structurés, entraînées par la Caisse de dépôt à participer activement à la financiarisation de l'économie du Québec.

On pourrait penser que, « chat échaudé craint l'eau froide », les entreprises québécoises auraient maintenant une plus faible propension à prendre des risques financiers dans ce domaine. Mais une étude montre le contraire<sup>37</sup>. La crise de 2008-2009 semble avoir au contraire engendré une pénétration plus forte des principes de la financiarisation. Dès lors que, globalement, l'accumulation du capital s'opère sur la base de l'expansion des activités financières, la haute direction des entreprises se tourne naturellement vers la logique financière du marché comme nouvelles bases d'accumulation. D'autant plus que la financiarisation devient associée à une plus grande rémunération des dirigeants. Dans son étude, l'auteure constate qu'au Québec les *stock-*

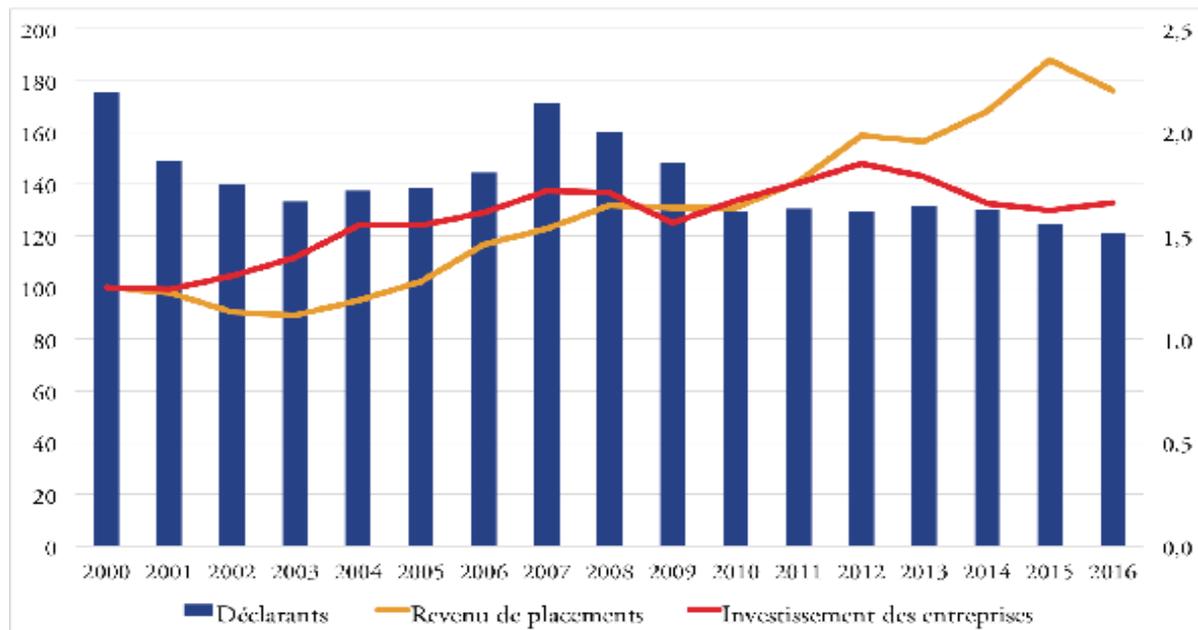
36. Olivier Clain et François L'Italien (sous la direction de), *Le capitalisme financiarisé et la crise économique au Québec et au Canada*, Les séminaires Fernand-Dumont, Éditions Nota Bene, 2010.

37. Audrey Laurin-Lamothe, *Les élites économiques québécoises dans le contexte de l'entreprise financiarisée*, thèse de doctorat en sociologie, UQAM, mai 2017.

*options* atteignent ainsi 16% de la rémunération totale chez les PDG en 2012 et que la part de la rémunération fondée sur la valeur boursière est de 52%, une tendance qui confirmerait la conclusion de la seule autre enquête canadienne sur le sujet. La financiarisation, conclut-elle, « contraint » les hauts cadres à lier leurs intérêts aux conventions et aux stratégies propres à la communauté financière, transformant du coup la fonction managériale au sein de la grande entreprise. « Alors que cette fonction était, pour l'essentiel du 20<sup>e</sup> siècle, assignée à une finalité économique, soit la planification et le développement économique à long terme de l'entreprise, elle a été redéfinie par les impératifs de rentabilité et de liquidité financière du capital<sup>38</sup> ». Aux dépens, bien sûr, des revenus du travail et des investissements.

Lorsqu'on regarde l'évolution des dividendes versés aux actionnaires au cours des années récentes, les constats sont aussi éloquents. Entre 2000 et 2016, le montant des revenus de placements des ménages québécois dans les entreprises canadiennes (qui correspondent à la somme des revenus de dividendes et des revenus d'intérêts) a connu une hausse considérable. Cette évolution est marquée de deux périodes de hausse assez importante : la première, qui précède la crise financière de 2008, signale une augmentation de valeur de 40% en 5 ans, de 2003 à 2008, et fut suivie par un tassement pendant deux ans ; la deuxième hausse est en cours, avec une remontée graduelle à partir de 2010 puis d'une hausse spectaculaire de 20% pour la seule année 2015, suivie d'une baisse en 2016. Pourtant, on constate en même temps que le nombre de déclarants stagne depuis 2010, voire diminue légèrement en fin de période. On peut donc conclure que cette évolution de l'industrie financière entraîne une augmentation de la concentration des revenus du capital et vraisemblablement un accroissement des inégalités.

**Graphique 13. Évolution des revenus de placement et des investissements des entreprises (indice 100=2000, axe de gauche) et des déclarants (en million, axe de droite), Québec**



Source : Statistique Canada, Cansim, Tableau 111-0038, Revenu de placements au Canada, par province; Tableau 384-0038, Produit intérieur brut, en termes de dépenses.

38. Ibid.

En parallèle, lorsque l'on suit l'évolution des investissements des entreprises, on constate certes une légère baisse dans la foulée de la crise de 2009, mais autrement son évolution générale ne semble pas confirmer parfaitement les pronostics de la théorie du « retour des actionnaires ». Comme le montre le graphique, les deux périodes de hausse des revenus de placement n'ont pas conduit automatiquement à une baisse des investissements. Néanmoins, à partir de 2012 on semble assister à une évolution contrastée assez nette des deux variables, avec d'un côté une forte croissance des dividendes versés et de l'autre un décrochage marqué des investissements des entreprises. Nous estimons que cela devrait servir de signal d'alarme aux autorités compétentes, du fait que la distribution des surplus d'exploitation vers les détenteurs de titres aurait atteint un niveau tel, qu'il serait devenu nuisible aux capacités d'investissement des entreprises. C'est d'autant plus préoccupant que les créances du secteur privé (ménages et entreprises) par rapport au PIB ont atteint le niveau alarmant de 218%, comme nous le signalions précédemment, et que les banques centrales ont définitivement mis un terme à leur politique accommodante.



# Conclusion

Dans la première note de cette série sur les investissements, nous avons montré que les politiques d'austérité des gouvernements québécois qui se sont succédé depuis 20 ans et la stratégie extractiviste suivie par le fédéral et les provinces productrices avaient aggravé la crise des investissements des entreprises manufacturières des régions centrales du Canada. Globalement, elles avaient mené à des sous-investissements publics et privés désastreux pour l'avenir du Québec.

Dans cette deuxième note, nous avons d'abord établi que le Québec et le Canada n'étaient pas des exceptions dans ce domaine, puisque les autres pays du G7 ont généralement été affectés par des tendances globales similaires concernant leurs investissements publics et privés. Plutôt que des causes exclusivement locales, l'évolution des investissements publics et privés ici ou ailleurs serait donc aussi tributaire de causes plus globales. Nous avons cherché à comprendre ces phénomènes en faisant appel à la thèse de la « stagnation séculaire », qui explique cette baisse tendancielle des investissements dans les pays développés par une faiblesse de la demande agrégée, elle-même tributaire de la transition démographique des pays développés (baisse importante du taux de croissance de la population active) et par une hausse importante des inégalités. Bien que les recherches économiques semblent donner raison à leurs arguments, nous avons aussi montré dans une deuxième partie de cette note que plusieurs autres causes bien documentées, telles que la financiarisation, la mondialisation et les politiques d'austérité, devaient aussi être prises en compte pour mieux comprendre la « stagnation séculaire ». Nous avons par ailleurs fait appel aux principes de l'économie écologique pour rappeler que les impacts des changements climatiques pouvaient aussi jouer un rôle significatif dans cette dynamique.

Finalement, à la lumière de ces réflexions, nous sommes revenus sur les tendances observées des cas canadien et québécois afin de mieux identifier les enjeux en cause. Ce retour au cas québécois était important puisque dans la prochaine, et dernière, note de cette série sur les investissements, nous désirons faire le point sur ces enjeux pour identifier des pistes de solution. Sur la base des nombreux constats que nous avons pu tirer des études consultées, nous chercherons donc à proposer des solutions innovatrices qui permettraient d'assurer un sentier de croissance plus soutenable des investissements au Québec. On verra, plus spécifiquement, si la nécessaire transition énergétique des économies nationales, pour se conformer à la limite maximale de 1,5°C de réchauffement, pourrait jouer un rôle prépondérant pour relancer, sur de nouvelles bases, les investissements privés et publics.