

Daniel Racette

**Quelques réflexions sur le problème
d'ajustement du déficit du compte courant
d'un Québec souverain**

Cette étude commandée par la Commission n'a pas fait l'objet d'une présentation aux commissaires par l'auteur

Introduction

These piecemeal and somewhat unreliable data do not provide a definitive reading on Quebec's external balance. But they do suggest that Quebec's position is much weaker than Canada as a whole or the rest of Canada. A sovereign Quebec could therefore have trouble servicing its external debt if it did not take steps to strengthen its current account balance. A surplus of net exports on a GDP basis large enough to offset Quebec's deficit on interest and dividends would probably be in the neighbourhood of 2 to 3 percent of GDP. Given that in 1989 Quebec's net exports were in approximate balance, it would be necessary to transfer approximately 2 to 3 percent of its domestic consumption to net exports in order to produce a more sustainable current account balance. (Grady, 1991, pp. 116-17)

Le mandat qui nous est confié par la direction de la Commission est de rédiger un avis technique en regard de la position prise récemment par certains économistes sur le problème d'ajustement de la balance de paiements du Québec soit dans la situation présente soit dans l'éventualité de l'accession à la souveraineté. L'extrait du livre de Patrick Grady (1991) cité ci-haut illustre bien les inquiétudes que soulève l'ajustement du compte courant québécois. Récemment, Thomas Courchene (1991) et Marcel Côté (1992) faisaient chacun état de préoccupations semblables.

Avant de passer à l'analyse proprement dite, on peut tenter de présenter succinctement le problème tel qu'il est perçu par ces auteurs. Grosso modo, on nous dit que des données de nature quelque peu impressionniste laissent entendre que le Québec fait actuellement face à un déficit important du compte courant. Ce déficit était de l'ordre de 4,2% du PIB en 1984 (Proulx et Cauchy, 1990) (soit 6,9 milliards de dollars en 1991 si la situation s'était maintenue) mais, selon Côté (1992, p. 24), il serait plutôt en 1991 de l'ordre de 6,5% du PIB (10,7 milliards de dollars). Comme le Québec ne dispose vraisemblablement pas, contrairement à l'ensemble du Canada, d'un surplus commercial (exportations de marchandises supérieures aux importations) pour financer au moins une partie de son déficit extérieur, le problème d'ajustement se pose avec acuité : pour le régler, il faudra, selon les auteurs, créer de toutes pièces un surplus commercial en diminuant les dépenses de consommation au profit des exportations. En d'autres termes, il faudra que les Québécois se serrent la ceinture pour être en mesure d'assumer leur dette extérieure¹.

Le problème qui est posé ici n'est bien sûr pas nouveau puisqu'il existe depuis que les nations ont des relations commerciales entre elles. Il a donc été traité à plusieurs reprises et sous divers angles dans la littérature. Dans la deuxième partie du texte, nous ne ferons que reprendre brièvement les éléments essentiels de cette littérature pour jeter un éclairage pertinent sur le problème qui nous préoccupe ici. Nous verrons donc en quoi consistent le problème de

1. Selon Grady (1991), le problème se pose d'autant plus que les secteurs manufacturiers pour lesquels le Québec bénéficiait jusqu'à récemment d'un surplus commercial sont des secteurs «mous» où divers chocs (ententes prochaines du GATT, par exemple) devraient faire disparaître ou du moins atténuer grandement nos surplus.

l'ajustement de la balance des paiements et le problème associé du transfert réel et nous exposerons l'ensemble des méthodes d'ajustement possibles. Dans la troisième partie, nous ferons, à la lumière du cadre théorique, quelques commentaires sur les inquiétudes soulevées par les auteurs cités ci-haut. Enfin, avant de conclure, nous tenterons d'assigner les méthodes d'ajustement aux divers contextes suggérés, c'est-à-dire (i) dans le cas du maintien du Québec dans la fédération canadienne, (ii) dans le cas d'un Québec souverain avec union monétaire avec le reste du Canada et (iii) dans le cas d'un Québec souverain disposant de sa propre monnaie.

1. Le problème de l'ajustement

1.1 Un pays au compte courant déficitaire est un pays qui s'endette

Tout comme un individu qui dépense plus qu'il ne gagne doit emprunter (s'il ne dispose pas d'épargnes accumulées), un pays qui encoure des dépenses privées et publiques plus élevées que la production nationale devra s'endetter sur les marchés financiers internationaux puisqu'il achète plus sur les marchés étrangers qu'il ne vend². En ce sens, des statistiques indiquant que le compte courant d'un pays est en déficit impliquent que ses agents ont vécu, pour la période en question, au-dessus de leurs moyens et qu'ils ont donc dû s'endetter à l'étranger³. On dira par ailleurs que le pays souffre d'une insuffisance d'épargne nationale. À son compte courant en déficit devra correspondre un compte capital en surplus, c'est-à-dire des entrées de capitaux.

Si la situation est temporaire, c'est-à-dire, par exemple, si le déficit du compte courant ne se produit que pour quelques trimestres et se résorbe ensuite ou même se renverse, on ne parlera pas de problème d'ajustement de la balance de paiements. C'est lorsque le déficit du compte courant se perpétue d'année en année et que le pays s'endette de plus en plus sur les marchés financiers internationaux que le problème peut se poser. Les marchés financiers commenceront alors à s'inquiéter de la proportion des titres de ce pays dans les portefeuilles internationaux et considéreront la situation de plus près. Mais, même dans ces circonstances, le déficit de la balance de paiements ne pose pas nécessairement problème. Comme le souligne Wyplosz (1990):

Pour un agent quelconque, public ou privé, la seule véritable contrainte budgétaire est la contrainte intertemporelle. L'existence de déficits, même prolongés, n'indique absolument pas que cette contrainte soit violée, ce qui serait une indication d'indiscipline. Le seul critère en la matière consiste à déterminer si le service de la dette accumulée peut être assuré par les surplus primaires ultérieurs.

-
2. On pose généralement, de manière réaliste, que les étrangers ne voudront pas accepter d'être payés avec la monnaie nationale de l'autre pays (par exemple le dollar canadien). Si un pays veut maintenir son stock de réserves internationales, il devra emprunter sur les marchés étrangers pour pouvoir importer plus qu'il n'exporte.
 3. Pour une présentation formelle de ces relations, voir l'appendice.

La question est donc de savoir si l'endettement présent sur les marchés financiers internationaux, donne lieu, dans un pays donné, à des investissements productifs suffisants de telle manière qu'à la faveur de l'augmentation de la production nationale qui en découlera, les agents économiques seront éventuellement en mesure d'assumer les coûts de la dette. Plusieurs pays ont ainsi, pendant leur industrialisation, pu maintenir des déficits courants continuels sans encourir de sanctions de la part des marchés financiers pour leur dette croissante. C'est la promesse de production future qui permettait ces comportements puisque, malgré la hausse de la dette en valeur absolue, son importance par rapport au revenu national allait éventuellement décroître. À cet égard, il s'agit fort probablement de la situation dont a pu profiter le Canada sur les marchés internationaux pendant les années 50 et 60 alors qu'on y achevait le développement de l'infrastructure dans les industries des communications et des matières premières.

1.2 Le transfert : une arme à double-tranchant

Une manière d'analyser le problème de l'ajustement de la balance de paiements est de l'aborder sous l'angle du **transfert réel**. Il faut être conscient qu'à un transfert **financier** de pouvoir d'achat entre deux pays doit toujours correspondre un transfert réel. Et cette correspondance tient autant à court terme qu'à long terme. Le transfert financier peut se faire de plusieurs manières : prêt, paiement de réparation, transfert unilatéral sous forme de dons ou de subventions entre individus ou entre États. Le transfert réel par contre se fait sous la forme de mouvements de biens et services qui franchissent la frontière.

Pour illustrer le phénomène du transfert, posons, pour simplifier, le cas d'un monde où il n'existe que deux pays. Le pays A importe plus qu'il n'exporte de biens et services et souffre donc d'un déficit de son compte courant (excluant ici les transferts unilatéraux). Par le fait même, ses agents économiques doivent, dans leur ensemble, emprunter aux agents du pays B pour financer l'excédent de la demande au-delà de la production nationale ou, en d'autres termes pour combler l'insuffisance d'épargne. Le pays A s'endette auprès du pays B. Nous avons là la première phase du transfert entre les pays : au transfert financier de pouvoir d'achat des résidents du pays B (prêteurs ou donneurs) aux résidents du pays A (emprunteurs ou bénéficiaires des dons) correspond un transfert réel équivalent de biens et services aux résidents du pays A.

Le transfert n'est pas pour autant complètement effectué puisqu'il faudra éventuellement qu'il s'opère dans la direction opposée. En prêtant aux résidents du pays A, les résidents du pays B achètent des titres leur donnant droit à une partie de la production future du pays A. À long terme, le pays A devra donc assumer le coût de sa dette en remboursant le capital et l'intérêt. Mais ce remboursement, qui constitue en soi un transfert financier à rebours, doit par le fait même donner lieu à un transfert réel pour que la balance de paiements soit au total à l'équilibre. En d'autres termes, au cours du processus de remboursement, les agents du pays B exerceront leur pouvoir d'achat sur la production «future» de A qui se devra donc de dégager un surplus à l'intérieur de son compte courant au chapitre des biens et des services. C'est en ce sens qu'on peut parler du problème d'ajustement de la balance de paiements.

1.3 Le déséquilibre fondamental : un problème dont il faut se sortir

Un pays souffre d'un déséquilibre fondamental de sa balance de paiements lorsque le transfert ne s'inverse jamais. Ainsi, un pays qui souffrirait sans arrêt d'un déficit de son compte courant à un rythme tel que son endettement extérieur augmente sans cesse en proportion de sa production nationale devient éventuellement très vulnérable sur les marchés financiers internationaux qui douteront tôt ou tard de sa capacité de remboursement⁴. L'endettement continu alourdit le déficit du compte courant par des paiements d'intérêts de plus en plus élevés. Il devient donc extrêmement difficile de renverser le déficit pour opérer le transfert réel de ressources à rebours. Avant que le pays ne se voie couper l'accès aux marchés internationaux, il faudra qu'un ajustement se produise.

1.4 Déficit du compte courant : financement ou ajustement?

En tenant compte des multiples distinctions que nous venons de faire, nous pouvons élaborer une nomenclature des méthodes de financement et d'ajustement à un déficit du compte courant selon la nature des problèmes auxquels un pays fait face. Ainsi, si le déficit du compte courant est temporaire ou s'il est soutenable, le pays peut se permettre de financer ce déficit puisqu'il aura éventuellement les ressources pour rembourser la dette ainsi encourue. Cependant, si le déficit est permanent, c'est-à-dire si le pays fait face à un déséquilibre structurel ou fondamental, des ajustements plus douloureux devront prendre place soit de manière automatique, soit par le biais de politiques appropriées.

1.5 Les modes de financement

- a) **Les réserves de devises :** Dans le cas d'un régime de taux de change fixes ou administrés, un pays en déficit de son compte courant peut tout d'abord financer son déficit en «décumulant» ses réserves de devises étrangères. On voit tout de suite que cette méthode de financement ne peut s'appliquer que temporairement dans la mesure où le stock de réserves internationales est, par définition, limité⁵.
- b) **Les emprunts :** La deuxième forme de financement possible d'un déficit du compte courant consiste à emprunter sur les marchés financiers internationaux par le biais d'entrées de capitaux. Dans la mesure où le déficit est soutenable, le financement devrait pouvoir se faire à bon compte surtout avec des marchés financiers concurrentiels. À cet égard, les années 80

4. On connaît bien sûr le sort réservé aux pays dits sur-endettés sur les marchés financiers au cours des années 80.

5. On a depuis longtemps souligné le problème d'asymétrie causé par le fait qu'un pays en surplus pouvait beaucoup plus facilement tarder à s'ajuster puisque l'accumulation de réserves internationales ne pose pas les mêmes problèmes que la «décumulation» de ces mêmes réserves. C'est ainsi que le problème d'ajustement repose le plus souvent sur les épaules des pays déficitaires.

ont grandement facilité les financements de tels déficits grâce à la déréglementation qui a permis de donner accès pour tous aux marchés financiers internationaux⁶. Le financement des déficits du compte courant par les marchés financiers permet une meilleure allocation des ressources dans le temps et entre les pays. Ces derniers peuvent ainsi faire face à des chocs momentanés en répartissant leurs impacts dans le temps. Dans un contexte d'information disponible à faible coût, si le marché international ne demande pas de primes de risque trop importantes, on peut présumer qu'il évalue que le choc est temporaire. Dans le cas où la prime de risque augmente de manière indue, on pourra cependant supposer qu'on fait face à un déséquilibre fondamental de la balance des paiements. Il faudra alors se résigner à des ajustements structurels plus importants. Il faut cependant noter que, dans un tel cas, la hausse des taux d'intérêt permettra de créer des conditions d'ajustement interne en encourageant l'épargne nationale qui est déficiente et en ralentissant l'activité économique par la réduction des dépenses sensibles au taux d'intérêt.

1.6 Les méthodes d'ajustement

Les méthodes d'ajustement peuvent être automatiques et font alors appel à des mécanismes de marché. Lorsque l'ajustement tarde à se faire de manière automatique, on doit cependant plutôt recourir à des politiques dites de réduction ou de re-direction des dépenses. Nous ne ferons pas une présentation systématique de ces méthodes d'ajustement et nous nous contenterons de faire état des plus importantes en circonscrivant leur usage possible. Il faut cependant noter dès le départ que, dans le cas de déficits structurels du compte courant, le problème d'ajustement se pose à cause de distorsions qui empêchent certains marchés nationaux de s'ajuster. À cet égard, la raison la plus courante du non-ajustement est la rigidité à la baisse des salaires créée par divers comportements sur le marché du travail. Un pays dont le solde du compte courant est déficitaire de manière structurelle est, par définition, un pays qui n'arrive pas à être concurrentiel sur les marchés internationaux parce que ses coûts sont trop élevés en comparaison de ceux des autres pays. Pour rétablir l'équilibre, il faudrait une baisse des salaires dans ce pays (un resserrement de la ceinture puisqu'on vit au-dessus de ses moyens) mais la rigidité à la baisse prévient cet ajustement qui doit donc passer par d'autres mécanismes. Selon la théorie économique, la correction devrait alors se faire directement sur le marché où existe la distorsion, en l'occurrence le marché du travail. Depuis l'après-guerre, on s'est résigné à la rigidité des salaires et on a plutôt recours à des ajustements sur d'autres marchés. Avec la baisse récente des taux d'inflation dans les pays industrialisés et à la faveur de la récession récente, on s'est rendu compte que la rigidité des salaires à la baisse pourrait avoir été un phénomène temporaire.

6. Certains diront même que cette ouverture a été si soudaine et rapide qu'elle a parfois donné lieu à des situations où les marchés ont tardé à reconnaître des déséquilibres fondamentaux et ont ainsi différé l'ajustement dans certains pays. On pense ici aux prêts excessifs à certains pays d'Amérique latine et à toute la discussion sur le problème du déficit et de l'endettement extérieur américains.

On semble pouvoir espérer un retour à un ajustement par des baisses absolues de salaires telles qu'on en avait connues avant la deuxième guerre mondiale. Mais passons en revue les méthodes d'ajustement à un déséquilibre de la balance des paiements.

a) **Les transferts unilatéraux** : Un pays ou une région qui souffre d'un déséquilibre de son compte courant vis-à-vis de ses partenaires commerciaux peut être financé par le biais de transferts unilatéraux qu'il ou elle reçoit de l'étranger. Pour une part, c'est probablement par le biais des paiements de péréquation et par des transferts divers que certaines régions canadiennes plus défavorisées peuvent se permettre de maintenir une position déficitaire dans leurs échanges avec les autres régions du pays. Il est à noter que certains auteurs prônent qu'après l'adoption d'une monnaie commune en Europe, on crée un fonds permettant de verser des transferts aux régions plus pauvres de la Communauté pour leur permettre de s'ajuster. Il peut être utile de souligner que, dans le cas des transferts unilatéraux (comme leur nom l'indique), le processus de transfert n'a pas à s'inverser puisque la région qui « donne » ne s'attend à rien en retour. Par ailleurs, le transfert unilatéral, de par sa nature même, empêche l'ajustement véritable de se faire puisque le déficit est corrigé (du moins en partie) par le don. Si le transfert est répétitif, rien n'obligera la région à s'ajuster dans le long terme.

b) **L'ajustement des prix relatifs** : Lorsqu'un pays fait face à un déficit structurel de son compte courant, l'ajustement ultime consiste en la baisse de ses prix relatifs par rapport au reste du monde de telle manière à ce qu'il puisse dégager un surplus du compte courant pour financer le coût de sa dette. À cet égard, on a longtemps prôné que l'ajustement le plus facile (surtout dans un contexte de salaires rigides à la baisse) consistait en une dévaluation ou une dépréciation de la monnaie. Il va sans dire que cette forme d'ajustement n'est pas disponible dans le cas de deux régions qui utilisent la même monnaie. C'est à cette forme d'ajustement que devront renoncer définitivement les pays européens lors de l'adoption d'une monnaie commune. Dans ce cas, l'ajustement du prix relatif doit se faire par la baisse des salaires dans la région déficitaire. Cette baisse des salaires permet de rendre la région plus concurrentielle sur les marchés internationaux ce qui contribue à résorber le déficit⁷. De plus, la baisse des revenus qui en découle a aussi des effets bénéfiques puisqu'elle entraîne une baisse de la demande d'importations. Si les salaires sont rigides à la baisse cependant, l'ajustement devra se faire par le biais des quantités.

c) **Le chômage** : Lorsque les salaires sont ainsi rigides à la baisse, la faible demande pour les produits du pays ou de la région se traduira par des mises-à-pied. Le chômage porte en soi des germes d'ajustement puisqu'il s'accompagne d'une baisse du revenu. Cette méthode

7. On souhaite bien sûr que la baisse des salaires soit suffisamment spécifique pour rétablir la situation des industries les moins concurrentielles qui pourront ainsi voir baisser leurs coûts de production. Il serait toujours possible que, face à des conditions nouvelles telles que l'accession à la souveraineté, les travailleurs acceptent plus facilement la baisse de salaire ou qu'ils soient enthousiasmés au point d'augmenter leurs efforts de production ce qui donnerait lieu à une augmentation de productivité suffisante pour rétablir la situation concurrentielle du pays. Cette dernière forme d'ajustement ne peut donner lieu qu'à des conjectures à ce stade-ci.

d'ajustement est bien sûr particulièrement coûteuse puisqu'elle suppose la perte de production nationale par le biais de ressources inutilisées.

d) **La mobilité de la main d'oeuvre** : Face aux pressions à la baisse sur les salaires et possiblement au chômage, les travailleurs auront tendance à vouloir émigrer de la région pour se déplacer vers les régions les plus prospères. Ces déplacements donneront lieu à des mécanismes d'ajustement dans les salaires relatifs entre les deux régions ainsi qu'à des ajustements de revenus qui devraient permettre de résorber le déséquilibre de la balance des paiements. Il faut cependant souligner que la mobilité de la main d'oeuvre n'est pas toujours permise par les lois de l'immigration et que les différences linguistiques et culturelles peuvent faire que cet ajustement tarde à s'effectuer malgré des déséquilibres assez profonds. On pense ici à la faible mobilité des Québécois malgré des différences de revenus parfois importantes entre les régions canadiennes.

e) **Les politiques monétaire et budgétaire** : Lorsque le déficit devient insoutenable et que l'ajustement ne se fait pas de manière automatique, le gouvernement devra recourir à des politiques qui forceront l'ajustement. Ces politiques viseront à rétablir l'équilibre du compte courant en encourageant les baisses de prix, en induisant des baisses de consommation au profit de l'épargne (puisque cette dernière est alors insuffisante), et en forçant généralement les agents économiques à se serrer la ceinture. On pense ici à une politique monétaire restrictive qui, en haussant les taux d'intérêt, incitera les agents à l'épargne et diminuera les prix nationaux. Par ailleurs, une politique budgétaire restrictive limitera la «désépargne» publique (en diminuant le déficit gouvernemental), réduira le niveau de la demande agrégée et, partant, les prix et revenus nationaux.

f) **Les contrôles divers** : Nous n'insisterons pas ici sur les divers contrôles qui ont été utilisés dans le passé pour tenter de résoudre les problèmes de déficit de balance de paiements. Contrôles pour restreindre les sorties de capitaux, érection de barrières tarifaires et non tarifaires, toutes ces politiques ont eu des effets très mitigés dans le passé (en plus de créer des distorsions importantes) et on peut difficilement y recourir aujourd'hui dans le cadre des ententes entre pays ou régions du monde.

2. L'ampleur du problème québécois : Grady, Côté et les autres

2.1 Des chiffres grossiers

Lorsqu'on considère l'analyse du problème de l'ajustement du déficit du compte courant québécois chez des auteurs tels que Grady (1991) et Côté (1992), on est tout de suite frappé par le côté extrêmement approximatif des chiffres à la disposition des chercheurs.

Pour une bonne part, l'analyse doit s'appuyer sur des données des expéditions manufacturières de 1984 ou sur les tableaux entrées-sorties de la même année, données qui ont été analysées par

Proulx et Cauchy (1991). Une vérification auprès de la Division des entrées et sorties de Statistique Canada confirme le caractère très partiel des données⁸. On nous y a révélé que les chiffres sur les flux commerciaux interprovinciaux et avec le reste du monde ne captaient que le commerce des marchandises et une partie des services définis de manière très étroite. Ainsi, ces chiffres ne peuvent saisir l'ampleur des dépenses de tourisme entre les provinces non plus que les flux interprovinciaux de paiements d'intérêts et de dividendes. Le déficit supposé de 4,2% du PIB du Québec en 1984 ne représente donc qu'imparfaitement une partie relativement étroite du compte courant et exclut les paiements d'intérêts et de dividendes et les transferts unilatéraux.

Ce n'est donc qu'avec l'aide de projections, de recoupements de diverses données et de jugements que les auteurs évaluent grossièrement l'état actuel du compte courant du Québec. Grady (1991) ajoute des informations sur les *Comptes économiques provinciaux*, qui semblent établir une balance commerciale en équilibre pour le Québec en 1989, pour conclure à l'ampleur de l'ajustement nécessaire. Pour sa part, Côté part de l'hypothèse que le Québec a un déficit commercial (pour les «biens») et impute une part proportionnelle (la proportion n'est pas définie) du déficit au compte des invisibles pour conclure que le Québec est responsable de 40% du déficit total du compte courant canadien.

Dans l'état actuel des statistiques, il est impossible d'en arriver à des chiffres plus précis. À Statistique Canada, on nous a dit s'apprêter à publier une mise à jour jusqu'en 1990 des tableaux entrées-sorties mais nous avons déjà souligné le caractère partiel de ces données. Il faut donc s'en remettre aux estimations rudimentaires des auteurs déjà cités. Dans ce contexte, tous semblent d'accord pour dire que le Québec est dans une situation de déficit de son compte courant. Cependant, l'intervalle de confiance semble relativement large puisque les estimations vont de 4,2% à 6,7% du PIB, un écart de 3,8 milliards de dollars pour 1991.

Par ailleurs, lorsque Grady (1991, p. 117) établit à 2% à 3% du PIB l'ajustement nécessaire pour renforcer le compte courant du Québec, il se base sur une analyse conjecturale largement implicite pour justifier cet ordre de grandeur de l'ajustement.

2.2 Même à l'intérieur d'une fédération, on doit financer le déficit du compte courant

Il est d'ailleurs important de souligner à ce stade qu'à l'intérieur du cadre de la fédération canadienne, le Québec assume déjà le service de sa dette extérieure. Les agents (privés ou publics) qui ont emprunté à l'extérieur de la province paient déjà des intérêts et des dividendes à des agents «étrangers». Comme n'importe quel «pays», nous ne pouvons vivre au-dessus de nos moyens sans devoir emprunter ou recevoir des dons qui nous permettent de consommer plus que nous produisons.

8. Conversation téléphonique avec René Durand de Statistique Canada, le 14 avril 1992.

En fait, le déficit structurel québécois au compte courant est déjà apparent dans toutes sortes de formes d'ajustement. D'un côté, le Québec a depuis longtemps un taux de chômage plus élevé que plusieurs autres régions canadiennes; sa structure salariale est globalement plus faible que celle d'autres régions et il souffre de flux nets négatifs de migration interprovinciale. Pour le reste, le Québec doit se financer par les marchés financiers du «reste du Canada» et du monde. Il reçoit en outre des transferts unilatéraux du reste du Canada sous la forme de subventions et de transferts de toutes sortes aux personnes et aux gouvernements.

Pour analyser le problème structurel du compte courant québécois après la souveraineté, il faut s'attarder aux **changements** qui se produiront et qui obligeront le Québec à se financer plus qu'il ne le fait déjà sur les marchés étrangers. À ce chapitre, les changements les plus notables qui surgiront seront les suivants⁹:

a) La première forme de financement du déficit du compte courant qui sera perdue est celle des transferts unilatéraux reçus du gouvernement fédéral. Ces transferts constituent des entrées de fonds sans contrepartie qui permettent au Québec de dépenser plus à l'étranger qu'il ne reçoit. Plusieurs études ont tenté de calculer l'impact budgétaire de la prise en charge de l'ensemble (ou de certains) des programmes fédéraux par le Québec¹⁰. Les méthodes, les exclusions, les années de calcul, etc. diffèrent d'une étude à l'autre. Il est donc difficile d'en arriver à un chiffre précis à ce stade-ci surtout sur les effets sur le compte courant de la prise en charge des programmes fédéraux. Il faudrait pouvoir bénéficier d'une analyse beaucoup plus approfondie de la question pour saisir précisément l'ordre de grandeur de cet impact.

Comme exemple de résultats possibles de ces études, on peut citer le scénario moyen de «l'analyse pro forma des finances publiques dans l'hypothèse de la souveraineté du Québec» (chapitre 9) de la Commission Bélanger-Campeau, qui chiffre le déficit budgétaire d'un Québec souverain ayant pris en charge les programmes fédéraux à environ 200 millions de dollars pour l'exercice 1990-91. Pour leur part, McCallum et Green (1991, p. 37), tout en acceptant les chiffres de Bélanger-Campeau, considèrent que la perte nette par rapport au statu-quo serait de 1,6 milliards de dollars puisque le Québec bénéficiait à ce titre en 1990-91 de l'équivalent d'un surplus d'opération fédéral de 1,4 milliards de dollars¹¹. En faisant l'hypothèse (arbitraire, nous en convenons) que l'ensemble de cette perte nette devra être financé à l'extérieur du

9. Sauf pour le troisième point qui suit, nous ne nous engageons pas ici sur le terrain des multiples coûts de la dislocation qui sont de nature plus conjecturale. C'était là aussi le parti-pris de l'étude du Conseil économique du Canada (1991, p. 83).

10. Par exemple, Raynauld et Vidal (1990), les chapitres 7 et 9 du Document 1 du rapport de la Commission sur l'avenir politique et constitutionnel du Québec (1991), McCallum et Green (1991), Fortin (1992) et Tremblay (1992).

11. Avec une méthode quelque peu semblable, Raynauld et Vidal (1990) concluent à des gains nets de 789 à 1 042 millions de dollars (selon les hypothèses retenues) des interventions fédérales dans l'économie québécoise en 1988.

Québec, nous retiendrons ici le montant de 1,6 milliards de dollars comme étant l'effet sur le solde du compte courant québécois de la perte des transferts unilatéraux du fédéral. À ce stade-ci, les chiffres ne peuvent avoir qu'une valeur indicative étant donné le large registre de résultats selon les études consultées¹².

b) Par ailleurs, il faudra que le Québec paie à l'«étranger» la partie des intérêts sur la dette actuelle du gouvernement fédéral qui n'est pas détenue par des Québécois. Il semble qu'environ 18% des intérêts sur la dette fédérale soient payés à des Québécois¹³. Il reste donc à assumer envers l'étranger la différence entre le pourcentage de la dette que le Québec assumera et ce 18%. Par exemple, si le Québec avait à prendre en charge 25% de la dette fédérale (sur la base de la population), il faudrait assumer, comme paiements d'intérêts à des «étrangers», au plus 7% des intérêts sur la dette fédérale de 450 milliards, soit un montant de 3,4 milliards de dollars si on suppose un taux d'intérêt moyen de 10,7% à l'heure actuelle. Pour les raisons invoquées dans la note précédente, ce montant constitue fort probablement une borne supérieure.

c) Le dernier changement notable est celui de la prime de risque que les Québécois devront payer, du moins au départ, à cause de l'incertitude créée sur les marchés financiers. Les auteurs évaluent cette prime à 50 à 100 points de base selon que l'on parle de la dette fédérale à assumer ou de la dette actuelle du gouvernement québécois. Tremblay (1992) estime cet effet à moins de 200 millions de dollars alors que McCallum et Green (1991, p. 36) l'évalue à 700 millions de dollars.

On peut donc considérer qu'au total, les sommes nouvelles à financer sur les marchés financiers internationaux seraient tout au plus de l'ordre de 6 milliards de dollars sur un PIB de 164 milliards de dollars en 1991. Le problème d'ajustement serait alors de l'ordre de 3,5% du PIB, un chiffre comparable à l'intervalle des besoins d'ajustement identifié par Grady (1991).

2.3 Le transfert réel immédiat : Pourquoi seulement au Québec?

Il vient donc d'être établi que les besoins additionnels de financement du déficit courant du Québec advenant l'accession à la souveraineté serait au maximum de l'ordre de 3,5% du PIB. Mais alors, il faut se demander ce que Grady signifie lorsqu'il pose qu'il faudra dès lors

12. Le chiffre du gain fiscal *per capita* par rapport à la moyenne nationale qu'on retrouve dans le chapitre 7 du rapport Bélanger-Campeau (1991, p. 335) est difficilement comparable à celui des autres études étant donné la base du calcul qui y est effectué. Par ailleurs, dans l'étude du Conseil économique du Canada (1991), le chiffre de 3,5% du PIB (pour l'exercice 1994-95), soit environ 5,4 milliards de dollars en 1991, regroupe à la fois l'effet de la disparition des transferts interprovinciaux traditionnels et le transfert du service de la dette (notre point b)). Leur chiffre ne s'éloigne donc pas vraiment du total des chiffres que nous utilisons ici en a) et b).

13. Tremblay (1992) croit qu'il s'agit là d'une sous-estimation causée par la concentration des institutions financières en Ontario puisque cette province reçoit 61% des intérêts sur la dette fédérale.

engendrer un surplus commercial jusqu'à 3% du PIB pour financer le déficit en termes des intérêts et dividendes. La seule interprétation possible semble être qu'il postule implicitement que le Québec devrait effectuer le transfert réel pour l'équivalent de cette somme dès son accession à la souveraineté (et à long terme selon son tableau 37, p. 160).

Il est difficile de saisir les raisons d'un jugement aussi sévère. Comme nous l'avons déjà mentionné plus haut, la libéralisation des marchés financiers internationaux a permis de répartir l'ajustement de la balance des paiements sur une plus longue période. De plus, pourquoi le marché évaluerait-il que le Québec ne serait pas en mesure de financer sa dette extérieure à long terme? En fait, on pourrait reprendre l'argumentation de Grady et l'appliquer au Canada (ou au reste du Canada) en considérant que c'est un pays qui souffre d'un déficit chronique de son compte courant depuis plusieurs décennies¹⁴. Ainsi, en utilisant les chiffres de Côté (1992, p. 24a), on pourrait dire que, pour 1991, le «reste du Canada» (RDC) a un déficit du compte courant de 16,1 milliards de dollars (déficit corrigé de la part imputée du Québec), c'est-à-dire 3,1% du PIB du RDC. Avant de demander au RDC de se serrer la ceinture, il faudrait savoir si le déficit est soutenable ou non à long terme et si les marchés financiers l'évaluent ainsi¹⁵.

3. Mécanismes d'ajustement selon la situation québécoise

Il est important de noter à ce stade qu'il ne peut être exclus que le Québec doive passer par un ajustement douloureux pour rectifier le problème structurel du déficit de son compte courant. Michael Porter n'a-t-il pas souligné le problème structurel de productivité dont le Canada souffrait dans son ensemble et les ajustements importants qui devaient se faire pour y remédier. Cependant, notre présentation souligne que l'ajustement préconisé par Grady au problème du déficit du compte courant du Québec n'est qu'un ajustement sur un ensemble de méthodes possibles. Dans cette dernière section, nous reviendrons brièvement sur les méthodes d'ajustement les plus plausibles dans les divers contextes où le Québec pourrait se retrouver dans l'avenir.

14. Les exceptions à cette règle sont rares et se sont produites dans des circonstances très particulières telles que celles des années autour de la récession de 1982.

15. Il est possible que, dans la foulée du changement de statut du Québec, les marchés aient quelque difficulté à porter un jugement sur la situation externe du Québec et sur sa capacité à honorer ses engagements. Les sommes additionnelles seraient alors possiblement plus difficiles à financer aux taux courants du marché. Mais nous avons déjà tenu compte de l'impact que les primes de risque additionnelles auront sur les coûts de financement.

3.1 L'ajustement au sein de la fédération canadienne

Dans le contexte actuel, il est assez évident que les provinces canadiennes qui souffrent d'un déficit structurel de leur balance de paiements bénéficient d'un financement quelconque qui les aide à étaler l'ajustement mais subissent aussi le coût de cet ajustement par une position moins avantageuse que celle des autres provinces. Ainsi, le Québec (comme les provinces atlantiques) a, de manière chronique, un taux de chômage plus élevé que celui des autres provinces. De plus, comme nous l'avons déjà souligné, la structure salariale est généralement plus faible au Québec que dans les provinces qui bénéficient d'un surplus du compte courant. Finalement, les flux migratoires nets ont généralement tendance à se faire au détriment du Québec, pour des raisons qu'on peut associer aux deux facteurs précédents.

Pour ce qui est du financement, il est certain que le Québec réussit à financer une bonne part de son déficit courant sur les marchés financiers nationaux et internationaux avec une prime de risque qui est, en temps normal très acceptable. Pour le reste, il reçoit des transferts unilatéraux sous la forme de paiements de péréquation et de transferts divers qui, jusqu'à un certain point, peuvent prévenir l'ajustement à long terme de la balance de paiements en supprimant certains mécanismes d'ajustement.

3.2 Une union monétaire Québec-Canada

Dans le cadre d'une Union Monétaire Québec-Canada, nous avons déjà signalé que le problème de déficit du compte courant pourrait s'aggraver à cause de la prise en charge de certaines dépenses additionnelles. Comme le Québec n'aurait pas sa propre monnaie, il ne détiendrait pas de devises étrangères pour financer temporairement son déficit. Il ne pourrait pas non plus s'ajuster par une dévaluation de sa monnaie ou par une politique monétaire restrictive. On exclut aussi l'ajustement par les contrôles de capitaux ou par des barrières tarifaires ou non tarifaires puisqu'on sait que ces méthodes créent plus de tort qu'elles n'en réparent. Finalement, le Québec ne bénéficierait plus de transferts fédéraux.

Les méthodes d'ajustement qui restent sont (i) l'ajustement par la baisse des salaires et le chômage, (ii) l'utilisation de la politique budgétaire pour engendrer plus d'épargne et (iii) l'emprunt sur les marchés financiers. C'est sur les deux premières de ces méthodes que Grady insiste dans son texte. Selon lui, il faudra dès le départ et à long terme que les Québécois se serrent la ceinture en diminuant leurs dépenses de consommation et en exportant plus leur production nationale. Ce sont en effet les méthodes les plus sûres d'ajustement rapide de la balance de paiements. Elles présentent d'ailleurs certains avantages dans la mesure où elles passent par des restrictions budgétaires gouvernementales qui permettent de laisser une place plus large aux mécanismes de marché et qu'elles engendrent une épargne privée déficiente¹⁶. Cependant, ce sont aussi les plus sévères et les plus coûteuses et le recours à ces seules

16. On peut d'ailleurs penser qu'un gouvernement québécois au prise avec un déficit budgétaire beaucoup plus élevé devra recourir à des mesures de restrictions budgétaires.

méthodes suppose que les possibilités de régler le problème par une croissance à long terme sont, à toutes fins utiles, exclues. Nous qualifierions cette position de pessimiste.

Dans son analyse, Grady semble exclure le recours aux marchés financiers. Ce recours permet, et le Canada en a profité depuis longtemps, de retarder l'ajustement en se servant des emprunts sur le marché pour développer la capacité de production du pays pour le rendre concurrentiel sur les marchés internationaux et ainsi lui permettre de dégager éventuellement un surplus du compte courant. L'ouverture des marchés financiers internationaux pendant les années 80 a facilité l'accès des pays à cette source de financement à des taux très concurrentiels¹⁷. Bien sûr, dans le cas d'un nouveau pays comme le Québec, il se pourrait que ce financement ne soit d'abord disponible qu'à taux plus élevé (les primes de risque que certains ont évalué à 50 à 100 points de base)¹⁸. Mais, d'une part, cette hausse des taux d'intérêt est bénéfique car elle permet d'inciter à l'épargne et elle réduit les pressions de la demande sur le marché interne. D'autre part, si le Québec sait utiliser ces sources de fonds pour développer sa productivité et que l'information est disponible à cet égard, les primes devraient disparaître assez rapidement. Ainsi, le Québec pourrait à nouveau financer son déficit du compte courant sur la base d'une contrainte budgétaire intertemporelle¹⁹. Grady semble très sévère dans son évaluation des capacités d'adaptation de l'économie québécoise quand il rejette tout à fait cette méthode d'ajustement.

3.3 Une monnaie québécoise

Si le Québec créait sa propre monnaie, le nombre d'instruments à sa disposition pour corriger le problème de sa balance de paiements serait plus grand. Ainsi, le Québec pourrait dévaluer sa monnaie, financer son déficit avec des réserves de devises étrangères ou utiliser les contrôles de changes. Mais il est loin d'être certain qu'il serait avantageux d'utiliser ces instruments d'ajustement.

Il est d'abord évident que l'utilisation des contrôles de changes va à l'encontre de la philosophie actuelle de libéralisation des marchés financiers et qu'elle ne pourrait qu'engendrer une crise de confiance qui fermerait l'accès aux marchés financiers internationaux. Par ailleurs, les réserves de changes d'un pays nouvellement constitué seront nécessairement insuffisantes pour faire face au problème structurel qui nous préoccupe ici.

17. Blundell-Wignall et Browne (1991) soulignent bien jusqu'à quel point la libéralisation des marchés financiers a permis d'étaler l'ajustement de la balance de paiements.

18. Comme dans l'étude du Conseil économique du Canada (1991, p. 92), nous postulons que, à tout le moins dans la période de transition, la prime de risque s'appliquera tant aux emprunteurs publics que privés à cause de l'incertitude liée aux changements possibles d'impôts, de contrôles de capitaux et de politiques macro-économiques.

19. Revoir la citation de Wyplosz (1990).

Finalement, le recours à la dévaluation risque de desservir le Québec plutôt que l'aider en l'occurrence. D'une part, il est établi que l'ajustement par le taux de change ne produit des effets durables que dans un pays relativement grand où les travailleurs ne considèrent pas de manière prépondérante la baisse de pouvoir d'achat que provoque la dévaluation. Ils ne tenteront donc pas de regagner cette perte dans leurs ententes salariales. Dans une petite économie ouverte comme celle du Québec, il est peu probable que les travailleurs seront dupes et l'ajustement qu'on aura obtenu par la dévaluation sera de courte durée. De plus, la simple menace de dévaluation risque de faire en sorte que les marchés financiers imposent une prime de risque de change importante qui se répercutera sur les coûts d'emprunts de tous les agents économiques du pays. C'est d'ailleurs pour cette raison que les propositions d'adoption d'une monnaie québécoise sont généralement assorties d'une clause de taux de change irrémédiablement fixe ce qui élimine bien sûr la possibilité d'ajustement par ce biais.

Conclusion

Un pays qui a subi une perte dans sa situation concurrentielle sur les marchés mondiaux qui se reflète par un déficit structurel de son compte courant doit s'ajuster tôt ou tard. La libéralisation des marchés financiers a permis d'étaler cet ajustement dans le temps, du moins lorsqu'on peut évaluer que le pays se sert de ses emprunts internationaux pour développer sa capacité de production.

Si le Québec accède à la souveraineté, il devra faire face à un problème accru d'ajustement de son déficit du compte courant. Il est difficile d'établir les sommes exactes qui sont en jeu mais un ajustement d'une valeur d'environ 3,5% du PIB est tout à fait plausible. C'est le caractère exceptionnel de l'accession à la souveraineté qui pourrait désarçonner les marchés pour un temps et créer des conditions qui obligent le Québec à payer des primes de risque importantes sur les marchés financiers internationaux. La position selon laquelle ces coûts d'ajustement se perpétueraient dans le long terme repose sur une vision statique et pessimiste du problème. Bien que la structure industrielle du Québec puisse laisser à désirer dans sa capacité concurrentielle mondiale, il devrait être possible, dans une vision plus dynamique du problème d'ajustement, que les emprunts internationaux servent à développer les secteurs concurrentiels de l'économie québécoise. Ceci dit, à moins d'une soudaine hausse inattendue de productivité des travailleurs québécois, il est fort probable que les ajustements doivent d'abord passer par des mécanismes de réduction du déficit budgétaire gouvernemental et par des baisses de prix relatifs en attendant que les marchés financiers réévaluent la situation.

Appendice

La contrainte internationale

En comptabilité nationale, on sait que la production nationale (Y) doit toujours être égale à la dépense nationale soit la somme des dépenses de consommation (C) et d'investissement (I) du secteur privé, des dépenses gouvernementales (G) auxquelles il faut ajouter les exportations nettes de biens et de services (X-M):

$$(1) \quad Y = C + I + G + (X-M)$$

En définissant l'ensemble des dépenses internes par A, on peut réécrire cette expression de la manière suivante:

$$(2) \quad Y - (C+I+G) = Y - A = X - M$$

Cette identité exprime le fait que le solde du compte courant (X-M) est toujours égal à l'excédent de la production nationale sur les dépenses internes (Y-A). Si les citoyens d'un pays dépensent un montant supérieur à celui de la production nationale, ils devront importer de l'étranger plus qu'ils n'exportent pour combler leurs besoins. Par ailleurs, si on définit T comme étant l'ensemble des taxes et impôts directs (nets) perçus par les gouvernements, on peut modifier, sans en affecter la valeur, l'équation (2) pour obtenir:

$$(3) \quad Y - T - C - I + T - G = X - M$$

Comme l'épargne (S) est égale à la différence entre le revenu disponible (Y-T) et la consommation (C), l'équation (3) se réécrit:

$$(4) \quad (S-I) + (T-G) = X - M = I_f$$

Cette identité implique que le surplus du compte courant (X-M) provient de l'excédent de l'épargne privée sur l'investissement privé (S-I) et du surplus budgétaire gouvernemental (T-G). Le cas échéant, l'excédent d'épargne nationale sera canalisé sur le marché financier international sous la forme d'acquisition de titres étrangers ou, en d'autres mots, de sorties de capitaux ($I_f > 0$). À l'inverse, un pays qui a un déficit du solde du compte courant ($X-M < 0$) est nécessairement un pays où l'épargne nationale composée de l'épargne privée (S) et de l'épargne (ou la désépargne) publique ($T-G = S_{pub}$) est insuffisante pour couvrir les investissements privés:

$$(5) \quad (S + (T-G)) - I = (S + S_{pub}) - I = X-M = I_f$$

Il faudra donc nécessairement que ce pays s'approvisionne à même l'épargne étrangère par des entrées de capitaux ou, en d'autres termes, qu'il emprunte sur les marchés financiers internationaux ($I_r < 0$, augmentation de l'endettement envers l'étranger). La dernière partie de l'équation (5) ne fait donc qu'exprimer le fait que le solde du compte courant ($X-M$) doit toujours être égal au solde du compte capital (I_r) ou, en d'autres mots, que la balance des paiements (BP) doit toujours être à l'équilibre:

$$(6) \quad BP = (X-M) - I_r = 0$$

Bibliographie

BLUNDELL-WIGNALL, A. et BROWNE, F. (1991), *Increasing Financial Market Integration, Real Exchange Rates and Macroeconomic Adjustment*, OECD Department of Economics and Statistics, W.P. no. 96, Washington, février.

CONSEIL ÉCONOMIQUE DU CANADA (1991), *Un projet commun, aspects économiques des choix constitutionnels*, Vingt-huitième Exposé annuel, Ministère des Approvisionnements et Services, Ottawa.

CÔTÉ, Marcel (1992), «Souveraineté : Les coûts de transition», Notes pour une conférence «Projet '90', Module d'administration de l'Université du Québec à Montréal, mars.

COURCHENE, Thomas (1991), *Éloge d'un fédéralisme renouvelé*, publié dans la série des recueils d'études sur la dimension économique du renouveau constitutionnel «Au tour du Canada», Institut C.D. Howe, Toronto.

FORTIN, P. (1992), «L'impact du passage à la souveraineté sur le déficit budgétaire du Québec», texte d'une présentation à un colloque du Magazine *Les Affaires*, février.

GRADY, Patrick (1991), *The Economic Consequences of Quebec Sovereignty*, Fraser Institute, Vancouver (C.-B.).

MCCALLUM, J. et GREEN, C. (1991), *Parting As Friends : The Economic Consequences for Quebec*, publié dans la série d'études sur les conséquences économiques de la rupture de la Confédération «Au Tour du Canada», Institut C.D. Howe, Toronto.

PROULX, P.P. et CAUCHY, G. (1990), «Un examen des échanges commerciaux du Québec avec les autres provinces canadiennes, les États-Unis et le reste du monde», Document de travail no 1, *Éléments d'analyse économique pertinents à la révision du statut politique et constitutionnel du Québec*, Commission sur l'avenir politique et constitutionnel du Québec, Assemblée nationale, Québec.

RAYNAULD, A. et VIDAL, J.-P (1990), *Les enjeux économiques de la souveraineté*, Mémoire soumis au Conseil du Patronat du Québec, octobre.

TREMBLAY, R. (1992), *L'impact fiscal statique et dynamique de l'accession du Québec au statut de pays souverain*, texte soumis au secrétariat de la Commission d'études sur les offres fédérales et l'accession du Québec à la souveraineté, février.

WYPLOSZ, Charles (1990), «Les implications budgétaires de l'union monétaire», *Observations et diagnostics économiques, Revue trimestrielle de l'OFCE*, octobre.