VUE DE L'ESCADRE

GÉRER LE DÉFICIT BUDGÉTAIRE DU QUÉBEC DANS UN CANADA POST-PANDÉMIE

Kevin Moran et Patrick González,

Département d'économique de l'Université Laval.

21 août 2020

RESUME

La pandémie de COVID-19 a perturbé l'économie canadienne. Le Gouvernement du Canada a adopté des mesures fiscales sans précédent pour préserver le pouvoir d'achat de la population et le tissu commercial du pays. Ces mesures se traduiront en 2020 par un déficit de 341 G$. De son côté, la Banque du Canada a considérablement augmenté son portefeuille de titres du gouvernement canadien et « pris en pension » de larges pans de l'économie canadienne afin de préserver la liquidité du marché des titres et permettre les manœuvres du Gouvernement du Canada. Les provinces font face à une baisse de leurs revenus fiscaux et une hausse de leurs dépenses pour faire face à la pandémie, de sorte qu'elles prévoient également des déficits importants en 2020. Le Canada tout entier est une flotte confrontée à une tempête économique probable ; une flotte dont chaque province n'est qu'une escadre. Le Québec ne gouverne pas la flotte : il n'est pas responsable des engagements financiers du Gouvernement du Canada pas plus que de la politique monétaire de la Banque ; il doit gérer son déficit et sa dette dans un environnement économique qu'il ne contrôle pas. Le but de cette note est d'identifier les éléments clés que devrait surveiller le Gouvernement du Québec pour que son bateau tienne le cap dans la tempête.

INTRODUCTION

La présente note répond à l'appel à la communauté des économistes universitaires qu'a lancé en juin dernier (2020) le ministre des Finances du Québec, M. Éric Girard. Nous avions proposé d'examiner comment les mesures fiscales et monétaires adoptées par le gouvernement fédéral en réponse à la pandémie affectaient la gestion de la dette du Québec. Nous avons cherché d'abord à mesurer l'incidence de la récession économique du printemps et à donner un sens au plan d'intervention du gouvernement fédéral et de la Banque du Canada. Nous ne sommes pas allés loin dans les implications précises pour la gestion de la dette du Québec mais il ressort de nos travaux préliminaires que la dette canadienne, toutes administrations confondues, est plus importante que ne le suggère le gouvernement fédéral dans ses documents politiques.

Vous trouverez à la suite des analyses concises de la récession et des plans d'intervention du Gouvernement du Canada et de la Banque du Canada. En ce qui concerne la récession, on retiendra qu'elle a une incidence inhabituelle dans le secteur des services et qu'un plan de relance doit porter une attention particulière à ce secteur. En ce qui concerne le plan du Gouvernement du Canada et surtout de la stratégie de gestion de la dette qui l'accompagne, on retiendra que le Gouvernement du Canada présente depuis des années un portrait juste mais rose de la situation financière du pays. Le Gouvernement du Québec, qui n'a aucun contrôle sur l'état des marchés financiers et qui a aussi une dette importante à gérer, aura intérêt à s'en peindre une version tout aussi juste mais plus noire pour se préparer adéquatement à des éventualités funestes. Enfin, les actions entreprises par la Banque du Canada ont jusqu'à présent largement maintenu la capacité actuelle du gouvernement fédéral à financer ses interventions ; toutefois ces actions pourraient avoir des conséquences sur sa capacité future à répondre aux prochains soubresauts économiques.

LE GRAND COUP DE FREIN

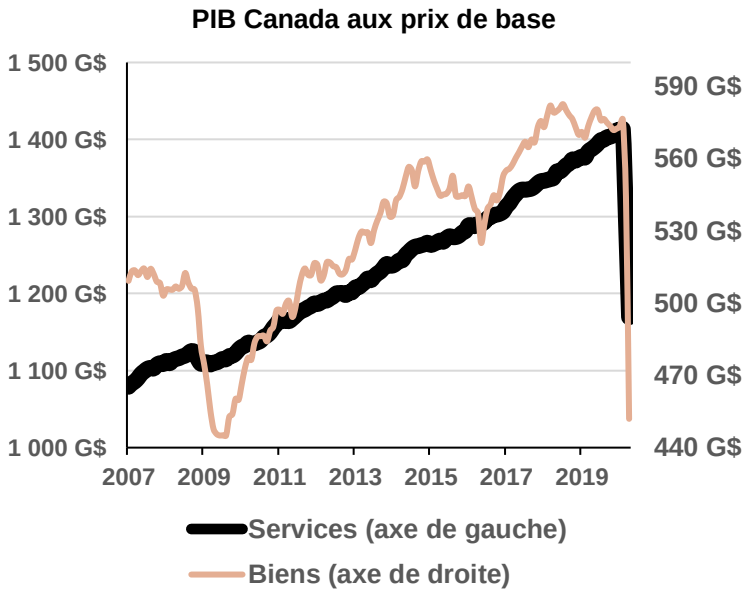
La récession de 2020 ne ressemble en rien à la récession de 2009 : la contraction a été plus rapide, plus sévère et a affecté presqu'autant le secteur des services que celui des industries productrices de bien.

Entre juillet 2008 et juin 2009, de crête à creux, le PIB du Canada s'est contracté de 4,6 % ; entre janvier et avril 2020, la baisse a été de 18,4 %. En 2009, la baisse dans le secteur des services avait débuté plus tard (en septembre 2008) et duré moins longtemps (jusqu'en mars 2009). Pendant deux trimestres, l'activité dans ce secteur n'avait chuté que de 0,4 %. La baisse de 4,6 % dans l'économie était essentiellement attribuable (à 90 %) à la contraction de 13,2 % de l'activité des industries de productrices de bien qui ne comptent que pour un tiers dans l'économie au total (cf. la Figure 1).

En 2020, la contraction de l'activité dans les industries productrices de bien était plus importante (21,6 %) mais ne contribuait plus que pour le tiers de la baisse du PIB. Le radical coup de frein de 18,4 % entre février et avril était surtout attribuable à la baisse de 17,3 % dans les services (le secteur des services a un poids beaucoup plus imposant que celui du secteur de production des biens dans l'économie canadienne).

Avec le confinement et les restrictions sur les transports, des secteurs comme le transport aérien et les services urbains de transport en commun ont été arrêtés (baisses de 96 % et 85 %). Le commerce de détail a chuté de 29 %, les arts, spectacles et loisirs de 57 % et l'hébergement et services de restauration de 66 %. On a pu se réjouir en mai de la reprise de certains secteurs, par exemple, un gain de 24 % dans le secteur de l'hébergement et des services de restauration mais celui-ci demeurait quand même en baisse de 57 % par rapport à son niveau de février.

Figure 1



Source : Statistique Canada, tableau 36-10-0434-01. Séries en dollars enchaînés 2012, désaisonnalisées au taux annuel.

Si cette récession ne ressemble pas aux autres, il est plausible que le meilleur remède pour y mettre un terme soit différent. Les économistes proposent le plus souvent des programmes accélérés d'investissement dans les infrastructures publiques pour relancer une économie ralentie. La logique de ce remède est que i) la pertinence économique de ces investissements est déjà avérée ; ii) les sommes injectées dans le secteur de la construction induisent une demande qui se propage dans la plupart des autres secteurs de l'économie, repartant ainsi la machine économique au grand complet. Selon cette logique, ce pont dont on précipitera la construction demandera l'achat de poutres d'acier qui demanderont l'achat de boulettes de minerai de fer. Dans un second temps, les travailleurs mobilisés pour ces activités devront être logés et nourris. L'investissement initial agit alors comme une flamme

qui ravive le feu endormi par une pluie passagère. Rien ne s'oppose à la reprise du brasier sinon l'humidité ambiante qu'un peu de chaleur ne saurait chasser.

Mais il en est autrement aujourd'hui : la pandémie complique considérablement la production dans le secteur des services. Qu'ils soient en emploi ou non, ce n'est pas demain que des masses de soudeurs vont envahir des salles de cinéma pour se distraire. Il pleut toujours sur le secteur des services et il est vain de souffler sur des flammes qui ne parviennent pas à mordre dans du bois mouillé. Dans les circonstances actuelles, les recettes traditionnelles risquent d'être inopérantes si elles ne s'accompagnent pas de mesures pour faciliter la production dans le secteur des services.

Le plan du Gouvernement du Canada

Le *Plan d'intervention économique du Canada pour répondre à la COVID-19* (MDF, 2020a) comporte plusieurs dizaines de mesures ponctuelles qui, une fois agrégées, constitueront un soutien économique de l'ordre de un billion de dollar (mille milliards de dollars) pour l'économie canadienne. Un tiers environ de ce montant consiste en des mesures fiscales à proprement parler et visent à soutenir directement les entreprises et les particuliers, notamment 80 G$ pour la *Prestation canadienne d'urgence* (PCU), 84 G$ pour la Subvention salariale d'urgence du Canada (SSUC) et 85 G$ pour les reports de paiements de taxes et d'impôts. Une somme de 86 G$ est réservée pour l'octroi de prêts aux entreprises[1].

La plus grande partie de ce plan ne représente pas une dépense directe du gouvernement fédérale et n'aura donc pas d'incidence directe sur son endettement. C'est le cas notamment des items *Soutien au crédit et à la liquidité par l'entremise de la Banque du Canada, de la SCHL et des prêteurs commerciaux,* liés en grande partie aux actions de la Banque du Canada que nous discutons plus bas, et des *Allègements liés au capital (réserves pour stabilité intérieure du BSIF)*. Ce dernier train de mesures consiste en des allègements de la réglementation bancaire par le bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) durant la pandémie. Le BSIF a notamment réduit la réserve pour stabilité intérieure (RSI) pour les grandes institutions financières canadiennes (BSIF, 2020). La baisse de la RSI réduit les exigences de capitalisation et permet donc à ces institutions de prêter davantage par dollar de capital, ce qui doit contribuer à soutenir le crédit et par conséquent l'activité économique. Le BSIF estime que cet allégement réglementaire pourrait potentiellement accroître de 300 G $ la capacité d'emprunter des Canadiens.

Pour financer ces mesures exceptionnelles en temps de pandémie alors que le Parlement est en session mais ne siège pas, le gouvernement a adopté en mars 2020 la loi

[1] Notamment le *Programme de garantie et de prêts pour les petites et moyennes entreprises* et le *Compte d'urgence pour les entreprises canadiennes* pour lesquels on a réservé une quarantaine de milliards chacun.

C-12 qui modifie la *Loi sur la gestion des finances publiques* et permet au gouvernement de dépenser (pouvoir d'emprunt exceptionnel prévu) via la création de mandats spéciaux. Afin de satisfaire aux exigences de la loi, le Ministre des finances a déposé une *Stratégie de gestion de la dette de 2020-2021* (MDF, 2020b) qui rend compte de la manière dont il entend obtenir les fonds requis.

Il s'agit d'une stratégie d'emprunt : le Ministre compte faire passer la dette sur les marchés du Gouvernement du Canada de 765 G$ en mars 2020 à 1 236 G $ en mars 2021. On mesure l'importance de ces nouveaux emprunts en considérant que, entre mars 2010 et mars 2020, la dette n'a augmenté que de 20 G$ par année en moyenne alors qu'elle gonflera aujourd'hui de 471 G$ en une seule année, soit vingt-trois fois plus. Le gouvernement compte ainsi accroître de 142 G $ l'encours des bons du Trésor et de 318 G $ celui des obligations[2].

Le gouvernement emprunte davantage, recoure davantage aux obligations qu'aux bons du trésor pour ces nouveaux emprunts et émet davantage d'obligations de long terme (10 et 30 ans) que de cours terme (2, 3 et 5 ans). La part des obligations de long terme dans le total des émissions d'obligations passe ainsi de 14 % à 26 %. Selon le Ministère des Finances, l'Allemagne et l'Italie poursuivent une stratégie semblable de recours aux obligations. Le gouvernement justifie ce recours aux obligations à long terme par leur faible rendement (0,5 %) qui réduit considérablement les coûts de financement de la dette[3].

Cette stratégie axée sur les obligations a pour fin de minimiser les risques de refinancement. Toutefois, compte tenu de l'augmentation des émissions de bons du trésor, la part totale des obligations dans la composition de la dette au Canada *décroîtra* néanmoins de 78 % à 74 %.

Le Ministère des finances justifie sa stratégie d'emprunt massif en invoquant que la situation financière du Canada est particulièrement avantageuse en comparaison aux autres pays du G7 :

> *Au début de la crise, le Canada affichait le plus faible ratio de la dette nette au produit intérieur brut (PIB) parmi les pays du Groupe des Sept (G7), ce qui témoigne du portefeuille important d'actifs financiers détenus. En raison des dépenses liées à la COVID-19, le ratio de la dette fédérale au PIB devrait augmenter de 31 % en 2019-2020, pour s'établir à 49 % en 2020-2021. Même en tenant compte de ces ajustements, le Canada devrait maintenir l'avantage que lui procure son faible niveau d'endettement.*

La détermination de la bénignité du niveau d'endettement des administrations publiques au Canada demeure pour nous problématique. Le Ministère se base d'abord ici sur

[2] La différence, 471 G $ – 142 G $ – 318 G $ = 11 G $, compte pour l'accroissement de la dette extérieure à un arrondi près.
[3] À 0,5 % d'intérêt, emprunter 1 M $ ne coûte que cinq mille dollars par année.

les ratios calculés par le Fonds monétaire international (FMI) dans le Tableau 1 : en 2019, le Canada était le pays le moins endetté du G7 avec un ratio dette nette/PIB de 26 %. Le ministère précise ensuite que le plan d'emprunt du Canada devrait faire croître ce ratio de 31 % à 49 %. Par ailleurs, selon Statistique Canada[4], la dette nette du gouvernement central en décembre 2019 s'élevait à 786 G $ et le PIB était de 2 336 $, soit un ratio un peu plus élevé de 786/2 336 = 34 %.

Tableau 1

Dette nette en pourcentage du PIB (2019)

Canada	Allemagne	Royaume-Uni	Moyenne du G7	France	États-Unis	Italie	Japon
26 %	**41 %**	**76 %**	**88 %**	**90 %**	**84 %**	**123 %**	**154 %**

Source : FMI (2020),Tableau A8, page 98.

Le ratio dette/PIB est important parce qu'il permet de juger si le niveau d'endettement des administrations publiques est « raisonnable ». Qu'en est-il de ce ratio ? Est-il de 26 %, 31 % ou 34 % ? Et considère-t-on la dette consolidée de toutes les administrations publiques – fédérale, provinciales et locales – comme le fait le FMI ou simplement le gouvernement fédéral comme le fait le Gouvernement du Canada ? Le Ministère des finances du Québec rapporte[5] que, en moyenne, la dette nette des provinces en proportion du PIB s'établissait à 30 %... Si la dette nette du fédéral équivaut à 31 % du PIB canadien et que celles des gouvernements des plus grandes provinces dépassent aussi 30 % de leurs PIB respectifs, comment est-il possible que le FMI obtienne un ratio de 26 % pour les dettes consolidées de toutes les administrations ?

Cet imbroglio dans les ratios est comme un puzzle en bois apparemment impossible à résoudre mais pourtant simple une fois qu'on en connaît la solution.

D'abord, tant le Gouvernement du Canada que le Gouvernement du Québec insistent sur les *déficits accumulés* plutôt que sur la *dette nette* dans leur rhétorique fiscale. Le ratio de la dette nette du Gouvernement du Canada sur le PIB est de 34 % mais seulement de 31 % une fois qu'on a soustrait la valeur des actifs non financiers du montant de la dette nette et qu'on ne considère que la « mauvaise » dette, soit les déficits accumulés, qui n'ont aucune contrepartie physique.

Ensuite, le FMI considère bien la dette nette consolidée de toutes les administrations publiques mais il exclut[6] dans son calcul les obligations du Gouvernement du Canada au titre

[4] Tableaux 10-10-0002-01 (dette du gouvernement central) et 36-10-0103-01 (PIB désaisonnalisé en termes de revenus aux prix du marché).
[5] Cf. MFQ (2020), p. G13.
[6] Cf. FMI (2020), page 80.

des régimes de retraite du secteur public et autres avantage futurs, de même que les actifs nets du Régime de pensions du Canada (RPC) et du Régime des rentes du Québec (RRQ).

Le receveur général du Canada évalue[7] le poids des obligations susmentionnées à 16 % du PIB, de sorte que soustraites à la dette nette du gouvernement central, celle-ci ne s'élève plus qu'à 34 % – 16 % = 18 % du PIB. Par ailleurs, le receveur estime que la dette nette consolidée des administrations provinciales, territoriales et locales correspond à 21 % du PIB et la valeur des actifs nets du RPC et du RRQ à 13 % du PIB. Au total, le poids de la dette nette des administrations publiques du Canada prise en compte par le FMI totalise alors

18 % + 21 % – 13 % = 26 % du PIB du Canada[8].

Que la dette nette du Canada, en excluant les obligations en matière de fonds de pension, soit la plus faible en proportion du PIB parmi les pays du G7 est un argument rhétorique invoqué dans les budgets du Canada sous la 42e législature pour justifier la stratégie de gestion de la dette du gouvernement (mais déjà invoqué dans la précédente)[9].

Trois objections à cet argument :

1. Le FMI considère l'endettement de l'ensemble des administrations publiques parce que c'est cet endettement total qui compte pour évaluer la capacité du secteur public à payer ses dettes. Or, le Canada est une fédération très décentralisée : la capacité d'endettement du pays est une ressource commune que s'arroge ici le gouvernement central.

2. Le FMI exclut de son calcul les obligations en matière de régimes de retraite parce qu'elles ne sont pas dûment prises en compte dans plusieurs pays où, par exemple, les retraites sont assurées par un régime *pay-as-you-go* sans prestations déterminées. Le Canada fait partie des quelques pays qui suivent les prescriptions du SNA 2008 qui commande cette prise en compte (FMI et al., 2009). Le FMI exclut ces obligations des comptes du Canada pour éviter que son endettement soit grossièrement surévalué par rapport à celui des autres pays. Mais, en termes absolus, c'est plutôt l'endettement des autres pays qui est sous-évalué. Les ratios du FMI indiquent que le Canada est moins endetté que les autres pays du G7 et non pas qu'il n'est que peu endetté.

3. Si la dette nette est la mesure à employer pour planifier le développement d'un pays, c'est la dette brute qui compte en temps de tempête financière. Dans le calcul précédent, si on réintègre les engagements pour les pensions, le ratio de la dette nette grimpe à 55 % et devrait atteindre 73 % puisque le gouvernement

[7] Cf. RGC (2017), page 30.
[8] Le RPC et le RRQ détiennent une large part des bons du trésor et des obligations canadiennes et provinciales (cf. le Tableau 2). Dans ce calcul, un bon ou une obligation compté comme une dette chez les administrations qui l'ont émis apparaît comme un actif dans le bilan du RPC ou du RRQ et se voit annulé une fois qu'on soustrait ces actifs du total.
[9] Cf. Joe Oliver (2015), p 441, (Morneau. William Francis, 2016, 2017, 2018, 2019), pp. 21, 311, 28 et 387.

fédéral compte ajouter cette année l'équivalent de 18 % du PIB à sa dette. Le ratio de la dette brute est bien sûr encore plus élevé[10].

Statistique Canada a publié l'an dernier un outil permettant d'identifier quels acteurs institutionnels détiennent la dette (brute) des administrations publiques. Grâce à cet outil, nous avons produit le Tableau 2 qui ventile cette dette par niveau de gouvernement (à gauche) et type d'actif financier (à droite). La colonne de gauche liste l'univers des acteurs institutionnels susceptibles de détenir cette dette. La seconde colonne donne la distribution de cette dette parmi ces acteurs. Au total, la dette au premier trimestre de 2020 s'élevait à 2,3 billions de dollars canadiens – soit l'équivalent du PIB – et elle était détenue à 28 % par des Fonds d'assurance et régimes de pension (notamment le RPC et le RRQ).

Dans les trois colonnes suivantes, nous distribuons cette dette parmi les niveaux de gouvernement (en colonnes) et les acheteurs (en lignes). Ainsi, les banques à charte canadiennes détiennent pour 104 G $ de titres émis par le gouvernement fédéral et 111 G $ de titres émis par les gouvernements provinciaux.

Dans les cinq colonnes de droite, la dette est distribuée en colonne selon le type d'actif financier. On note ainsi que les provinces ont pour 919 G $ d'obligations dont 214 G $ envers des non-résidents. Les diverses administrations publiques détiennent aussi des actifs financiers, notamment des actifs émis par les autres administrations : dans la seconde colonne, on voit que les administrations détiennent ensemble environ 10 % des effets qu'elles mettent sur le marché.

L'enjeu de la stratégie de la gestion de dette du gouvernement fédéral est de minimiser le risque de taux plus élevés lors de son refinancement. À l'évidence, cet enjeu est tout aussi pertinent pour les administrations des provinces. Dans cette éventualité, c'est le montant de la dette brute qui sera déterminant, pas celui de la dette nette : une hausse des taux affectera pleinement à la hausse les emprunts qui doivent être refinancés sans que cela ne soit compensé par une hausse des rendements des actifs financiers détenus. Ainsi, le Tableau 2 donne une meilleure illustration de l'enjeu face à risque que les rapports dette nette/PIB évoqués plus haut. Tant pour le gouvernement fédéral que pour l'ensemble des gouvernements provinciaux, on doit considérer une dette qui dépasse le billion de dollars, soit 2,3 billions ensemble : un montant égal au PIB canadien.

[10] Environ 100 %. Cf. la ventilation de la dette brute plus bas.

Tableau 2

Allocation de la dette brute des administrations publiques canadiennes (Q1, 2020, G $)*

		Émetteur			*Effet*				
Créancier	Part	**Fédéral**	**Provinces**	**Municipalités**	Bons du trésor	Obligations du Canada	Obligations provinciales	Assur.-vie et rentes	Autres
Entreprises	1%	18	10	2	13	3	4		12
B. du Canada	5%	103			26	78			0
Banques à charte	10%	104	111	9	29	73	106		16
Ass. et pension	28%	218	400	21	26	191	354	47	22
Fonds communs	7%	70	86	5	19	49	83		9
Pub. financières	2%	22	13	0	6	14	7		8
Fédéral	0%	6	0	2	0	6	0		2
Provinces	7%	44	79	43	15	28	52		71
Municipalités	1%	3	11	5	0	3	11		6
Sécurité sociale	2%	13	38	1		12	38		1
Ménages	16%	195	141	22	1	20	24	290	23
Non-résidents	21%	233	241	10	18	216	241		10
Total	**100 %**	**1 030***	**1 132**	**120**	**154**	**692**	**919**	**337**	**180**
			2 282				**2 282**		

* Entreprises = *Sociétés non financières* ; Banques à charte = *Banques à charte et quasi-banques* ; Fonds communs = *Total des autres institutions financières privées* ; Ass. et pension = *Fonds d'assurance et régimes de pension* ; Fonds communs = Pub. Financières = *Entreprises publiques financières* ; Municipalités = *Administrations publiques locales et autochtones* ; Sécurité sociale = *Caisse de sécurité sociale* ; Ménages = *Ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages* ; Bons du trésor = *Effets à court terme du Gouvernement du Canada* ; Obligations provinciales = *Obligations des administrations publiques provinciales, territoriales et locales* ; Autres = *Crédits à la consommation, crédits non-hypothécaires, créances des administrations publiques*.
** Inclut une créance de 458 M $ de la Caisse de sécurité sociale aux entreprises publiques financières.

Source : Statistique Canada, Comptes financiers sur une base de qui à qui, premier trimestre 2020 (SC, 2020).

Depuis son élection en 2015, le gouvernement du Parti libéral du Canada poursuit une politique budgétaire déficitaire pour mener de grands projets[11]. Selon cette perspective, il est raisonnable de mettre l'accent sur la gestion de la dette nette mais une *crise* financière concerne toujours une dette brute. Les ratios d'endettement publié par le FMI ne prennent pas en compte les obligations des gouvernements en matière de régimes de pension et ne devraient pas être considérés pour évaluer l'endettement réel des administrations au pays[12]. Il est inapproprié pour le gouvernement fédéral d'invoquer le faible endettement relatif des administrations publiques *consolidées* pour justifier un accroissement unilatéral de l'endettement du gouvernement central.

[11] Le déficit fédéral a été de 1 G $ en 2015-2016, 19 G $ en 2016-2017 et 2017-2108 et de 14 G $ en 2018-2019 (RGC, 2017, 2018, 2019). À la suite du choc de la pandémie, on prévoit un déficit de 343 G $ (Mélanie Marquis, 2020).
[12] De fait, nous ne pensons pas que les gouvernements aient péché de ce côté mais les ratios du FMI peuvent porter à confusion dans le discours public en général.

La politique de la Banque du Canada

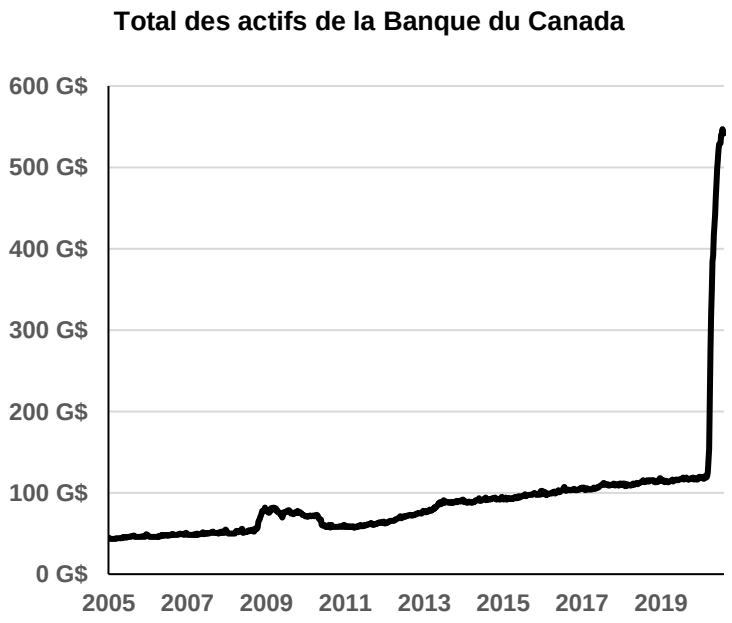
La Banque du Canada est responsable de la politique monétaire, de l'émission de la monnaie, de la surveillance des marchés financiers et de la gestion de la dette intérieure du gouvernement fédéral. En réponse à la pandémie, une des premières actions de la Banque du Canada a été de baisser son taux directeur à 0,25%, niveau où il demeure depuis, et d'annoncer publiquement que ce taux demeurerait bas jusqu'à ce que l'économie se rétablisse. Cette première mesure monétaire contribue à maintenir bas les coûts de financement du gouvernement fédéral et des emprunteurs privés.

Au moment même où les besoins de financement du gouvernement fédéral explosaient, la Banque du Canada a accru ses efforts en matière de surveillance des marchés financiers et de gestion de la dette intérieure du Canada pour contenir les fortes turbulences provoquées par la pandémie sur les marchés financiers. Ces interventions sont motivées par deux objectifs liés mais distincts :

1. à court terme, assurer que les millions de transactions financières quotidiennes effectuées sur les marchés financiers puissent être réalisées normalement ;
2. à plus long terme, faciliter le financement de la dette du gouvernement canadien.

Pour atteindre ces objectifs, la Banque du Canada a accéléré ses achats de toute une variété d'actifs canadiens dans la seconde moitié du mois de mars 2020. Depuis, en un peu plus de quatre mois, son bilan a gonflé de 120 G $ à 547 G $. C'est une intervention directe sans précédent à côté de laquelle sa réponse lors de la crise financière de 2009 paraît homéopathique (Figure 2).

Figure 2



Source : Banque du Canada (BDC, 2020a).

Cette hausse spectaculaire de 427 G $ se ventile en quatre grandes composantes (Cf. Figure 3) :

1. Entre le début de l'année et la fin de juillet, sa détention de Bons du trésor du gouvernement fédéral est passée de 26 G $ à 140 G $.

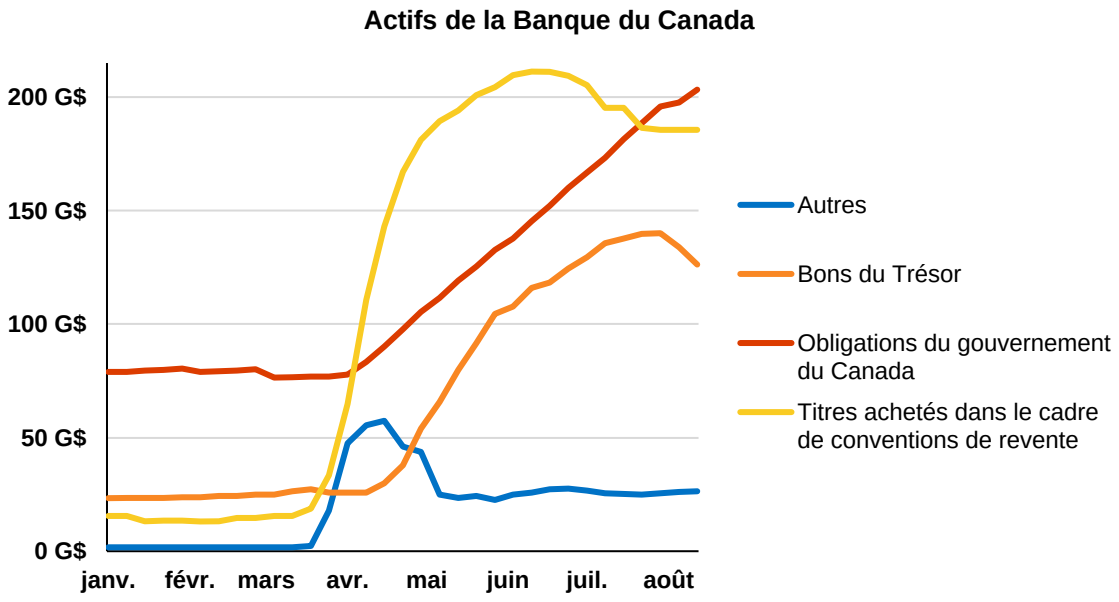
2. Pendant la même période, sa détention d'obligations du gouvernement du Canada est passée de 83 G $ à 189 G $ (en date du 12 août, elle atteint 203 G $).

3. La Banque a accru ses opérations de *prises en pension*, par lesquelles elle fournit des liquidités aux institutions financières en conservant en garantie des titres variés qu'elles possèdent. Au bilan de la Banque, le montant des « titres achetés dans le cadre de conventions de revente » est ainsi passé de 15 G $ à 209 G $ entre le 11 mars et le 24 avril (en date du 12 août, la Banque a réduit ses prises en pension à 186 G $).

4. Enfin, la Banque a acheté toute une série d'actifs rapportés ici sous la rubrique « Autres ». Avant décembre 2018, cette rubrique ne comprenait que des avances et d'autres actifs divers pour un montant total ne dépassant pas 1,4 G $. En 109, la banque a pris pour 500 M $ d'obligations hypothécaires du Canada. Depuis le 18 mars, cette position a grimpé à 8,3 G$. Se sont ajoutés des positions de 7,4 G$ sur le marché monétaire des provinces, 7,5 G $ en obligations provinciales et 141 M$ en obligations de sociétés. Au milieu d'avril, la Banque a détenu près de 40 G $ en acceptations bancaires

et 3 G$ en papier commercial dont elle s'est délestée en juillet. Ces actions visaient essentiellement à rassurer les acteurs priver et garantir la stabilité et la liquidité dans plusieurs marchés financiers fragilisés au plus fort de la crise en mars et avril de cette année.

Figure 3



Source : Banque du Canada.

La réponse de la Banque du Canada au choc fiscal et financier créé par la pandémie a donc été rapide et importante. Les interventions sur des marchés spécifiques, tels que les achats d'actifs sur les marchés monétaires et obligataires provinciaux (point 4 plus haut), sont liées à l'objectif de stabilisation des marchés financiers pendant la crise et visent à assurer le bon fonctionnement de ceux-ci. Dans la mesure où les marchés financiers sont maintenant stabilisés, on peut s'attendre à ce que l'importance de ces interventions décline dans les prochains mois. C'est également le cas pour les prises en pension (titres achetés dans le cadre de convention de revente), qui visaient à rassurer les acteurs privés et maintenir la liquidité des marchés au plus fort de la crise ; ces éléments de bilan ont déjà commencé à décliner (Figure 3).

La Banque du Canada a toutefois annoncé qu'elle continuera d'acheter des actifs de long terme émis par le gouvernement fédéral de manière soutenue et régulière (à la hauteur de 5 G $ par semaine au minimum) dans les mois à venir ; ces actions devraient contribuer à maintenir bas les coûts de financement public et privé.

La Figure 4 illustre l'évolution du taux de rendement pour les obligations canadiennes à échéance de moyen-long terme (5-10 ans). Les interventions de la Banque du Canada – l'abaissement du taux directeur et les interventions directes sur le marché de la dette – ont

maintenu sinon amélioré la capacité du gouvernement fédéral à se financer : les taux de rendement consentis sur ces obligations atteignent actuellement un plancher historique. De plus, les statistiques liées à l'adjudication hebdomadaire de la dette fédérale (une responsabilité de la Banque du Canada) indiquent que la nouvelle dette émise continue de trouver preneur parmi les acheteurs privés et les indicateurs techniques tels que les ratios de couverture de ces enchères – un signal de la force de la demande de dette relativement à l'offre – continuent de se maintenir à des niveaux satisfaisants. Dans l'ensemble, le gouvernement fédéral ne semble pas jusqu'ici connaître de difficulté à financer la hausse très importante de son endettement.

Figure 4

Rendements moyens des obligations négociables du gouvernement canadien de 5 à 10 ans depuis août 2019

Source : Banque du Canada (BDC, 2020b).

Sur un horizon plus éloigné toutefois, la conjoncture récente et les interventions de la Banque pourraient avoir des effets délétères sur la capacité de financement des gouvernements fédéraux et provinciaux. D'une part, en rendant la production de plusieurs types de biens et services plus difficiles, les mesures sanitaires récentes ont augmenté les coûts de production des entreprises, ce qui pourrait accélérer l'inflation. Bien que la Banque du Canada juge actuellement ce risque plutôt faible, la Banque devrait alors hausser les taux d'intérêt pour contrôler l'inflation, à un bien mauvais moment pour les gouvernements.

D'autre part, les agences de cotation qui jugent du risque associé à la dette du gouvernement fédéral ont annoncé des révisions possibles de ce jugement, ce qui pourrait refroidir les ardeurs des prêteurs potentiels, notamment étrangers.

Finalement, les allégements réglementaires consentis par le gouvernement et le BSIF, notamment à propos de la capitalisation des banques, auront comme effet de modifier, modestement mais à la hausse, la possibilité de déséquilibres ou de dérèglements importants sur les marchés financiers ; déséquilibres qui, s'ils survenaient, trouveraient les autorités monétaires moins bien préparées à faire face à une autre crise.

CONCLUSION

La première vague du coronavirus est passée et ses effets, tant sanitaires qu'économiques, se sont fait durement sentir. Les actions du gouvernement fédéral, de la Banque du Canada et des autres agences fédérales, ont permis de contenir les conséquences macroéconomiques de cette première vague : le revenu disponible des canadiens a été soutenu, le tissu industriel a été largement maintenu et les marchés financiers se sont remis des épisodes de fluctuations exacerbées ayant caractérisé les mois de mars et d'avril.

Des nuages planent toutefois sur l'avenir économique. La capacité d'endettement du gouvernement fédéral n'est pas illimitée et puisqu'il puise dans la même eau, l'endettement du fédéral affecte indirectement la capacité d'endettement des autres administrations publiques au pays. Sommes-nous au début d'un nouveau cycle haussier de déficits persistants ? L'expérience des années soixante à quatre-vingt nous enseigne qu'un tel cycle aurait un impact important sur la capacité des gouvernements futurs à accomplir leurs missions.

Pour les provinces, la volonté affichée du gouvernement fédéral d'exploiter toute la marge d'endettement des administrations publiques est inquiétante. On sait combien le partage des revenus fiscaux entre les deux paliers de gouvernement dans la fédération est contentieuse : elle devrait l'être tout autant à l'égard de l'endettement qui ne représente jamais qu'une actualisation des revenus fiscaux futurs.

RÉFÉRENCES

BDC (2020a), « Actif et passif de la Banque du Canada : Données hebdomadaires (anciennement B2) », Banque du Canada, https://www.banqueducanada.ca/taux/statistiques-bancaires-et-financieres/actif-et-passif-de-la-banque-du-canada-donnees-hebdomadaires-anciennement-b2/.

____ **(**2020b), « Rendements des obligations », Banque du Canada, https://www.banqueducanada.ca/taux/taux-dinteret/rendements-des-obligations-recherche-dix-dernieres-annees/?lookupPage=lookup_bond_yields_fr.php&startRange=2010-08-14&rangeType=dates&dFrom=2019-08-14&dTo=2020-08-14&rangeValue=1&rangeWeeklyValue=1&rangeMonthlyValue=1&series%5B%5D=LOOKUPS_V39061&submit_button=Submit.

BSIF (2020), « La réserve pour stabilité intérieure – à l'appui de la résilience du système bancaire canadien », Bureau du surintendant des institutions financières, https://www.osfi-bsif.gc.ca/fra/fi-if/in-ai/Pages/dsb-bk.aspx.

FMI (2020), « Fiscal Monitor: Policies to Support People During the COVID-19 Pandemic », Fond monétaire international.

FMI; OCDE; Nations unies; Banque mondiale et Commission européenne (2009), « System of National Accounts 2008 », New York.

Francis, Morneau. William (2016), « Assurer la croissance de la classe moyenne », Ministère des Finances du Canada.

____ **(**2017), « Bâtir une classe moyenne forte, budget 2017 », Ministère des Finances du Canada.

____ **(**2018), « Égalité + croissance, Une classe moyenne forte », Ministère des Finances du Canada.

____ **(**2019), « Investir dans la classe moyenne, le budget de 2019 », Ministère des Finances du Canada.

Marquis, Mélanie (2020), « Le déficit fédéral explose à 343,2 milliards », *La Presse*, 8 juillet 2020.

MDF (2020a), « Plan d'intervention économique du Canada pour répondre à la COVID-19 – Aperçu », Ministère des Finances du Canada, https://www.canada.ca/fr/ministere-finances/plan-intervention-economique/sommaire-des-mesures-financieres.html.

____ **(**2020b), « Stratégie de gestion de la dette de 2020-2021 », Ministère des Finances du Canada, https://www.canada.ca/fr/ministere-finances/services/publications/portrait-economique-budgetaire/strategie-gestion-dette-2020-2021.html.

MFQ (2020), « Votre avenir, votre budget, plan budgétaire 2020-2021 », Ministère des Finances, Gouvernement du Québec.

Oliver, Joe (2015), « Un leadership fort, un budget équilibré et un plan axé sur des impôts bas pour favoriser l'emploi, la croissance et la sécurité », Ministère des Finances du Canada.

RGC (2017), « Comptes publics du Canada 2017 », R. g. d. Canada, *Revue et états financiers consolidés.* Ministre des Services publics et Approvisionnement.

____ **(**2018), « Comptes publics du Canada 2018 », R. g. d. Canada, *Revue et états financiers consolidés.* Ministre des Services publics et Approvisionnement.

____ **(**2019), « Comptes publics du Canada 2019 », R. g. d. Canada, *Revue et états financiers consolidés.* Ministre des Services publics et Approvisionnement.

SC (2020), « Comptes financiers sur une base de qui à qui, premier trimestre 2020 », Statistique Canada, https://www150.statcan.gc.ca/n1/pub/71-607-x/71-607-x2018015-fra.htm.