

# **La récession de 2020, la reprise économique et l'orientation budgétaire du Québec**

Mémoire soumis en réponse à l'appel du 2 juin 2020  
lancé par le ministre des Finances du Québec

Pierre Fortin  
Département des sciences économiques  
ESG-UQAM

Juillet 2020

## Résumé

1 Les pertes économiques dues aux récessions sont considérables, les reprises sont lentes et, pour plusieurs raisons, l'intervention du gouvernement du Québec est indispensable pour en sortir

2 Le taux de chômage « structurel » a considérablement diminué depuis 20 ans au Québec : il n'est plus maintenant que de 5 %

3 À court terme, le défi macroéconomique du Québec consiste à combler le plus vite possible l'écart qui aura été creusé en 2020 entre le PIB réalisé et le plein potentiel de l'économie

4 Il est possible que le conflit entre l'appui à la reprise et la réduction du poids de la dette puisse se résoudre sans trop de difficulté, car l'augmentation du PIB résultant d'une expansion budgétaire peut empêcher le rapport dette/PIB d'augmenter malgré la hausse de la dette qui est engendrée

5 Surprise : les budgets restrictifs de 2010-2011 à 2015-2016 n'ont probablement pas eu d'effet cumulatif à la baisse important sur le rapport dette brute/PIB

6 De 2019-2020 à 2025-2026, le soutien cumulatif à l'économie pourrait constituer une « dette pandémique » de 38 milliards

7 Si le taux d'intérêt reste inférieur au taux de croissance du PIB nominal, le gouvernement pourra absorber la dette pandémique sans avoir à comprimer ses dépenses ou à hausser les impôts

8 Il y a de bonnes raisons de penser que le taux d'intérêt va rester longtemps inférieur au taux de croissance du PIB – sinon le gouvernement peut toujours émettre tout de suite des titres à échéances de 10 à 30 ans

9 Les cibles de 45 % pour la dette brute et de 17 % pour la dette représentant les déficits cumulés en mars 2026, « ça va être serré » et ça invite à la réflexion sur les efforts de réduction de la dette

10 La baisse persistante des taux d'intérêt depuis 40 ans rappelle que ce qui importe pour analyser les dangers d'une dette publique trop lourde, ce n'est pas la dette elle-même, mais les intérêts à payer dessus, c'est-à-dire le service de la dette

11 Le premier danger d'une dette trop lourde, l'iniquité intergénérationnelle, est rendu moins important qu'avant par la baisse tendancielle des taux d'intérêt et il est exagéré par le concept de « mauvaise dette »

12 Le deuxième danger d'une dette trop lourde, l'effet d'éviction des emprunteurs privés du marché du crédit, est atténué par la mondialisation financière, la sous-utilisation actuelle du potentiel productif de l'économie et le retard de l'investissement public en infrastructure

13 Le troisième danger d'une dette trop lourde, celui d'une ascension incontrôlée du service de la dette, a disparu au Québec surtout avec la baisse généralisée des taux d'intérêt, mais en partie aussi avec la baisse du poids de la dette

14 Une fois le retour au plein emploi complété, il faudrait maintenir le poids de la dette plutôt que le réduire encore plus, et se concentrer plutôt sur la bonne gestion des services publics

15 La baisse généralisée des taux d'intérêt depuis 40 ans a permis aux États qui le désiraient d'augmenter le poids de leur dette tout en réduisant néanmoins le poids de leur service de la dette

16 La réduction du rapport dette/PIB qui est requise pour abaisser le rapport service de la dette/PIB d'une quantité donnée est d'autant plus importante aujourd'hui que le taux d'intérêt sur la dette est beaucoup plus faible qu'autrefois

17 Les intérêts payés sur la dette ne sont pas de l'argent gaspillé, mais soutiennent les services publics qui résultent des investissements passés du gouvernement, y compris certains, comme l'éducation, qui apparaissent par erreur au budget courant

18 Suivre l'évolution de la dette au moyen du concept de dette nette plutôt que de celui de dette brute au sens de la *Loi sur l'équilibre budgétaire* est une bonne idée

19 Que le poids de la dette soit plus élevé au Québec que dans les autres provinces n'est pas une pathologie, mais un phénomène normal attribuable au fait que son secteur public est plus important et que son économie est de plus grande taille, plus diversifiée et plus stable que la moyenne

20 Réponses aux questions posées par le ministre des Finances

Dans le *Portrait de la situation économique et financière 2020-2021* qu'il a présenté le 19 juin dernier, le ministre des Finances du Québec a indiqué qu'il poursuivait notamment trois objectifs macroéconomiques : 1) rattraper le niveau du PIB de la fin de 2019 d'ici la fin de 2021, avec ou sans 2<sup>e</sup> vague de la pandémie ; 2) revenir à l'équilibre budgétaire dans un horizon de cinq ans ; et 3) continuer à faire une priorité de la réduction du poids de la dette, mais pas au détriment des services publics ou par une hausse des impôts.

Le 2 juin, le ministre a lancé un appel aux économistes universitaires afin qu'ils proposent, avant le 21 août, des actions à privilégier pour réaliser ces trois objectifs, et d'autres également concernant le développement durable, le développement des régions et un financement adéquat de la santé et de l'éducation. Je lui suis, quant à moi, très reconnaissant pour cette invitation. Nous avons tous à gagner, du côté universitaire comme du côté politique et administratif, du climat de bienveillance et d'entraide que cette démarche vise manifestement à susciter.

Le présent mémoire veut répondre à son « appel à tous ».

## **1 Les pertes économiques dues aux récessions sont considérables, les reprises sont lentes et, pour plusieurs raisons, l'intervention du gouvernement du Québec est indispensable pour en sortir**

Depuis 60 ans, les trois récessions dignes de ce nom que le Québec a essuyées sont celles de 1982-1983, 1990-1992 et 2008-2009. Une appréciation succincte de la profondeur, de la durée et du coût de ces récessions appelle cinq conclusions :

1) Habituellement, la plongée en récession est rapide et la reprise est lente, surtout si les autorités monétaires et budgétaires retirent trop rapidement leur appui à la reprise (comme par exemple en Europe après la récession de 2008-2009)<sup>1</sup>.

2) Les pertes macroéconomiques engendrées par l'accumulation des écarts entre le PIB réalisé et son plein potentiel pendant ces récessions et les reprises qui ont suivi ont été considérables. Au Québec, le coût a été de l'ordre de 100 milliards (dollars de 2019) pour les cycles de 1981 à 1988 et de 2008 à 2019, et de 250 milliards pour le cycle de 1989 à 2000.

---

<sup>1</sup> Une analyse et une explication de ce phénomène ont été présentées récemment par Stéphane Dupraz, Emi Nakamura et Jón Steinsson, « A plucking model of business cycles », Working Paper No. 26351, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, décembre 2019.

3) Étant donné que les banques centrales ont perdu leur puissance de tir parce que les taux d'intérêt étaient déjà très faibles avant même le début de la récession, ce sont les autorités budgétaires qui doivent maintenant intervenir pour soutenir la reprise.

4) Au Canada, les administrations provinciales et locales comptent pour 65 % des dépenses courantes et 85 % des dépenses d'investissement de l'ensemble des administrations publiques<sup>2</sup>. L'intervention des grandes provinces comme l'Ontario et le Québec pour combattre la récession et appuyer la reprise est non seulement justifiée, mais indispensable.

5) En récession et en reprise, l'effet multiplicateur des dépenses « primaires » (dépenses de portefeuilles plus dépenses d'investissement) des gouvernements semble être de l'ordre de 1,5 dans les pays de l'OCDE<sup>3</sup>. Il est d'autant plus important que la propension à importer du pays est plus faible. Il est donc à son plus haut dans un grand pays comme les États-Unis (genre 2,0), moins important dans un pays de taille moyenne comme le Canada (genre 1,5), et plus faible dans une économie régionale comme celle du Québec (genre 1,25<sup>4</sup>). Trois raisons expliquent que l'effet multiplicateur des dépenses publiques soit plus important en récession et en reprise qu'en temps normal<sup>5</sup>. La première est qu'habituellement le rationnement du crédit est plus sévère, de sorte que la propension à consommer est à son plus haut. La deuxième est que les ressources humaines et matérielles sont sous-utilisées, de sorte que le côté offre peut mieux répondre à la hausse de la demande. La troisième est qu'en conséquence l'inflation réagit plus faiblement, de sorte que la banque centrale est moins pressée de relever les taux d'intérêt. Les effets multiplicateurs des modifications fiscales et des prêts aux entreprises sont eux aussi significatifs, mais moins importants que celui des dépenses primaires.

---

<sup>2</sup> Statistique Canada, Tableau CANSIM 3610-0477.

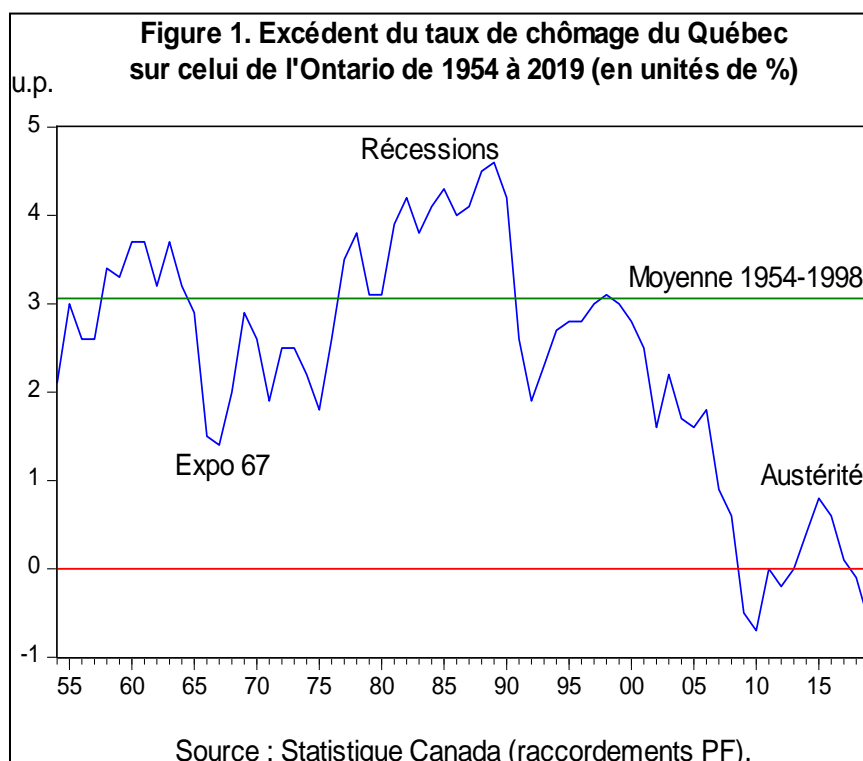
<sup>3</sup> Voulant dire qu'on obtiendra une hausse de 1,50 dollar du PIB à court terme par dollar d'accélération des dépenses publiques. Explications et références dans Pierre Fortin, « Avant tout, la politique budgétaire doit soutenir la reprise », *Télescope*, vol. 20, no 1, 2014, p. 105-127 (voir notamment le graphique 7 et la note 10 de cet article).

<sup>4</sup> Pour les statisticiens en herbe : une régression de la variation du PIB sur le changement du solde budgétaire structurel (défini par le Fonds monétaire international comme « solde primaire corrigé des variations conjoncturelles en pourcentage du PIB potentiel ») avec les données annuelles du Québec de 2011 à 2019 donne une estimation de 1,35 (avec écart-type estimé de 0,19) pour l'effet multiplicateur. La valeur indiquée de 1,25 est donc dans le champ des possibles ; elle erre du côté de la prudence.

<sup>5</sup> Olivier Blanchard et Daniel Leigh, « Fiscal consolidation: At what speed? », VoxEU-CEPR, mai 2013.

## 2 Le taux de chômage « structurel » a considérablement diminué depuis 20 ans au Québec : il n'est plus maintenant que de 5 %

L'évolution de l'économie et de l'emploi dans les années à venir sera déterminée par les trajectoires du PIB potentiel et du PIB réalisé. Un bon point de départ consiste à supposer que le taux de chômage de plein emploi du Québec est de 5 %, niveau atteint en 2019<sup>6</sup>. Il importe ici d'observer que ce taux de chômage minimum soutenable du Québec a connu une baisse structurelle importante depuis 20 ans. Il était de 10 % lors des sommets conjoncturels de 1981 et de 1990, de 7 % au sommet de 2008, et de 5 % au sommet de 2019.



La figure 1 illustre cette évolution structurelle d'une manière un peu plus convaincante en traçant l'excédent du taux de chômage du Québec par rapport à celui de l'Ontario depuis la Guerre de Corée. En tendance longue, cet excédent interprovincial est un révélateur de changement structurel, puisque les variations du

<sup>6</sup> Une étude récente confirmant que le taux de chômage reste la mesure macroéconomique la plus fiable du potentiel inutilisé est celle de Christina et David Romer, « NBER business cycle dating: Retrospect and prospect », Document de recherche, Department of Economics, UC Berkeley, décembre 2019.

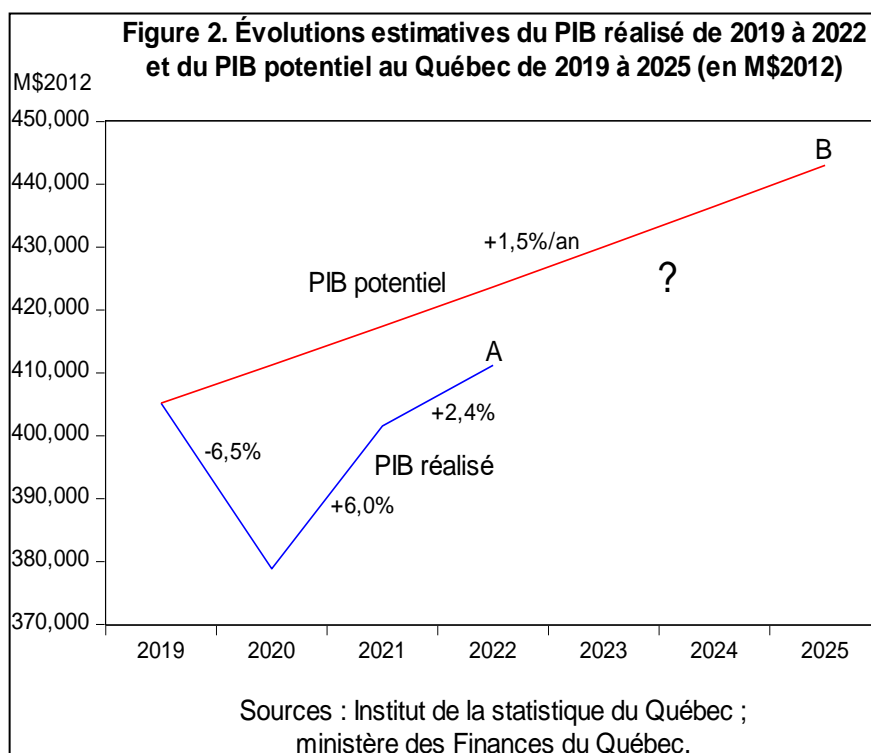
cycle économique nord-américain font fluctuer les taux de chômage des deux provinces de façon à peu près semblable, de sorte que leur effet disparaît dans le calcul de la différence.

On constate que le taux québécois a été supérieur en moyenne de 3 points au taux ontarien de 1954 à 1998, mais que, depuis 20 ans, l'excédent a fondu progressivement à zéro. Une pointe malheureuse apparaît pendant la période d'austérité budgétaire provinciale de 2014 à 2016. Mais néanmoins, à quelque chose malheur est bon : ce dernier épisode démontre visuellement l'importance de l'impact du budget du Québec (néгатif dans ce cas-ci) sur l'économie et l'emploi. Le faible taux de chômage comparatif observé au Québec depuis vingt ans n'est pas un caprice temporaire de la conjoncture, mais témoigne d'un véritable changement structurel.

### **3 À court terme, le défi macroéconomique du Québec consiste à combler le plus vite possible l'écart qui aura été creusé en 2020 entre le PIB réalisé et le plein potentiel de l'économie**

Une bonne estimation du taux de chômage de plein emploi permet de fixer le point de départ du PIB potentiel dans les prochaines années. Le taux de chômage de 5 % en 2019 était associé à un PIB potentiel de 405 milliards (dollars constants de 2012). Le rythme auquel ce potentiel va augmenter dans les prochains mois et les prochaines années est inconnu, mais la progression annuelle du PIB réel d'environ 1,5 % pour 2019 à 2024 projetée par le *Plan budgétaire 2020-2021* du 10 mars dernier au rythme d'un taux de chômage qui restait proche de 5 % est une estimation plausible du taux de croissance du PIB potentiel qui doit « coller » au taux de chômage de plein emploi. Un taux de croissance tendanciel de 1,5 % est inférieur à l'objectif de 2 % que le ministre dit viser à plus long terme, mais il est sans doute réaliste (bien qu'incertain) à moyen terme.

La figure 2 projette cette croissance annuelle de 1,5 % du PIB potentiel de 2019 à 2025. Elle présente également une projection pour le PIB réalisé. Il s'agit de celle du *Portrait* du 19 juin (elle aussi plausible, quoique incertaine), qui envisage une décroissance de 6,5 % en 2020 suivie d'une croissance de 6,0 % en 2021 et de 2,4 % en 2022. Le ministre souhaite que le PIB réalisé à la fin de 2019 soit récupéré à la fin de 2021 et permette de revenir à l'équilibre budgétaire dans un horizon de 5 ans.



Dans le scénario de la figure 2, si le cycle économique entier devait durer 6 ans, soit de 2019 à 2025, il faudrait que le PIB réalisé passe du point A en 2022 au point B en 2025. Rejoindre le point B en 2025 requerrait une croissance annuelle moyenne du PIB réalisé de 2,5 % pendant ces 3 années. Ce ne serait pas mission impossible, puisque le PIB réel du Québec a progressé de 2,6 % par année de 2016 à 2019 au sortir de l'austérité de 2014-2015, mais ce serait néanmoins exigeant. Quoiqu'il en soit, le scénario de la figure 2 est construit sur des projections de croissance pour le PIB potentiel et le PIB réalisé qui sont toutes les deux faillibles. Les positions qui seront effectivement occupées par les points A en 2022 et B en 2025 pourraient évidemment être différentes de celles qui sont représentées sur la figure.

**4 Il est possible que le conflit entre l'appui à la reprise et la réduction du poids de la dette puisse se résoudre sans trop de difficulté, car l'augmentation du PIB résultant d'une expansion budgétaire peut empêcher le rapport dette/PIB d'augmenter malgré la hausse de la dette qui est engendrée**



Alors, comment passer du point A au point B, c'est-à-dire comment le ministre peut-il utiliser son budget pour réussir le retour à l'équilibre dans un horizon de cinq ans sans augmenter ni diminuer les impôts et sans compromettre son engagement à réduire le poids de la dette dans l'économie (le rapport dette/PIB) ? On imagine tout de suite qu'il y aura tension entre le besoin d'appuyer la reprise économique et l'engagement à se conformer à la *Loi sur la réduction de la dette et instituant le Fonds des générations*, adoptée en 2006 et amendée en 2010. Car, d'un côté, le poids des impôts demeurant inchangé, le moyen budgétaire qui reste au gouvernement pour promouvoir le retour du PIB à son potentiel sera d'accroître ses dépenses primaires. Mais, de l'autre, cette hausse de dépenses amplifiera le déficit budgétaire et, par conséquent, fera augmenter la dette.

Il est toutefois possible que le poids de la dette dans l'économie augmente peu, voire n'augmente pas du tout, même si le montant de la dette augmente. Ce serait le cas si l'expansion budgétaire faisait augmenter le PIB autant, ou même plus, qu'elle ajouterait à la dette. Autrement dit, le rapport dette/PIB pourrait ne pas bouger, voire même diminuer, si le dénominateur (le PIB) augmentait plus que le numérateur (la dette).

Pour illustrer cette possibilité, considérons une situation de départ où la dette brute (nette de l'actif du Fonds des générations) est de 220 milliards et le PIB, de 440 milliards, comme l'indique la projection du *Portrait* du 19 juin pour 2020-2021. Le ratio dette brute/PIB est donc tout juste de 50 % ( $= 220/440$ ). Supposons que le gouvernement du Québec veuille ajouter 10 milliards au PIB en haussant ses dépenses de portefeuilles et d'investissements. Si, tel qu'estimé plus haut, l'effet multiplicateur des dépenses sur le PIB du Québec est de 1,25 dans une économie sous-employée, la hausse voulue du PIB n'exigera d'accroître les dépenses que de 8 milliards ( $8 \times 1,25 = 10$ ). Cependant, le coût final pour le trésor public sera encore plus faible, soit de 6 milliards et non de 8 milliards, parce qu'une fois que le PIB sera enrichi des 10 milliards, environ 2 milliards de plus seront encaissés par le gouvernement en revenus autonomes additionnels et en économies dans ses dépenses de transferts aux ménages, aux entreprises et aux municipalités<sup>7</sup>. Quel en sera l'effet sur le poids de la dette ? Eh bien, les 6 milliards injectés au net dans

---

<sup>7</sup> Le *Plan budgétaire 2020-2021* du 10 mars prévoyait un PIB nominal de 480 milliards en 2020. Selon le ministère des Finances du Québec, une hausse de 1 % de ce PIB, soit 4,8 milliards, ajouterait 0,8 milliard aux revenus autonomes du gouvernement. En proportion, une hausse de 10 milliards du PIB ferait donc augmenter les revenus autonomes d'environ 1,7 milliard ( $= 0,8 \times 10/4,8$ ). L'impact total sur le solde budgétaire serait un peu plus élevé que ce montant en raison des économies réalisées dans les dépenses de transferts. Le chiffre de 2 milliards pour l'amélioration totale du solde est finalement un ordre de grandeur acceptable.

l'économie feront augmenter la dette d'autant et la feront passer de 220 à 226 milliards, tandis que les 10 milliards ajoutés au PIB le feront passer de 440 à 450 milliards. De 50 % au départ, le rapport dette/PIB aboutira à 50,2 % (car  $226/450 = 0,502$ ). La dette s'alourdira, mais à peine.

On voit immédiatement que le rapport avantage-coût de cette poussée du budget sur l'économie serait particulièrement favorable. Un gain en revenu intérieur de 2 400 dollars par personne employée et une création nette de 55 000 emplois seraient réalisés sans que le poids de la dette brute augmente de façon appréciable.

### **5 Surprise : les budgets restrictifs de 2010-2011 à 2015-2016 n'ont probablement pas eu d'effet cumulatif à la baisse important sur le rapport dette brute/PIB**

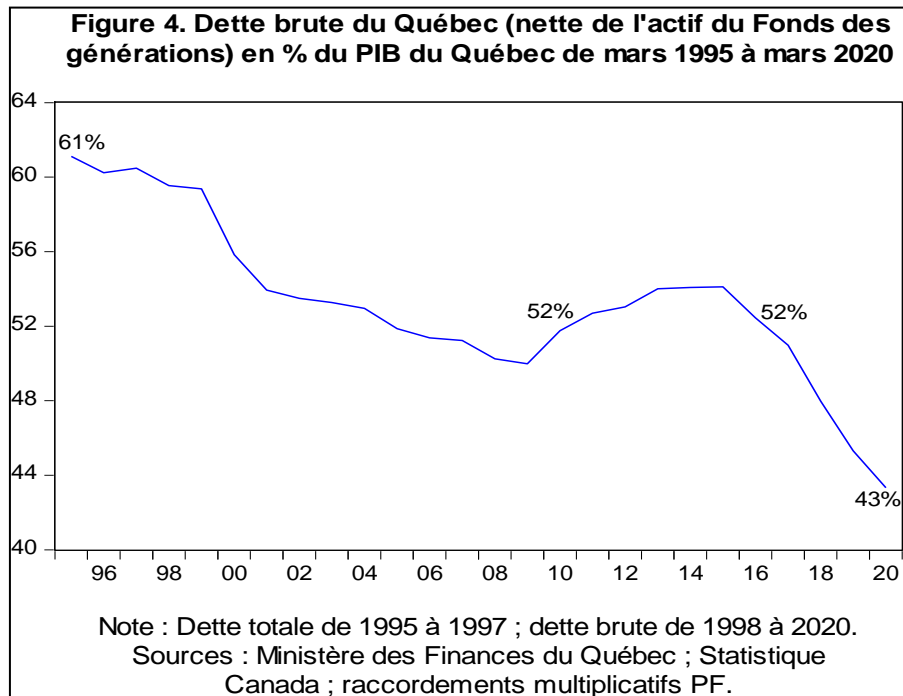
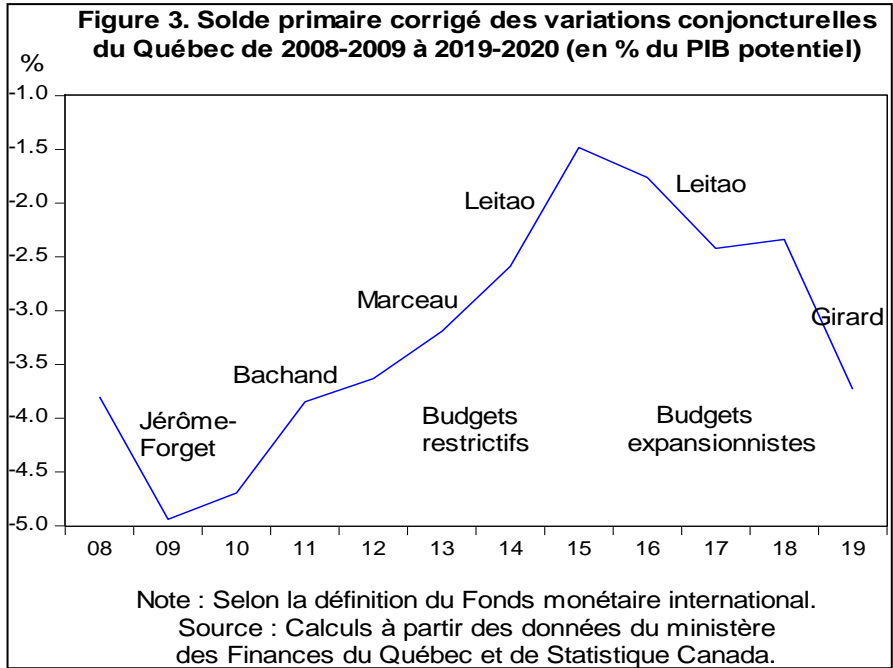
On peut inverser l'exemple et l'utiliser pour montrer qu'un retrait budgétaire significatif visant à alléger le poids de la dette dans l'économie va aboutir à une baisse du PIB sans réussir à réduire le rapport dette brute/PIB pour la peine<sup>8</sup>. Cela donne à croire notamment que les budgets restrictifs pratiqués par le Québec de 2010-2011 à 2015-2016 – restrictions douces sous Bachand et Marceau, puis musclées sous Leitão – n'ont probablement pas eu d'effet cumulatif important sur le rapport dette brute/PIB.

La figure 3 fournit une preuve visuelle de cette affirmation, qui peut a priori surprendre. Elle applique aux budgets du Québec de 2008-2009 à 2019-2020 la mesure du « solde primaire corrigé des variations conjoncturelles en pourcentage du PIB potentiel », qui est couramment utilisée par le Fonds monétaire international pour jauger l'action budgétaire gouvernementale sur l'économie<sup>9</sup>. On constate que cette mesure de l'action budgétaire a continuellement augmenté de 2009-2010 à 2015-2016. Cela signifie que les budgets des ministres Bachand (2010-2011 à 2012-2013) et Marceau (2013-2014) et les deux premiers du ministre Leitão (2014-2015 et 2015-2016) se sont de plus en plus rapprochés d'une situation de surplus, ce qui établit leur nature restrictive.

---

<sup>8</sup> Les économistes américains Bradford DeLong et Lawrence Summers ont présenté un exemple américain de même nature dans leur article intitulé « Fiscal policy in a depressed economy », *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2012, p. 233-274.

<sup>9</sup> Fonds monétaire international, *Fiscal Monitor*, Washington, DC, avril 2020. Methodological and Statistical Appendix (voir les références, et le tableau A4 pour les économies avancées).



Néanmoins, la figure 4 fait voir que le rapport dette brute/PIB n'a pas bougé au cours de cette période, ayant affiché 52 % en mars 2016 comme en mars 2010<sup>10</sup>. Si le poids de la dette a diminué jusqu'à 43 % en mars 2020 malgré les budgets expansionnistes des ministres Leitão (2016-2017 et 2017-2018) et Girard (2018-2019), c'est que la croissance économique s'est accélérée de 2017 à 2019, pour des raisons conjoncturelles externes qui n'avaient rien à voir avec les orientations budgétaires du gouvernement.

La poussée de 10 milliards des dépenses gouvernementales sur le PIB qui a été étudiée plus haut est un simple exemple. Elle ne veut pas dire que 10 milliards est la cible précise à viser pour l'expansion budgétaire en 2021 et après. Pour clarifier les choses, il faut partir de l'écart de 15 milliards (dollars constants de 2012) à combler qui apparaît sur la figure 2 pour l'année 2021 entre le PIB potentiel sur la ligne rouge (417 milliards) et le PIB anticipé sur la ligne bleue (402 milliards). Après inflation, en dollars courants, cet écart en 2021 est de 18 milliards (490 milliards contre 472 milliards).

Mais, bien évidemment, le ministre n'engagera pas nécessairement ses dépenses budgétaires futures à viser précisément une hausse du PIB de 18 milliards. D'un côté, il peut vouloir poursuivre d'autres objectifs, comme réparer les dommages causés par les restrictions des budgets antérieurs en éducation, en santé, dans les autres services publics et dans l'investissement en infrastructure ; comme aider certains secteurs plus durement éprouvés par la pandémie (commerce, tourisme, culture, aéronautique, etc.) ; comme éviter qu'un chômage de longue durée et un recul excessif de l'investissement privé affaiblissent le PIB potentiel lui-même ; et comme dynamiser le développement durable. Heureusement, ces objectifs vont de pair avec son souhait de hâter le retour de l'économie à son plein potentiel.

Mais d'un autre côté, il devra tenir compte que sa politique budgétaire n'est pas la seule influence majeure sur le PIB québécois. La croissance économique des États-Unis, où sont acheminées les 70 % de nos exportations internationales, la politique monétaire de la Banque du Canada, la politique budgétaire fédérale, l'évolution du taux de change et du prix du pétrole, etc., sont autant d'autres facteurs qui agissent fortement sur l'économie québécoise. La coordination fédérale-provinciale sera tout aussi importante pour le soutien à la reprise économique en 2021 et après que dans le combat contre la COVID-19 et la récession en 2020.

---

<sup>10</sup> Une régression préliminaire avec les données québécoises annuelles de 2010 à 2019 confirme cette impression visuelle. Elle indique que l'action budgétaire du gouvernement, évaluée par cette mesure du FMI, a eu un effet statistiquement nul sur le changement dans le rapport dette/PIB du Québec au cours de la période.

## **6 De 2019-2020 à 2025-2026, le soutien cumulatif à l'économie pourrait constituer une « dette pandémique » de 38 milliards**

Il est difficile de chiffrer d'avance ce que vont coûter ensemble au gouvernement du Québec la réaction automatique de ses revenus et dépenses au recul de l'économie et les mesures budgétaires prises en réponse à la crise sanitaire et à la récession et en appui à la reprise. Du *Plan budgétaire* pré-crise de mars au *Portrait* de juin, la hausse de la dette brute (nette de l'actif du Fonds des générations) prévue pour 2020-2021 est passée de 4,5 milliards à 22,9 milliards, ce qui donne un revirement total de 18,4 milliards attribuable aux événements de mars à juin. On ne sait pas encore ce que le ministre va annoncer cet automne pour les années 2021-2022 et après. On sait toutefois que, pendant la récession de 2008-2009 et les cinq années de reprise qui ont suivi, les déficits courants aux comptes publics accumulés par le gouvernement ont totalisé 12,6 milliards et qu'ensemble les immobilisations nettes et les acquisitions d'actifs autres que pour le Fonds des générations ont connu une hausse cumulative d'environ 10,7 milliards par rapport aux années antérieures. Ainsi donc, on peut estimer que le gouvernement a « investi » à l'époque environ 23,3 milliards (= 12,6 + 10,7) dans la récession et la reprise de 2008-2009 à 2013-2014.

Comme on part déjà d'une injection initiale de 18,4 milliards en 2020-2021, l'implication du gouvernement pour faire face à la récession de 2020 et appuyer la reprise subséquente va certainement dépasser les 23,3 milliards injectés au total de 2008-2009 à 2013-2014. Une bonne partie du revirement de 18,4 milliards de la dette brute en 2020-2021 est ponctuelle et ne se répétera pas. Mais il n'est pas douteux que le soutien à la reprise devra s'étendre ensuite sur plusieurs années. Le ministre envisage un retour à la normale dans cinq ans. Un scénario parmi d'autres qui sont plausibles consisterait à ajouter un soutien de 20 milliards aux 18,4 milliards déjà engagés. Juste pour fixer les idées, cela pourrait, par exemple, comprendre 6 milliards en 2021-2022, 5 milliards en 2022-2023, 4 milliards en 2023-2024, 3 milliards en 2024-2025 et 2 milliards en 2025-2026. En l'occurrence, on verrait des engagements d'environ 38 milliards (= 18,4 + 20) s'accumuler pour former une « dette pandémique ».

## **7 Si le taux d'intérêt reste inférieur au taux de croissance du PIB nominal, le gouvernement pourra absorber la dette pandémique sans avoir à comprimer ses dépenses ou à hausser les impôts**

C'est une grosse bouchée financière à avaler. Mais il sera néanmoins possible de l'absorber sans que le service de la dette explose et, comme le souhaite le ministre, sans que cela se fasse « au détriment des services publics ou par une hausse du fardeau fiscal des Québécois. » Comment est-ce possible ? C'est que le taux d'intérêt que le gouvernement doit payer sur ses nouveaux emprunts est maintenant inférieur au taux de croissance normal du PIB nominal. Le printemps dernier, par exemple, le Québec a pu emprunter 13 milliards sur les marchés financiers à des taux de rendement à l'investisseur de 0,6 % pour 5 ans, 1,5 % pour 10 ans et 2,2 % pour 30 ans. Le taux d'intérêt moyen sur l'ensemble des emprunts à ces trois échéances a été de 1,4 %. Le taux de croissance du PIB nominal, quant à lui, est généralement estimé à environ 3,5 % au Canada et au Québec en temps normal. L'ancien économiste en chef du FMI et ancien président de l'American Economic Association, Olivier Blanchard, décrit les circonstances comme suit : « Le gouvernement n'a qu'à refinancer continuellement la dette et à émettre de la nouvelle dette pour payer les charges intérêts qu'elle entraîne, ce qui va faire croître la dette au rythme du taux d'intérêt. Pendant ce temps, le PIB va suivre son propre taux de croissance. Si ce taux de croissance est supérieur au taux d'intérêt, le rapport dette/PIB va automatiquement diminuer au fil du temps sans qu'il soit jamais nécessaire d'augmenter les impôts pour couvrir le service de la dette<sup>11</sup>. » [Ma traduction]

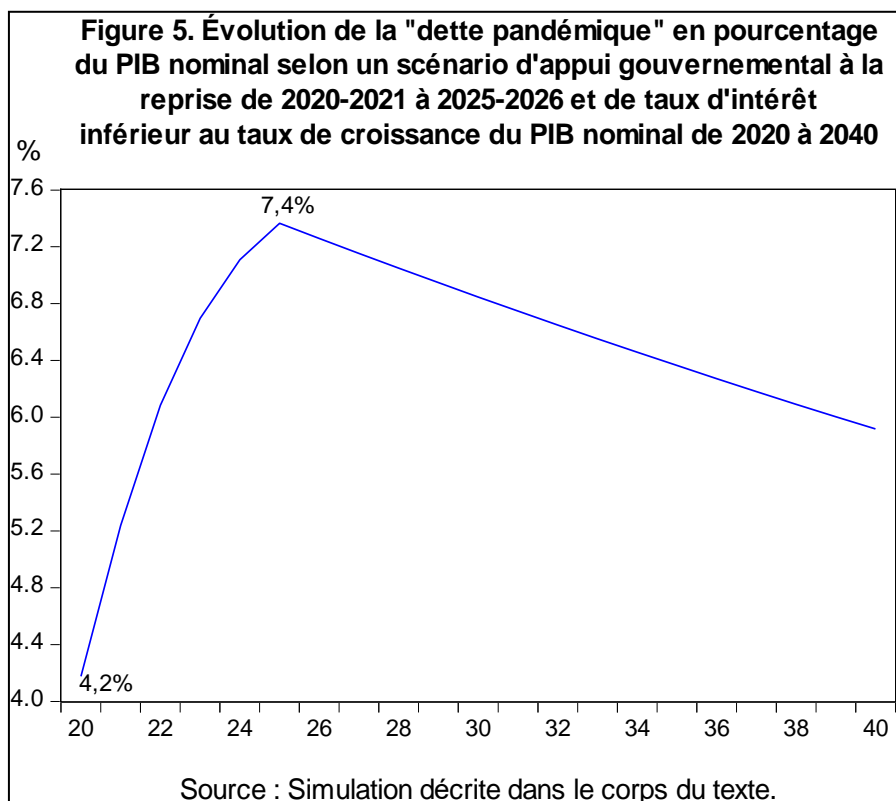
La figure 5 permet de visualiser l'évolution du poids de la dette pandémique selon le scénario des 38 milliards. Des emprunts de 18,4 milliards sont effectués en 2020-2021 et un soutien additionnel de 20 milliards est ensuite distribué sur les cinq années 2021-2022 à 2025-2026 selon l'échelonnement indiqué plus haut. Le taux d'intérêt moyen sur la nouvelle dette est fixé à 1,75 % de 2020 à 2024 et à 2 % par la suite<sup>12</sup>. Le taux de croissance annuel du PIB nominal retenu pour la simulation est de -4,0 % en 2020 et de 7,1 % en 2021 comme dans la projection du *Portrait* du 19 juin ; il est ensuite fixé à 5 % en 2022, 4,5 % en 2023, 4,0 % en 2024 et 3,5 % par la suite.

---

<sup>11</sup> Olivier Blanchard, « Public debt : Fiscal and welfare costs in a time of low interest rates », Policy Brief 19-2, Peterson Institute for International Economics, février 2019.

<sup>12</sup> Les taux d'intérêt nets que doit assumer le gouvernement sont en fait inférieurs à ces taux bruts de 1,75 % et 2 %, car un certain montant lui revient à l'impôt sur le revenu de la part des contribuables québécois détenteurs de ses titres qui doivent y déclarer leurs revenus d'intérêts.

La figure 5 fait démarrer la dette pandémique à 18 milliards (4,2 % du PIB) en 2020-2021. À partir de 2021-2022, en plus des 20 milliards échelonnés, elle inclut les charges d'intérêts qui s'accumulent sur les montants empruntés antérieurement. Le poids de la dette grimpe alors à 7,4 % du PIB en 2025-2026, puis redescend lentement une fois la reprise complétée, sous l'influence du taux de croissance du PIB nominal (3,5 %) qui fait augmenter le dénominateur du rapport dette/PIB plus vite que le taux d'intérêt (2 %) fait augmenter le numérateur.



Deux conséquences s'ensuivent pour le budget du Québec. La première concerne le service de la dette. Il faut se rappeler en effet que ce qui importe pour le solde budgétaire, ce n'est pas la dette elle-même, mais les intérêts à payer dessus, c'est-à-dire, justement, le service de la dette. Le scénario simulé à la figure 5 montre que, malgré sa grande importance, le soutien gouvernemental à l'économie envisagé aurait un effet plutôt modeste sur le poids du service de la dette étant donné la faiblesse du taux d'intérêt. En 2019-2020, le service de la dette du Québec (net des revenus de placement du Fonds des générations) équivalait à 1,60 % du PIB<sup>13</sup>. Le

<sup>13</sup> Le poids du service de la dette peut aussi se mesurer en pourcentage des revenus du gouvernement, comme le font d'ailleurs correctement les documents budgétaires du Québec et les

scénario le ferait augmenter de 0,15 unité de pourcentage du PIB à son maximum en 2025-2026 (=  $7,4 \times 0,02$ ).

La deuxième conséquence, expliquée par la citation de Blanchard, est que le gouvernement n'aurait pas à comprimer ses dépenses ou à hausser les impôts afin de créer un espace budgétaire permettant de payer les charges d'intérêts additionnelles ; il n'aurait qu'à les ajouter au montant de ses nouveaux emprunts, sachant que la croissance du PIB finirait par en venir à bout. La taille et l'échelonnement des mesures budgétaires relatives à la récession et à la reprise après 2019-2020 pourront évidemment être différents de ce que le scénario de la figure 5 suppose, mais l'essentiel du résultat, à savoir que le poids de la dette va diminuer progressivement une fois que la reprise sera complétée, va être préservé pourvu que le taux d'intérêt sur la dette reste inférieur au taux de croissance du PIB nominal.

## **8 Il y a de bonnes raisons de penser que le taux d'intérêt va rester longtemps inférieur au taux de croissance du PIB – sinon le gouvernement peut toujours émettre tout de suite des titres à échéances de 10 à 30 ans**

Présentement, le taux d'intérêt sur la nouvelle dette du Québec est égal ou inférieur à 2 % et le taux de croissance du PIB nominal envisagé pour 2025 et après est de 3,5 %. Naturellement, la question se pose de savoir si cet écart entre les deux taux va perdurer. Il y a au moins deux bonnes raisons de penser que ce sera le cas. La première est que les taux d'intérêt à long terme très faibles qui ont cours aujourd'hui ne sont pas une tendance passagère de la conjoncture économique et ne sont pas seulement le fruit d'opérations temporaires de la banque centrale. Ils résultent d'une tendance lourde qui s'est incrustée partout dans le monde depuis au moins 25 ans. La figure 6 en témoigne en montrant que les taux sur les obligations du Gouvernement du Canada à échéance de plus de 10 ans ont continuellement diminué depuis 25 ans (le taux d'inflation étant resté autour de 2%), passant de 9,4 % au début de 1995 à 1,0 % au milieu de 2020. Les écarts entre les taux sur les

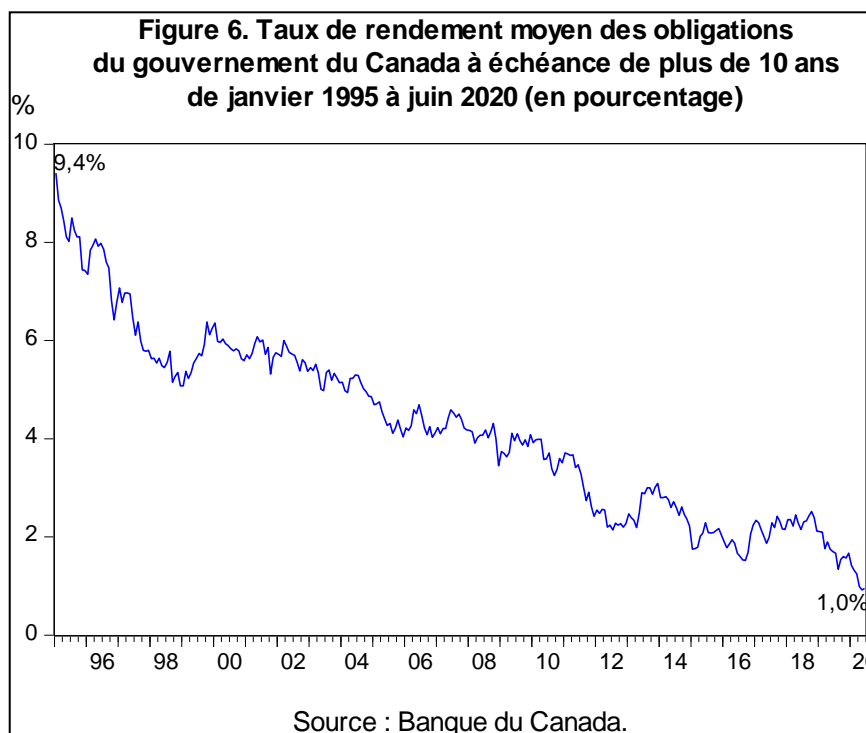
---

rapports des agences de notation. Pour les fins du présent mémoire, les deux approches donnent des résultats équivalents. Diviser par le PIB facilite le passage de la discussion du rapport dette/PIB au rapport service de la dette/PIB, puisqu'on n'a qu'à multiplier le premier par le taux d'intérêt pour obtenir le second. Les comparaisons interprovinciales et internationales sont facilitées elles aussi.



titres du Québec et ceux sur les titres du Canada ont varié selon les époques<sup>14</sup>, mais ils ont suivi à la baisse.

La deuxième raison est que les facteurs causals de la baisse incessante des taux d'intérêt depuis 40 ans ont été assez bien identifiés par la littérature de recherche. Ils sont, pour la plupart, susceptibles de durer longtemps<sup>15</sup>. Ils tendent généralement à gonfler l'offre de fonds prêtables (l'épargne) et à en affaiblir la demande (l'investissement) et, par conséquent, à réduire les taux d'intérêt. Ces facteurs sont de long terme : vieillissement démographique, transition énergétique, incertitude et engouement pour les valeurs refuge, faiblesse des prix des biens d'équipement, expansion du commerce en ligne, etc.). Ils sont présents dans les économies émergentes comme dans les économies avancées. Les chercheurs, les banques centrales et les acteurs financiers en ont pris acte et sont généralement d'avis qu'au-delà des hauts et des bas inévitables à court terme, les taux d'intérêt à long terme ne remonteront pas de sitôt.



<sup>14</sup> À échéance de 10 ans, le taux de rendement sur les titres du Québec a été en moyenne supérieur à celui sur les titres du Canada de 0,45 unité de pourcentage de 1997 à 2006, de 0,93 unité de 2007 à 2013 et de 0,76 unité de 2014 au milieu de 2020. Source : Bloomberg.

<sup>15</sup> Un résumé succinct de cette littérature est l'article récent de Lawrence Summers, « Accepting the reality of secular stagnation » publié dans la revue du Fonds monétaire international *Finance and Development*, vol. 57, no. 1, mars 2020.

Mais même si les taux d'intérêt devaient augmenter dans l'avenir, le gouvernement du Québec peut se protéger à l'avance contre ces hausses en émettant dès aujourd'hui des obligations à échéance de 10 à 30 ans. Il n'a d'ailleurs pas hésité à le faire dans la dernière année. Les investisseurs acceptent volontiers présentement de « geler » une partie de leur portefeuille obligataire dans des titres du Québec qui vont leur procurer des rendements fixes (avant impôt) aussi faibles que 1,5 % ou 2 % à long terme, quelles que soient les variations que subiront les taux d'intérêt d'ici 10 à 30 ans. Il reste évidemment à assurer la poursuite, à long terme, du taux de croissance de 1,5 % à 2 % du PIB réel souhaité par le ministre Girard et, compte tenu de la cible d'inflation de 1,5 % à 2 % de la Banque du Canada, du taux de croissance de 3 à 4 % du PIB nominal qui en découlerait. Les perspectives à cet égard ne paraissent pas défavorables pour l'instant.

## **9 Les cibles de 45 % pour la dette brute et de 17 % pour la dette représentant les déficits cumulés en mars 2026, « ça va être serré » et ça invite à la réflexion sur les efforts de réduction de la dette**

Cela n'évitera évidemment pas au ministre des Finances d'être confronté d'ici mars 2026 à la question de la conformité de l'évolution du déficit et de la dette avec les deux lois qui encadrent la politique budgétaire du Québec depuis 25 ans, à savoir la *Loi sur l'équilibre budgétaire* de 1996 et la *Loi sur la réduction de la dette et instituant de Fonds des générations* de 2006 et 2010.

On peut constater le problème en jumelant le scénario de la figure 5 ci-dessus à la projection du *Plan budgétaire* pré-pandémie du 10 mars. La figure 5 a simulé un rapport dette pandémique/PIB de 7,4 % en mars 2026, tandis qu'avant la crise le *Budget 2020-2021* avait envisagé un rapport dette brute/PIB de 38,9 % à cette date. Si on additionne simplement les deux rapports, on obtient une projection totale de 46,3 % pour le poids de la dette brute. Comme la cible édictée par la loi pour ce rapport est de 45 % en mars 2026, il n'est pas certain que le gouvernement pourra l'honorer si les hypothèses retenues par la figure 5 et le *Budget* du 10 mars dernier, qui évitent les hausses d'impôt et les compressions de dépenses, s'avèrent conjointement. La situation sera d'autant plus délicate si la provision de 4 milliards prévue par le *Portrait* du 19 juin pour affronter les risques potentiels doit être pleinement utilisée, si le recul des revenus budgétaires ne se corrige pas assez rapidement, ou si d'autres aléas défavorables frappent d'ici 2025. Comme l'a soufflé le ministre dans une entrevue : « La cible de dette brute à 45 % en 2025-2026, avec potentiellement quatre années de déficits devant nous, ça va être serré ».

Il pourrait également être difficile pour le gouvernement d'atteindre l'autre cible prescrite par la loi, à savoir le pourcentage fixé à 17 % en mars 2026 pour le rapport entre la dette représentant les déficits courants cumulés et le PIB. Une simulation analogue à celle de la figure 5 dans le cas de cette dette qui cumule les déficits courants peut être réalisée.

Du *Budget* pré-crise de mars au *Portrait* de juin, la projection pour 2020-2021 du solde budgétaire courant, qui fait varier la dette représentant les déficits courants cumulés, est passée d'un surplus de 2,7 milliards à un déficit de 12,4 milliards (y compris les 4 milliards pour risques), ce qui traduit un revirement « pandémie » soudain de 15,1 milliards. Pour les années suivantes, de 2021-2022 à 2025-2026, faisons l'hypothèse simple que la moitié du soutien cumulatif de 20 milliards à la reprise envisagé plus haut provient d'un déficit courant accru. Avec la même distribution dans le temps, cela veut dire un déficit courant accru de 3 milliards en 2021-2022, 2,5 milliards en 2022-2023, 2 milliards en 2023-2024, 1,5 milliard en 2024-2025 et 1 milliard en 2025-2026. Additionnés aux 15,1 milliards initiaux, ces 10 milliards de déficits courants ultérieurs produisent des engagements « pandémiques » totaux de 25,1 milliards cumulés au cours des six années 2020-2021 à 2025-2026. La simulation maintient les hypothèses de la figure 5 pour les taux d'intérêt sur la nouvelle dette et le taux de croissance du PIB nominal.

Le résultat de la simulation est qu'après avoir démarré à 3,4 % du PIB (15,1 milliards) en 2020-2021, le poids de la dette représentant les déficits courants cumulés induite par la pandémie et la réaction gouvernementale grimpe à 5,0 % du PIB en 2025-26 avant de redescendre lentement une fois la reprise complétée. Le *Budget* du 10 mars, quant à lui, projetait un pourcentage de 13,4 % pour le rapport entre la dette représentant les déficits cumulés et le PIB en mars 2026. Si on additionne le rapport de 5,0 % du PIB de la simulation et cette projection pré-pandémie de 13,4 %, on obtient une projection totale de 18,4 % pour le poids de la dette par cumul de déficits courants en mars 2026. Il y aurait à nouveau un dépassement de la cible fixée par la loi, qui est de 17 % pour cet indicateur. Ce serait « serré » là aussi.

Assurer sans délai le retour de l'économie et de l'emploi à leur plein potentiel est un impératif moral tout autant qu'économique. En coordination avec les autorités fédérales, le gouvernement dispose de moyens d'action budgétaires qui peuvent y répondre adéquatement. Un rapport avantage-coût éminemment favorable est en effet associé à l'exemple, présenté plus haut, d'une action budgétaire qui ferait augmenter le PIB du Québec de 10 milliards dans la conjoncture économique actuelle.

L'inverse est aussi vrai. Comprimer les dépenses ou hausser les impôts dans le but de rencontrer les cibles respectives de 45 % et de 17 % du PIB pour la dette brute et la dette représentant les déficits courants cumulés serait littéralement « se tirer dans le pied », parce que le recul du PIB, donc le retard de la reprise, que cela entraînerait empêcherait le rapport dette/PIB de diminuer pour la peine.

Le ministre a rejeté cette approche, sans doute parce qu'il appréhende un rapport avantage-coût économiquement (et politiquement) perdant pour toute tentative de retour à l'austérité budgétaire, genre 2014-2016. Advenant une telle tentative, une baisse du PIB et une hausse du chômage sont certaines (revoir le niveau du chômage en 2014-2016 à la figure 1), mais une baisse du poids de la dette, incertaine (revoir la figure 4). Cela explique que, tout en réitérant que « la réduction du poids de la dette demeure une priorité pour le gouvernement », il invite à une réflexion sur « la nécessité de poursuivre les efforts de réduction de la dette, la détermination d'une nouvelle cible et d'un nouvel indicateur, le cas échéant, et le rythme pour atteindre cette nouvelle cible. » La suite du présent mémoire aborde ces questions. Les réponses formelles sont présentées dans la dernière section.

## **10 La baisse persistante des taux d'intérêt depuis 40 ans rappelle que ce qui importe pour analyser les dangers d'une dette publique trop lourde, ce n'est pas la dette elle-même, mais les intérêts à payer dessus, c'est-à-dire le service de la dette**

Le *Plan budgétaire* du 10 mars a énuméré une douzaine de bonnes raisons de réduire le poids de la dette :

- 1) obliger le gouvernement à rendre des comptes
- 2) améliorer la transparence et l'efficacité de l'action gouvernementale
- 3) réduire l'incertitude et contribuer à la croissance économique
- 4) prévoir et financer adéquatement les investissements en infrastructures
- 5) ne pas écraser les générations futures avec une lourde dette à rembourser
- 6) envoyer un signal positif aux agences de notation et aux investisseurs
- 7) assurer un financement stable des principales missions de l'État
- 8) faire face aux coûts associés au vieillissement de la population
- 9) lutter contre les changements climatiques
- 10) réduire le fardeau fiscal
- 11) permettre de bien contrer les récessions et les ralentissements économiques
- 12) augmenter l'autonomie financière du Québec dans la fédération.

Chacune de ces raisons a du mérite. Pour simplifier, je vais surtout retenir les trois principaux dangers qui guettent un gouvernement trop lourdement endetté et qui sont identifiés comme tels par la littérature de recherche contemporaine :

- 1) une détérioration de l'équité entre les générations
- 2) le crédit rendu moins disponible et plus cher pour les emprunteurs privés
- 3) une ascension incontrôlée du service de la dette.

La discussion qui suit va utiliser à répétition deux observations qui ont été faites plus haut, mais qui méritent d'être répétées et utilisées. La première est que ce qui importe pour le budget, ce n'est pas la dette elle-même, mais le service de la dette, qui est le produit de son interaction avec les taux d'intérêt. La seconde observation est que les taux d'intérêt sur la nouvelle dette ont considérablement diminué en tendance depuis 40 ans et qu'ils sont même devenus inférieurs au taux de croissance du PIB nominal, au Québec comme en Ontario, au Canada et aux États-Unis.

Ces observations ont des conséquences pour l'évaluation des trois dangers de la dette publique énumérés ci-dessus. Le même principe s'applique à la dette publique qu'à celle des ménages. Malgré que le taux d'endettement des ménages québécois, qui était de 90 % de leur revenu disponible en 1990, ait grimpé à 155 % en 2019, les analystes relativisent habituellement la situation en faisant observer que le poids du service de la dette dans leur revenu disponible a diminué dans l'intervalle, passant de plus de 10 % en 1990 à moins de 6 % en 2019. Tout simplement, la baisse persistante des taux d'intérêt a permis aux ménages d'assumer une dette plus importante à un coût moindre. Les institutions prêteuses les ont laissés augmenter le poids de leur dette parce qu'elles ont bien saisi que la baisse des taux rendait possible (jusqu'à un certain point) un endettement plus lourd sans risque accru d'insolvabilité.

La même attention aux charges d'intérêts est requise lorsqu'on étudie la dette publique. C'est une erreur de se concentrer uniquement sur le poids de la dette dans le PIB, car pour apprécier correctement la situation, il faut aussi tenir compte des taux d'intérêt qu'elle porte. Ottawa, par exemple, va devoir emprunter quelque 350 milliards pour financer son déficit courant en 2020-2021. Au taux moyen de 1 % sur ses emprunts à 10 ans ou plus, il devra payer 3,5 milliards par année en charges d'intérêts futures. S'il lui fallait emprunter ces fonds à 8 % comme au milieu des années 1990, il lui coûterait 28 milliards ( $= 0,08 \times 350$ ). L'addition des 350 milliards à sa dette aurait été beaucoup plus onéreuse.

Pourquoi les élus, les médias et le public concentrent-ils leur attention sur la dette plutôt que sur le service de la dette ? Probablement parce que multiplier la dette par le taux d'intérêt ajoute à la complexité du calcul (« multiplier, c'est dur »), mais aussi parce qu'ils ont appris, à une époque où les taux d'intérêt étaient dix fois plus élevés qu'aujourd'hui, que la moindre augmentation de la dette pouvait avoir de sérieuses conséquences financières. Les temps ont changé, mais la trame narrative sur la dette est restée.

## **11 Le premier danger d'une dette trop lourde, l'iniquité intergénérationnelle, est rendu moins important qu'avant par la baisse tendancielle des taux d'intérêt et il est exagéré par le concept de « mauvaise dette »**

Revoyons un à un les trois dangers que peut causer une dette publique trop lourde. Le premier est celui de l'iniquité intergénérationnelle. L'équité peut en souffrir si un espace budgétaire trop grand occupé par le service de la dette force l'État à hausser les impôts des jeunes générations, ou à réduire les services publics qu'on leur rend, afin de rencontrer le coût des services à offrir aux générations de leurs parents et grands-parents (santé, pensions, etc.), ou afin de payer les intérêts sur la portion de la dette (parfois appelée « mauvaise dette ») contractée dans le passé pour financer des services publics qui ont bénéficié uniquement à ces vieilles générations plutôt qu'à implanter des actifs pour l'avenir. Or, il est bien évident ici que l'iniquité causée est beaucoup moins importante aujourd'hui qu'il y a 25 ans alors que le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux emprunts à long terme du Québec était de 10 % ou plus plutôt que de 2 %.

De plus, il est facile d'arguer que le concept de « mauvaise dette », c'est-à-dire celle qui ne correspond à aucun actif, englobe trop de choses. Par exemple, le budget du gouvernement inscrit les dépenses d'éducation comme des dépenses courantes qui ajoutent au déficit courant, alors qu'elles constituent en fait un vaste investissement en capital humain dont les jeunes générations vont profiter toute leur vie. Certaines autres dépenses (pas toutes, bien sûr) considérées comme « courantes » dans les missions Santé, Culture, Environnement, Économie, etc. sont elles aussi plutôt des investissements pour l'avenir que de la consommation courante. Enfin, une bonne partie des hausses du déficit budgétaire dans les récessions de 1981-1982, 1990-1992 et 2008-2009 n'étaient pas de la « mauvaise dette », car elles ont servi à empêcher ou à corriger la destruction de capital physique et humain (des actifs). Le déficit de 2020-2021 a même sauvé des vies. Il

y a certainement eu de la mauvaise dette accumulée dans le passé au Québec, mais il ne faut pas tout y mettre sans discernement.

## **12 Le deuxième danger d'une dette trop lourde, l'effet d'éviction des emprunteurs privés, est atténué par la mondialisation financière, la sous-utilisation actuelle du potentiel productif de l'économie et le retard de l'investissement public en infrastructure**

Le deuxième danger d'une dette publique trop lourde est de rendre le crédit moins disponible et plus cher pour les ménages et les entreprises. Si le montant total d'épargne disponible localement est limité, alors plus la dette publique en mobilise une grande portion, moins il en restera pour le secteur privé, et ce qui restera coûtera plus cher. On comprendra cependant que la mondialisation financière a fortement atténué l'importance de ce phénomène d'éviction. Les institutions financières en exercice au Québec sont bien connectées aux marchés financiers internationaux et permettent aux emprunteurs régionaux d'avoir indirectement accès au marché mondial du crédit, à un coût qui, en plus, a diminué avec la baisse généralisée des taux d'intérêt et qui est relativement indépendant du poids de la dette publique dans l'économie québécoise. Le marché du crédit est imparfait, mais il ne serait pas moins imparfait si la dette du gouvernement du Québec était moins élevée.

Il n'y a pas non plus d'effet d'éviction significatif lorsque le potentiel productif de l'économie est sous-utilisé et l'investissement privé est effondré. Comme le ministre l'a répété, la responsabilité de l'État est alors de remplacer temporairement la dépense privée par la dépense publique, ce qui nécessite forcément d'emprunter.

Il faut enfin observer que la croissance économique dépend non seulement de l'investissement privé, mais aussi de l'investissement public en infrastructure. Or, des chercheurs de Statistique Canada ont estimé qu'en PIB accru, le taux de rendement sur le capital investi en infrastructure pouvait atteindre en moyenne 17 % au Canada<sup>16</sup>. Le fait que le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux emprunts du Québec soit de 2 % démontre qu'il est, par conséquent, extraordinairement rentable pour l'économie entière présentement de financer l'investissement public en infrastructure par des emprunts, à l'avantage des générations actuelles et futures.

---

<sup>16</sup> Wulong Gu et Ryan Macdonald, « L'effet de l'infrastructure publique sur les estimations de la productivité multifactorielle au Canada », Document de recherche, No 13-296-X au catalogue, no 21, Statistique Canada, Ottawa, 2009.

Il y aurait effet d'éviction dans ce cas si, afin de réduire la dette, on éliminait cet investissement rentable. On gagnerait 2 %, mais on perdrait 17 %.

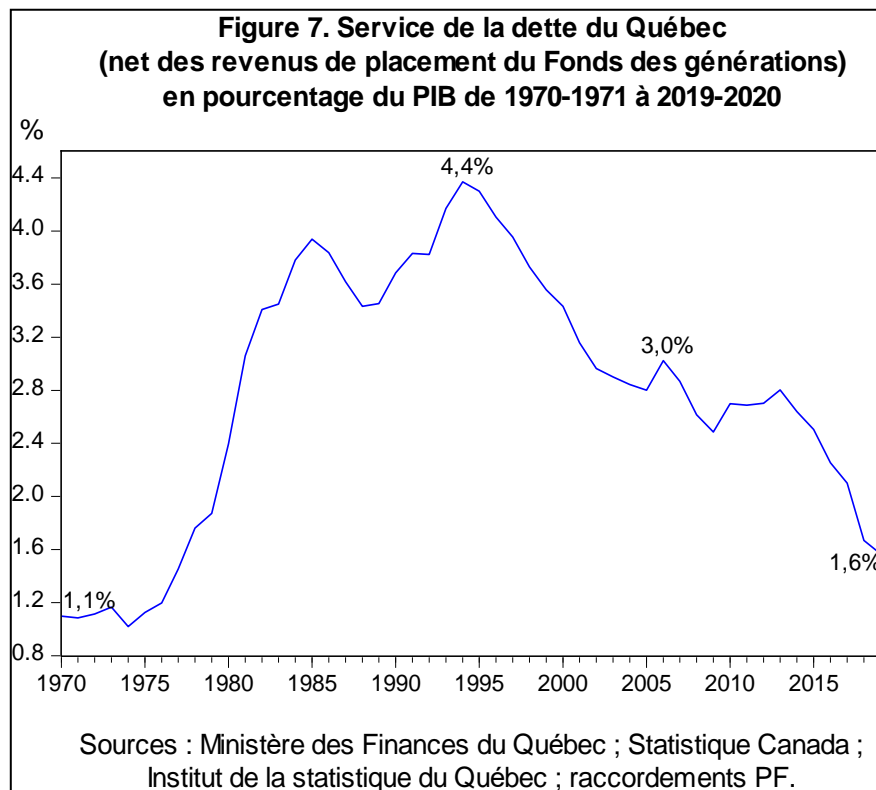
### **13 Le troisième danger d'une dette trop lourde, celui d'une ascension incontrôlée du service de la dette, a disparu au Québec surtout avec la baisse généralisée des taux d'intérêt, mais en partie aussi avec la baisse du poids de la dette**

Sans disparaître complètement, les deux premiers dangers soulevés par une dette publique trop lourde (iniquité intergénérationnelle et éviction des emprunteurs privés) sont donc moins menaçants aujourd'hui qu'il y a 30 ou 40 ans. Qu'en est-il du troisième danger, celui d'une ascension incontrôlée du service de la dette ?

Une explosion du service de la dette peut survenir si un déficit budgétaire important dans une année donnée fait augmenter la dette de façon appréciable et amène une hausse des charges d'intérêts à payer qui entraîne un déficit encore plus important l'année suivante. Il y a danger de cercle vicieux. La réaction des prêteurs peut, en plus, aggraver la situation s'ils exigent des taux d'intérêt encore plus élevés pour couvrir leur risque financier accru. Le service de la dette accaparant plus de place dans le budget, il reste alors moins d'espace pour honorer les principales missions de l'État. L'exemple extrême est celui de la crise grecque de 2010 à 2015.

La réalité du service de la dette du Québec depuis 25 ans n'est cependant pas celle d'une ascension incontrôlée, mais au contraire d'une descente quasi-continue. Comme le montre la figure 7, après l'escalade des années 1970 aux années 1990, le poids du service de la dette, égal au produit du rapport dette/PIB et du taux d'intérêt moyen sur la dette, a glissé de 4,4 % du PIB en 1994-1995 à 1,6 % en 2019-2020. Juste avant la pandémie, il pesait donc presque trois fois moins sur l'économie et le budget que 25 ans auparavant. Si, en 2019-2020, le service de la dette était resté à 4,4 % du PIB comme en 1994-1995 plutôt que de diminuer à 1,6 %, c'est 20 milliards de dollars plutôt que 7 milliards que le gouvernement du Québec aurait été obligé d'assumer en charges d'intérêts sur sa dette.





D'où provient cette baisse marquée en tendance du poids du service de la dette sur les 25 ans ? En simple arithmétique, elle découle aux trois quarts de la réduction progressive du taux d'intérêt moyen sur la dette, qui a suivi la baisse générale des taux d'intérêt au Canada et ailleurs dans le monde décrite antérieurement, le quart restant étant dû à la réduction du poids de la dette elle-même. On doit en effet attribuer 0,7 point de la baisse totale de 2,8 points ( $= 4,4 - 1,6$ ) du poids du service de la dette à la réduction du rapport dette/PIB, puisque, si ce dernier était resté à 61 % du PIB plutôt que de diminuer à 43 % (figure 4), le rapport du service de la dette au PIB aurait diminué à 2,3 % plutôt qu'à 1,6 % en 2019-2020 ( $1,6 \times 61/43 = 2,3$  et  $2,3 - 1,6 = 0,7$ ).

Dans les années à venir, le taux d'intérêt moyen sur la dette va continuer à diminuer quelque peu à mesure que la vieille dette portant des taux d'intérêt plus élevés viendra à échéance et sera refinancée aux taux d'intérêt plus faibles qui ont maintenant cours. Il faut également garder à l'esprit que, si les taux d'intérêt restent inférieurs au taux de croissance du PIB, la nouvelle dette qui sera émise – de façon judicieuse, espérons-le – ne nécessitera pas de comprimer les dépenses ou de hausser les impôts pour payer les charges d'intérêts annuelles qui vont l'accompagner. La croissance de l'économie pourra, si l'on veut, se charger de l'absorption.

## **14 Une fois le retour au plein emploi complété, il faudrait maintenir le poids de la dette plutôt que le réduire encore plus, et se concentrer plutôt sur la bonne gestion des services publics**

Est-il souhaitable que le Québec continue de faire une priorité de la réduction du poids de sa dette et poursuive les efforts dans cette direction ? Les observations et l'analyse qui précèdent conduisent à la réponse suivante. Premièrement, à court terme, l'objectif du retour de l'économie et de l'emploi à leur plein potentiel est un impératif qui doit absolument prédominer, même s'il faut, pour y parvenir, dévier en cours de route des prescriptions légales concernant l'équilibre budgétaire et les cibles d'endettement de mars 2026. Cela est permis par la *Loi sur l'équilibre budgétaire*, et la ministre des Finances Jérôme-Forget s'en est servi pour sortir de la récession de 2008-2009. Il faut imiter son geste pour sortir de la récession de 2020.

Deuxièmement, s'il est essentiel de convenir avec le *Portrait* du 19 juin qu'il est « primordial de maintenir le poids de la dette à un niveau soutenable » de façon à éviter de retomber dans les ornières du passé, il est également temps de reconnaître que la stratégie financière du Québec fondée sur les deux grandes lois budgétaires de 1996 et de 2006 a maintenant rempli les objectifs qu'on lui a assignés et qu'il faut passer à une nouvelle étape. Plutôt que de continuer à poursuivre l'objectif purement financier de réduire le poids de la dette, la nouvelle stratégie devrait consister à maintenir fermement et prudemment la stabilité financière acquise et à concentrer les efforts sur la bonne gestion des services publics. Maintenant qu'on a l'argent, il faut s'efforcer de mieux faire ce qu'on s'est engagé à faire avec. Les événements vécus depuis le début de la crise sanitaire actuelle ne permettent pas de douter que c'est l'objectif que la population québécoise aimerait voir le gouvernement poursuivre et qu'elle est prête à payer les impôts qu'il faut pour y arriver<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> Un sondage Léger a déjà trouvé en 2018 que les deux tiers des Québécois manifestent une préférence « en faveur d'un réinvestissement en santé, en éducation, pour les familles et pour les plus âgés plutôt que pour une baisse de l'impôt des particuliers ». Voir Léger Recherche, « La politique provinciale au Québec », *Le Devoir*, 27 janvier 2018.

## **15 La baisse généralisée des taux d'intérêt depuis 40 ans a permis aux États qui le désiraient d'augmenter le poids de leur dette tout en réduisant néanmoins le poids de leur service de la dette**

Posons donc la question à nouveau : faut-il continuer à réduire pro-activement le poids de la dette afin de continuer à alléger son impact sur les charges d'intérêts du gouvernement (son service de la dette) ? Plusieurs raisons vont aujourd'hui à l'encontre de la poursuite de cet objectif. Je commence par souligner deux conséquences du lien arithmétique simple entre le service de la dette et la dette, soit le fait que le service de la dette est égal par définition au produit de la dette et du taux d'intérêt moyen qu'elle porte.

La première conséquence est que la baisse des taux d'intérêt depuis 40 ans a permis aux agents économiques qui le désiraient d'atteindre à la fois un rapport dette/PIB plus élevé et un rapport service de dette/PIB plus faible. L'exemple du taux d'endettement des ménages québécois qui a été souligné plus haut parle de lui-même. Rappelons, encore une fois, qu'il a grimpé à 155 % de leur revenu disponible en 2019 alors qu'il était de 90 % en 1990 ; mais que cela n'a pas empêché le poids du service de la dette dans leur revenu disponible d'être moins lourd en 2019, à 6 %, qu'il était en 1990, à 10 %.

Il en va de même pour les autres agents économiques que sont les États. En moyenne, dans les 22 économies les plus avancées de l'OCDE, le rapport dette brute/PIB a considérablement augmenté depuis 20 ans. Selon la définition de l'organisme, la moyenne pondérée du poids de la dette de l'ensemble des administrations publiques de ces pays est passée de 70 % du PIB en 2002 à 114 % en 2019<sup>18</sup>. La moitié des 22 ont vu le poids de leur service de la dette diminuer malgré que le poids de leur dette ait augmenté. Manifestement, le recul mondial des taux d'intérêt a contribué à la hausse généralisée du poids de la dette en « donnant la permission » à ces pays de s'endetter plus tout en payant moins d'intérêts. De rares pays – Suède et Danemark – ont vu, comme le Québec, à la fois leur dette et leur service de la dette baisser en pourcentage du PIB. En mars 2019, selon la définition de l'OCDE, le poids de la dette du Québec pour l'ensemble des trois paliers de gouvernement s'établissait à 91 % du PIB<sup>19</sup>.

---

<sup>18</sup> La définition légèrement différente des « engagements financiers bruts » du Fonds monétaire international donne 66 % du PIB en 2002 et 106 % en 2019.

<sup>19</sup> Michaël Robert-Angers et Luc Godbout, « Panorama des finances publiques du Québec. Édition 2020 Pré-COVID », Cahier de recherche 2020/09, Chaire en fiscalité et en finances

Il faut en conclure que, bien qu'on puisse avoir diverses raisons de vouloir continuer à réduire le poids de la dette du Québec, l'urgence financière n'en est pas une. Dans le contexte financier international de 2019, avant la crise sanitaire de 2020, la dette du Québec (91 % du PIB) occupait une position qui, loin d'être extrême, le situait en dessous de la moyenne pondérée des économies avancées de l'OCDE (114 % du PIB).

## **16 La réduction du rapport dette/PIB qui est requise pour abaisser le rapport service de la dette/PIB d'une quantité donnée est d'autant plus importante aujourd'hui que le taux d'intérêt sur la dette est beaucoup plus faible qu'autrefois**

Une seconde conséquence arithmétique de la définition du service de la dette comme produit de la dette et du taux d'intérêt applicable est immédiatement pertinente pour la gestion budgétaire : plus le taux d'intérêt est faible, plus la réduction de la dette qui est requise pour produire un allègement désiré du service de la dette est importante et, de là, coûteuse en restrictions budgétaires et en recul de l'économie.

Supposons, par exemple, qu'on veuille réduire le rapport service de la dette/PIB de 0,35 point de pourcentage en l'abaissant de 1,60 % (son niveau pré-crise) à 1,25 %. Il y a 25 ans, lorsque le taux d'intérêt moyen sur la dette du Québec tournait autour de 7 %, il aurait fallu alors réduire la dette de 5 points de PIB pour y parvenir (car  $7\% \times 5 \text{ points} = 0,35 \text{ point}$ ). Mais aujourd'hui, avec un taux d'intérêt moyen sur la dette qui avoisine 3,5 %, c'est une baisse de 10 points du rapport dette/PIB qui serait requise pour que la réduction désirée de 0,35 point du rapport service de dette/PIB soit effectivement réalisée (car  $3,5\% \times 10 \text{ points} = 0,35 \text{ point}$ ). Dans ce contexte, si le Québec voulait poursuivre ses efforts de désendettement, il devrait tenir compte que la même amélioration de son solde budgétaire (résultant de la réduction de son service de la dette de 0,35 point du PIB) exigerait une réduction deux fois plus importante de sa dette (de 10 points plutôt que de 5) qu'il y a 25 ans. (Cet exemple a supposé, pour simplifier, que le niveau du PIB est insensible à l'opération.)

---

publiques, Université de Sherbrooke, juin 2020. Le pourcentage de 91 % fait porter le passif fédéral par les impôts et taxes des contribuables québécois, qui servent à payer les intérêts.

## **17 Les intérêts payés sur la dette ne sont pas de l'argent gaspillé, mais soutiennent les services publics qui résultent des investissements passés du gouvernement, y compris certains (comme l'éducation) qui apparaissent par erreur au budget courant**

On émet parfois l'idée que le service de la dette, qui constitue « la troisième plus importante dépense du gouvernement après la santé et l'éducation », doit être allégé parce qu'il restreint l'espace budgétaire disponible pour les vrais services publics. Poussée à sa limite, cette idée repose sur l'a priori fallacieux que les intérêts sur la dette publique sont de l'argent gaspillé.

Or, en mars 2020, une bonne moitié de la dette en cours du gouvernement avait servi à financer l'investissement public en infrastructure (qui procure des services courants aux générations actuelles et futures) ou à acquérir des actifs financiers (qui procurent des revenus courants et futurs au gouvernement). Les intérêts sur la dette sont en réalité le prix payé annuellement pour ces services et pour ces occasions de gagner de l'argent. L'autre moitié, parfois appelée « mauvaise dette », sert en partie à payer pour des investissements en capital physique et humain (éducation, santé, culture, environnement, etc.) qui dynamisent le développement économique et social du Québec aujourd'hui et demain. C'est en fait en raison d'une erreur historique déplorée par tous les statisticiens de l'économie qu'ils apparaissent au budget courant du gouvernement plutôt qu'à son budget d'investissement. Bref, sans nier que le Québec ait pu accumuler dans le passé un certain montant de « mauvaise dette » qui ne correspond pas à des actifs, il ne faut pas en exagérer la portée ou, pire encore, assimiler le service de la dette en entier à un gaspillage d'argent.

Une conséquence malheureuse qui s'ensuivrait de la compression aveugle de « la troisième plus importante dépense du gouvernement » serait de nuire à l'accélération des investissements publics, qui fait maintenant l'unanimité au Québec après tant d'années de retard. Le retour sans délai de l'économie à son plein potentiel après la pandémie, tout comme la dynamisation du développement économique et social à long terme, dépendent tous les deux de cette accélération. Cela rappelle la conviction exprimée il y a 60 ans par le premier ministre Lesage que le faible niveau d'endettement légué en héritage par le gouvernement Duplessis était en fait un cadeau de Grec, acheté au prix d'un sous-investissement chronique

qui freinait le développement du Québec en éducation, en économie, en santé et en bien-être<sup>20</sup>.

## **18 Suivre l'évolution de la dette au moyen du concept de dette nette plutôt que de celui de dette brute au sens de la *Loi sur l'équilibre budgétaire* est une bonne idée**

La dette du Québec est-elle encore excessive en comparaison des résultats obtenus par les autres provinces canadiennes ? Les documents budgétaires du Québec expriment depuis longtemps la préoccupation du gouvernement à ce sujet. L'exemple le plus récent est qu'en invitant les citoyens à réfléchir sur la poursuite des efforts de réduction de la dette, le *Plan budgétaire* du 10 mars dernier les a informés que « le fait que le Québec demeure relativement endetté par rapport à la moyenne des provinces canadiennes devra être pris en compte dans cette réflexion ».

Le concept de dette qui est utilisé par toutes les provinces et par la plupart des analystes pour les comparaisons interprovinciales est celui de dette nette. Ce concept soustrait de la dette brute la valeur de tous les actifs financiers. Le concept de dette brute utilisé jusqu'ici par le Québec est une espèce de « proto-dette nette » qui ne soustrait de la dette brute classique au sens des comptes publics qu'un seul actif financier, soit celui du Fonds des générations, et qui n'est donc pas formellement comparable à la « totale », c'est-à-dire la vraie dette nette amputée de tous les actifs financiers. Il n'y aurait aucune perte en analyse financière, mais au contraire, comme le souligne le *Plan budgétaire* de mars, un gain utile en comparabilité interprovinciale, à suivre l'évolution de la vraie dette nette du Québec plutôt que celle du concept hybride de dette brute (nette de l'actif du Fonds des générations) inventé par la *Loi sur l'équilibre budgétaire*. Remplacer la « proto » par la « totale » est une idée qui paraît sourire au gouvernement. Il a raison, c'est une bonne idée.

---

<sup>20</sup> Province de Québec, *Discours du Budget prononcé par l'honorable Jean Lesage, premier ministre et ministre des Finances, à l'Assemblée législative de Québec le 12 avril 1962*, Québec.

## **19 Que le poids de la dette soit plus élevé au Québec que dans les autres provinces n'est pas une pathologie, mais un phénomène normal attribuable au fait que son secteur public est plus important et que son économie est de plus grande taille, plus diversifiée et plus stable que la moyenne**

Mais, précisément, où en est la dette nette du Québec relativement à celles des autres provinces ? En mars 2019, la dette nette équivalait à 39,3 % du PIB au Québec, soit 11,6 points de pourcentage de plus que la moyenne de 27,7 % du PIB dans l'ensemble des neuf autres provinces<sup>21</sup>. D'où l'observation du *Plan budgétaire* selon laquelle « le Québec demeure relativement endetté par rapport à la moyenne des provinces ».

En matière d'endettement comme en bien d'autres domaines, le diable est dans le détail. Il faut tout d'abord admettre que la propension à emprunter d'une province dépend, entre autres choses, de sa propension à investir en infrastructures, laquelle est forcément liée à l'espace occupé par son secteur public provincial et municipal dans l'économie. Or, comme on sait, le Québec a choisi de se donner un secteur public plus important qu'ailleurs au Canada. Conséquemment, les investissements publics provinciaux sont plus importants au Québec<sup>22</sup>. De 2007 à 2018, par exemple, ces investissements ont capté en moyenne 2,5 % du PIB au Québec contre 1,8 % dans les autres provinces en moyenne. Ce dépassement annuel moyen de 0,7 point de PIB sur 12 ans a amené le Québec à accumuler plus de « bonne dette » qu'ailleurs et peut expliquer – selon mon calcul préliminaire – la moitié de l'excédent du rapport dette nette/PIB du Québec sur celui des autres provinces, soit 6 des 11,6 points de plus.

Une comparaison adéquate du poids de l'endettement public du Québec relativement à celui des autres provinces exige aussi de porter attention aux différences de taille, de diversification et de stabilité des économies provinciales. Lorsqu'elles rendent une décision sur la cote de crédit qu'elles accordent à une province afin d'éclairer leurs clients investisseurs, les agences de notation du crédit comme Standard & Poor's et Moody's – les deux plus importantes – reviennent constamment sur ces différences pour justifier leur verdict.

---

<sup>21</sup> Cette moyenne est pondérée par la part du PIB de chaque province dans le PIB total des neuf.

<sup>22</sup> Cela est renforcé par le fait que le pourcentage des investissements publics totaux qui est pris en charge par la province plutôt que par les municipalités est plus important au Québec qu'ailleurs au Canada.

La fédération canadienne comprend dix provinces, dont six sont plus petites que de simples agglomérations urbaines. L'Île-du-Prince-Édouard a moins d'habitants que Trois-Rivières ; Terre-Neuve, moins que Kitchener ; le Nouveau-Brunswick, moins que Québec ; la Nouvelle-Écosse, moins qu'Ottawa ; le Manitoba, moins que Calgary ; la Saskatchewan, moins qu'Edmonton. Les investisseurs craignent de « perdre leur chemise » s'ils placent trop d'argent dans les titres de ces petites provinces, où le risque d'instabilité économique est plus élevé et la probabilité d'insolvabilité du gouvernement provincial est plus grande. Avec la petite taille vient souvent, en effet, la concentration dans les ressources naturelles à prix fluctuants des secteurs agricole, forestier, minier et pétrolier.

Ces appréhensions des prêteurs sont fondées : la Saskatchewan a frôlé la faillite en 1993 ; Terre-Neuve est aujourd'hui en faillite technique ; et ces deux provinces et l'Alberta éprouvent actuellement de sérieuses difficultés financières en raison de la chute mondiale du prix du pétrole. L'accès aux investisseurs et les coûts d'emprunt sont donc a priori moins avantageux pour les six petites provinces et plus avantageux pour les trois dont l'économie est de grande taille, diversifiée et moins volatile, soit l'Ontario, le Québec et la Colombie-Britannique. Cela explique en partie que les emprunts soient moins abondants dans les petites six provinces, et plus importants en Ontario et au Québec. En mars 2020, le rapport dette nette/PIB était de 39,9 % en Ontario et de 37,2 % au Québec. En Alberta, c'est principalement la grande richesse pétrolière qui a maintenu le poids de la dette nette à un niveau comparativement très faible (10,2 % en mars 2020). La Colombie-Britannique, quant à elle, est la star de l'endettement provincial avec un rapport dette nette/PIB estimé à 14,6 % à cette date pré-crise.

L'excédent d'endettement net du Québec relativement à la moyenne des neuf autres provinces s'explique donc, d'une part, par la taille plus importante qu'il a choisi de donner à son secteur public provincial et qui l'amène à émettre plus de « bonne dette » pour financer un parc plus étendu d'infrastructures publiques. Il est attribuable, d'autre part, à la plus grande taille, la plus grande diversification et la plus grande stabilité de son économie, qui sont des caractéristiques particulièrement appréciées des agences de notation et des investisseurs.

## **20 Réponses aux questions posées par le ministre des Finances**

Voici, en terminant, mes réponses aux questions posées par le ministre à la section G (paragraphe 1.6, page G.25) du *Plan budgétaire 2020-2021* :

- 1) est-il nécessaire de poursuivre les efforts de réduction de la dette ?
- 2) quel nouvel indicateur utiliser ?



- 3) quelle nouvelle cible viser ?
- 4) à quel rythme atteindre cette nouvelle cible ?

Mes réponses sont contenues dans les 16 paragraphes suivants. Elles utilisent les résultats présentés plus en détail dans les 19 sections précédentes du mémoire.

1 Compte tenu que la Banque du Canada a perdu sa puissance de tir et que l'efficacité macroéconomique de la politique budgétaire fédérale et provinciale est reconnue, le budget du Québec doit impérativement favoriser le retour de l'économie à son plein potentiel le plus vite possible, et ceci, même s'il faut, pour y parvenir, dévier en cours de route des prescriptions légales concernant l'équilibre budgétaire et les cibles d'endettement de mars 2026. Pour l'instant, ces prescriptions légales doivent être mises sur pause, comme le permettent les lois budgétaires et comme elles l'ont été lors de la récession de 2008-2009 et de la reprise qui a suivi.

2 Une fois le retour au plein emploi des ressources humaines et matérielles complété, la nouvelle stratégie devrait consister à maintenir prudemment la stabilité financière acquise depuis 25 ans et l'améliorer peu à peu, de façon opportuniste, en soumettant simplement le solde budgétaire au sens des comptes publics au déficit zéro en temps normal plutôt que de continuer à poursuivre pro-activement les efforts de réduction du poids de la dette.

3 Deux observations motivent cette prescription, et elles sont fondamentales. La première est que ce qui importe pour le budget, ce n'est pas la dette elle-même, mais les intérêts à payer dessus, c'est-à-dire le service de la dette. La seconde est que les taux d'intérêt sur la nouvelle dette ont considérablement diminué en tendance partout dans le monde depuis 40 ans et qu'ils vont probablement rester faibles encore longtemps.

4 Le fait que les taux d'intérêt à long terme sur la nouvelle dette soient même inférieurs au taux de croissance du PIB nominal démontre que le ministre a raison d'affirmer que le retour de l'économie à son plein potentiel ne va exiger ni de comprimer les dépenses courantes ni de restreindre l'investissement en infrastructure ni de hausser les taux d'impôts.

5 Le poids du service de la dette du Québec était presque trois fois moins important en mars 2019 qu'en mars 1995 (1,6 % contre 4,4 % du PIB). Cette baisse depuis 25 ans s'explique aux trois quarts par la baisse du taux d'intérêt sur la dette et au quart par la baisse du poids de la dette elle-même.

6 La faiblesse persistante des taux d'intérêt a pour conséquence que toute réduction supplémentaire du poids du service de la dette destinée à améliorer le solde budgétaire coûte beaucoup plus cher aujourd'hui en termes de baisse requise du poids de la dette qu'à l'époque pas si lointaine où les taux d'intérêt étaient de deux à quatre fois plus élevés. Désormais, la perte d'activité économique et d'emploi qui doit accompagner une réduction recherchée du service de la dette du moindre dixième de point de pourcentage du PIB est énorme.

7 Le fait que le poids de la dette soit plus élevé au Québec que dans les autres provinces n'est pas une pathologie, mais un phénomène normal attribuable au fait que son secteur public est plus important et son économie est de plus grande taille, plus diversifiée et plus stable que la moyenne canadienne. Loin de fournir une base de comparaison raisonnablement homogène pour de grandes économies diversifiées et sans pétrole comme celles de l'Ontario et du Québec, cette moyenne canadienne est plutôt celle d'un ensemble hétéroclite de micro-provinces et de régions pétrolières dont les conditions d'emprunt sont fort variables. Seule la Colombie-Britannique se démarque vraiment par un poids relativement léger de sa dette.

8 En pourcentage du PIB, la dette du Québec, selon la définition de l'OCDE, est maintenant inférieure à la moyenne pondérée de la dette des 22 économies les plus avancées.

9 Il est souhaitable de revenir à la prescription du déficit zéro en temps normal pour le solde budgétaire courant au sens des comptes publics, comme le faisait initialement de la *Loi sur l'élimination du déficit et l'équilibre budgétaire* de 1996. Une telle règle est importante pour affermir l'acceptabilité sociale de la prudence budgétaire, soumettre les élus à une règle de bonne conduite, et maintenir la crédibilité financière de la province auprès des prêteurs, que l'on veut nombreux, intéressés et pas trop chérants.

10 Réaliser l'équilibre budgétaire courant au sens des comptes publics en temps normal signifie que le poids de la dette représentant les déficits courants cumulés va baisser automatiquement, puisque la progression du PIB nominal dans un contexte où la dette n'augmente pas en dollars absolus signifie que le rapport dette/PIB va diminuer, précisément au rythme de la croissance du PIB. Si le PIB nominal progresse en moyenne de 3,5 % par année, la demi-vie de la dette représentant les déficits courants cumulés sera alors de 20 ans.

11 Suivre l'évolution de la dette au moyen du concept de dette nette, qui ampute la dette brute de tous les actifs financiers plutôt que seulement de l'actif du Fonds des générations, est une bonne idée. Cependant, il n'est pas souhaitable de prescrire une cible particulière de dette nette à atteindre, parce que cela pourrait coïncider la progression de l'investissement public en infrastructure entre la dette nette et la dette représentant les déficits cumulés, à une époque où il est urgent de combler le grave retard accumulé dans le maintien des actifs physiques et où la rentabilité estimée de l'investissement public est élevée.

12 Le Fonds des générations peut et doit être maintenu. Techniquement, ce n'est pas lui qui a permis de réduire le poids de la dette nette, mais l'obligation faite au gouvernement par la *Loi sur la réduction de la dette* de réaliser un surplus budgétaire courant (au sens des comptes publics). Il y avait deux voies possibles pour appliquer le surplus à la réduction de la dette nette : lier l'obligation de surplus à un dépôt au Fonds des générations (augmentation de l'actif) ou l'utiliser pour rembourser directement la dette (diminution du passif).

13 L'emploi de l'un ou l'autre moyen entraînait le même allègement de la dette nette, mais il y avait un avantage politique et un gain financier à réduire la dette nette en passant par dépôt du surplus prescrit au Fonds plutôt que par remboursement direct de la dette. L'avantage politique était d'aider à rendre l'opération de réduction de la dette socialement acceptable auprès des citoyens. Le gain financier découlait du fait que le rendement de l'actif du Fonds était supérieur au coût d'emprunt du gouvernement. Il lui a effectivement rapporté au net plus de 5 milliards de dollars depuis 2006.

14 Ces effets bénéfiques du Fonds des générations méritent d'être conservés, mais sa gestion doit être prudente et son rôle modifié. Il faut d'abord éviter de laisser croître son actif sans limite, afin de contenir le risque financier du placement, qui n'est pas négligeable, et aussi afin de ne pas attiser l'appétit dépensier naturel des élus, des groupes d'intérêts et des citoyens devant cette cagnotte d'argent. Une fois la taille optimale du Fonds fixée, la croissance de son actif pourrait être liée à un indicateur macroéconomique comme le PIB.

15 Si on prescrit le déficit zéro pour le solde budgétaire courant au sens des comptes publics en temps normal, le rôle du Fonds sera automatiquement modifié. Il ne pourra plus servir de voie de passage au surplus budgétaire pour réduire la dette nette, puisqu'il n'y aura plus de surplus. La pratique d'un versement annuel au Fonds pourrait cependant se poursuivre au gré du gouvernement. Par exemple, ainsi que l'ont récemment suggéré les économistes Robert Gagné et Pierre-Carl

Michaud<sup>23</sup>, le Fonds des générations pourrait jouer un rôle utile comme fonds de réserve et de dépannage en cas de catastrophes économiques, climatiques ou sanitaires, ou comme fonds d'appui à certains des projets d'investissement particuliers.

---

<sup>23</sup> Robert Gagné et Pierre-Carl Michaud, « Et si le Fonds des générations n'existait pas... », *La Presse*, 5 juin 2020.