

École de politique appliquée
Faculté des lettres et sciences humaines
Université de Sherbrooke

**Dettes publiques, notation financière et nationalisme:
le cas de la province de Québec de 1970 à 2012.**

Par Alexandre Millette

Mémoire de recherche
Sous la direction du professeur Mathieu Arès
Dans le cadre de l'activité GEP 850

Sherbrooke
10 novembre 2014

Résumé

Ce mémoire traite des diverses agences de notation et de l'importance qu'elles accordent aux fluctuations du nationalisme dans l'émission des cotes de crédit du Québec de 1970 à 2012. Plus spécifiquement, il a pour objectif de traiter de la situation des finances publiques du Québec, de démystifier le rôle de la notation financière et de déterminer si le nationalisme québécois est une variable spécifique prépondérante dans le processus d'évaluation des agences de notation. L'analyse statistique occupe une portion importante de la démonstration. Ce faisant, il est possible d'établir des modèles, voire des préférences méthodologiques, pour chacune des agences de notation à l'étude dans ce document. Les résultats de cette recherche démontrent que le nationalisme québécois n'est pas une variable spécifique prépondérante dans l'évaluation des agences de notation à l'endroit du Québec mais que ce sont plutôt les facteurs institutionnels et fiscaux qui vont primer lors de l'émission des cotes de crédit.

Remerciements

Avant de poursuivre avec la présentation du mémoire, je tiens à remercier certaines personnes qui ont été présentes tout au long de ce cheminement.

Tout d'abord, je souhaite remercier chaleureusement mon directeur Mathieu Arès, professeur à l'École de politique appliquée de l'Université de Sherbrooke, pour son soutien, sa disponibilité, ses précieux conseils et sa patience. Son encadrement constructif, tant sur le fond et la forme du texte, a mené à l'aboutissement de ce mémoire. Merci d'avoir accepté de superviser ce projet de recherche, de m'avoir fait confiance et de m'avoir initié au monde de la recherche et de l'enseignement.

Je souhaiterais également remercier le professeur Jean-Herman Guay d'avoir accepté le rôle de lecteur pour ce mémoire mais également pour les nombreuses consultations et suggestions concernant l'analyse statistique. Merci de l'intérêt démontré envers ce projet de recherche et d'avoir partagé votre temps.

Je tiens aussi à remercier Khalid Adnane pour son expertise ainsi que la professeure Isabelle Lacroix pour avoir accepté le rôle de lectrice afin de compléter le jury d'évaluation de ce mémoire.

Finalement, j'aimerais remercier mes amis et ma famille pour m'avoir soutenu durant la réalisation de ce mémoire, tout particulièrement mes parents et Chloé qui ont toujours été là pour moi.

Table des matières

Résumé	ii
Remerciements	iii
Introduction	1
Chapitre 1: le Québec est-il en crise?	6
1.1 Problématique: le nationalisme, une variable prépondérante?	6
1.2 Pertinence politique du problème: une évaluation intrinsèque.....	7
1.3 Revue de la littérature: présentation des écoles de pensée	9
1.3.1 Marxisme: une dette illégitime	9
1.3.2 École de la régulation : un regard historique sur le présent.....	10
1.3.3 Le keynésianisme: à long terme, nous serons tous morts	11
1.3.4 École du choix public: le démantèlement de l'État-providence	12
1.3.5 Innovation institutionnelle: nationaliser pour le bien commun	14
1.3.6 Réforme institutionnelle : vers une notation plus transparente.....	16
1.3.7 Statisme institutionnel : un problème de conceptions	17
1.4 Question générale : l'évaluation des agences craint-elle le nationalisme québécois?	19
1.5 Lacune analytique : évaluation du risque des États fédérés au sein du Canada	20
1.6 Objectifs poursuivis : un triptyque ambitieux	21
1.7 Approches théoriques privilégiées : synthèse de l'école keynésienne et du choix public ...	21
1.8 Postulats de base : des questionnements en suspens	24
1.9 Cadre analytique : mise en application du cadre théorique	25
1.10 Rappel théorique et analytique : retours sur les éléments clés	28
Chapitre 2 : La situation des finances publiques au Québec	30
2.1 Les finances publiques au Québec : définition, historique et débat méthodologique.....	31
2.1.1 Qu'est-ce qu'une dette?	31
2.1.2 La dette du gouvernement du Québec	33
2.2 Réduction de l'endettement public : le paradoxe orthodoxe.....	44
2.3 Conclusion : la gestion des chocs externes.....	45
Chapitre 3 : Exploration des rouages de la notation financière	47
3.1 La notation financière souveraine contemporaine :.....	48
3.2 La notation financière : solvabilité, indépendance et diffusion de l'information	55
3.3 Reproches faits aux agences de notation	56

3.4 Conclusion.....	59
Chapitre 4 — Le nationalisme québécois : variable spécifique prépondérante dans l'évaluation des cotes de crédit du Québec.....	62
4.1 Le nationalisme québécois : définition et évolution.....	63
4.2 La dette du gouvernement du Québec : bilans fiscaux de l'alternance au pouvoir.....	67
4.3 Évolution des cotes de crédit du Québec : doit-on blâmer le nationalisme ou la gouvernance?.....	71
4.3.1 Standard & Poor's.....	74
4.3.2 Moody's	80
4.3.3 Fitch Ratings.....	86
4.3.4 Dominion Bond Rating Service.....	87
4.4 Conclusion.....	95
Conclusion.....	97
Bibliographie	100

Introduction

Acteurs incontournables de la globalisation financière, les agences de notation de crédit occupent un créneau bien particulier, celui de la diffusion de l'information sous forme d'opinion indépendante¹. Plus précisément, les agences de notation représentent leurs opinions sous forme de cote de crédit pour évaluer le risque de défaut de paiement d'une dette². Les diverses échelles utilisées par les agences préconisent un classement alphabétique catégorisant ainsi l'évaluation du risque de défaut de paiement à court terme et à long terme³.

Conséquemment, les récents déboires de certains pays concernant la crise des dettes souveraines réaffirment une fois de plus l'importance que les États doivent accorder à la notation financière. Les États fédérés ne font pas exception. Le gouvernement québécois doit composer avec une nouvelle réalité, celle de plaire aux exigences des agences de notation.

Parmi les variables de prédilection mentionnées dans les guides méthodologiques de ces dernières en ce qui a trait à la notation souveraine, on retrouve une section concernant les finances publiques. Concrètement, les évaluations des agences de notation peuvent affecter les taux d'intérêt que payent les États pour soutenir leur fardeau fiscal. Plus le risque de défaut est faible, plus les taux d'intérêt seront favorables et inversement⁴.

En mars 2010, Finances Québec procède au dépôt du document *La dette du gouvernement du Québec*⁵. En utilisant la méthodologie de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), la dette publique du Québec, en 2009, correspond à 285,5 milliards de dollars, soit 94,5 % du Produit intérieur brut (PIB), ce qui classerait le Québec au cinquième rang mondial des administrations publiques les plus endettées⁶. Toutefois, dans ce même rapport, les trois principales agences de notation,

¹Éric PAGET-BLANC et Nicolas PAINVIN. *La notation financière. Rôle des agences et méthodes de notation*, Belgique, DUNOD, 2007, p. 7-9.

² *Ibid.* p. 8 et 21.

³ *Loc. cit.* p. 21.

⁴ Norbert GAILLARD. *Les agences de notation*, Paris, La Découverte, 2010, p. 17.

⁵ Finances Québec. « La dette du gouvernement du Québec », *Gouvernement du Québec*, mars 2010, 42 p.

⁶ *Ibid.* p. 31.

soit *Moody's*, *Standard & Poor's* et *Fitch Ratings*, évaluent la capacité du Québec à payer les intérêts et à rembourser l'emprunt entre élevée et très élevée⁷.

Le rapport aborde également la dette nette du Québec, c'est-à-dire la dette publique à laquelle on soustrait les actifs financiers des administrations publiques⁸. Toujours en employant la méthodologie de l'OCDE, Finances Québec évalue la dette nette du Québec, en 2009, à 169 milliards de dollars, soit 55,9 % du PIB⁹, classant une fois de plus le Québec cinquième au niveau mondial. En ce qui concerne la notation financière des trois principales agences, celle-ci demeure inchangée.

Par ailleurs, dans un article de *La Presse* du 28 juillet 2011, soit approximativement un an après la publication de Finances Québec, on mentionne que le Québec possède la pire cote de crédit émise par les trois grandes agences de notation parmi l'ensemble des provinces canadiennes¹⁰.

Il devient donc primordial pour le gouvernement du Québec de remédier à cette situation de façon préventive. En effet, la crise européenne, particulièrement la crise grecque, démontre l'importance des agences de notation dans l'obtention de capital afin de financer le déficit et la dette. Obtenir une note optimale de la part des agences de notation permet notamment d'acquérir de meilleurs taux d'intérêt lors de l'émission des bons gouvernementaux. Par le fait même, les cotes de crédit de qualité supérieure jouissent de la confiance des investisseurs. Préférentiellement, les États recherchent l'obtention de capitaux nationaux puisque l'endettement s'effectue en devise locale ce qui minimise les risques externes attribuables aux taux de change. Toutefois, le recours aux capitaux internationaux, qui sont soumis à la volatilité des marchés, peut s'avérer nécessaire advenant une diminution ou un manquement de l'offre des capitaux nationaux.

Que ce soit en matière de dette publique ou de dette nette, la méthodologie utilisée par l'OCDE place le Québec dans le peloton de tête en ce qui a trait à l'endettement. Le poids

⁷ *Ibid.* p. 32.

⁸ *Ibid.* p. 33.

⁹ *Ibid.* p. 34.

¹⁰ Vincent BROUSSEAU-POULIOT. *Le Québec cancre d'une classe surdouée*, La Presse, 28 juillet 2011, [en ligne], <http://affaires.lapresse.ca/economie/quebec/201107/28/01-4421562-dette-le-quebec-cancre-dune-classe-surdouee.php> (Page consultée le 20 février 2013).

de la dette publique québécoise est une des préoccupations primaires des administrations québécoises. Pour preuve, le gouvernement de Lucien Bouchard a entériné la *Loi sur l'élimination du déficit et de l'équilibre budgétaire*¹¹ en 1996. Par la suite, la 37^e législature du Québec vote la *Loi sur la réduction de la dette*¹² le 15 juin 2006. De même, le gouvernement libéral de Jean Charest en profite afin d'instaurer le Fonds des générations. Ce dernier a pour objectif de réduire le fardeau fiscal du Québec pour les générations subséquentes¹³. Depuis maintenant près de deux décennies, la dette publique préoccupe activement les décideurs québécois, autant dans les girones souverainiste que fédéraliste.

De plus, la vie politique québécoise est caractérisée par une dialectique spécifique. Depuis les Rébellions des Patriotes de 1837-1838, la mouvance politique québécoise est sporadiquement teintée par le désir d'émancipation de son statut d'État fédéré pour devenir un État à part entière. En ce qui concerne la période qui nous intéresse, soit de 1970 à 2012, le désir d'indépendance se cristallise principalement à travers le Parti québécois (PQ). On peut observer une alternance entre le PQ et le Parti libéral du Québec (PLQ) à partir de 1970 jusqu'en 2012. Cet élément permettra d'observer la gestion des finances publiques, notamment en ce qui concerne l'évolution de la dette publique selon l'allégeance partisane, mais également d'analyser l'impact de la présence d'un parti souverainiste au pouvoir en ce qui concerne la notation financière à l'aide de variables spécifiques s'apparentant à la notion de nationalisme.

De type exploratoire, le projet de mémoire présenté ci-contre se divise en quatre chapitres. Le premier chapitre correspond à l'aspect méthodologique et englobera le cadre théorique et analytique. On y établira diverses problématiques qui seront récurrentes tout au long de ce mémoire. Certaines écoles de pensée seront abordées pour ensuite sélectionner celles qui deviendront les lignes directrices de cette recherche. Suite à cela, on émettra une question générale et une hypothèse de recherche. Pour tenter de valider ou

¹¹ Assemblée nationale. *Loi sur l'élimination du déficit et de l'équilibre budgétaire*, Gazette officielle du Québec, 22 janvier 1997, 129^e année, n° 3, [en ligne], <http://www2.publicationsduquebec.gouv.qc.ca/dynamicSearch/telecharge.php?type=5&file=1996C55F.PDF> (Page consultée le 2 mars 2013).

¹² Finances Québec. *Le Fonds des générations*, Gouvernement du Québec, [en ligne], <http://www.budget.finances.gouv.qc.ca/fondsdesgenerations/> (Page consultée le 4 mars 2013).

¹³ *Loc. cit.*

d'infirmar l'hypothèse émanant de cette section, le recours à des bases de données statistiques gouvernementales et privées sera essentiel. Ces informations seront présentés sous la forme de tableaux et de graphiques pour étayer l'argumentaire.

Le second chapitre sera consacré à la situation des finances publiques au Québec. Dans un premier temps, une définition de ce qui constitue une dette sera proposée pour appuyer le choix d'utiliser la dette du gouvernement du Québec comme référence dans ce mémoire. Dans un deuxième temps, une portion de l'analyse sera réservée à l'évolution de la dette du gouvernement du Québec dans les limites de notre cadre spatio-temporel. Dans un troisième temps, la réduction de l'endettement public sera examinée à travers le paradoxe orthodoxe. Finalement, la question des chocs externes sera traitée en guise de transition vers le prochain chapitre.

Le troisième chapitre traitera des rouages de la notation financière. Un bref historique de l'évolution de la notation financière souveraine contemporaine sera réalisé. Une section s'attardera aux rôles que les agences de notation jouent dans le système financier international. Par la suite, les reproches faits envers ces acteurs financiers seront traités. En guise de conclusion, les cotes de crédit attribuées au Québec par les agences de notation à l'étude dans ce mémoire, soit *Standard & Poor's*, *Moody's*, *Fitch Ratings* et *Dominion Bond Rating Service* (DBRS), seront étayées.

Le dernier chapitre aborde l'aspect du nationalisme québécois comme variable spécifique dans l'évaluation des agences de notation. Premièrement, une définition du nationalisme et un parcours de son évolution seront effectués. Deuxièmement, les bilans fiscaux de l'alternance au pouvoir entre le PQ et le PLQ seront dressés afin d'établir des tendances. Troisièmement, l'évolution des cotes de crédit du Québec sera confrontée aux variables présélectionnées tributaires du nationalisme et des finances publiques pour chacune des agences de notation à l'étude dans ce mémoire. Finalement, un tableau synthèse sera présenté quand à la prédominance des variables dans l'évaluation des diverses agences de notation.

Ultimement, un résumé des diverses sections de ce mémoire sera présenté permettant de confirmer ou d'infirmer l'hypothèse de départ. En guise d'ouverture, certaines pistes de réflexion seront offertes en ce qui a trait à la notation financière de la province de Québec.

Chapitre 1: le Québec est-il en crise?

Depuis l'avènement de la crise des *subprimes* en 2007, les agences de notation ont vu leur couverture médiatique décuplée. À tort ou à raison, certains experts vont jusqu'à clamer qu'elles ont joué un rôle central dans le déclenchement de cette crise, notamment à travers l'évaluation d'innovations financières, telles que la titrisation, qui a mené à la faillite de *Lehman Brothers*, un fleuron du système bancaire américain¹⁴. Le premier chapitre sera consacré à l'élaboration du cadre théorique et analytique. Le principal objectif poursuivi par l'étayement de cette démarche est de mettre en perspective l'objet de recherche à travers différents courants théoriques afin d'exprimer les choix qui ont été effectués durant la rédaction de ce mémoire.

Comme on peut le constater avec la crise grecque qui menace la stabilité de la zone monétaire européenne, ce ne sont plus uniquement les entreprises privées qui subissent les contrecoups brutaux des évaluations, mais également les États souverains. C'est donc dire que le régulateur peut maintenant se retrouver pris au piège dans le système qu'il a lui-même contribué à édifier.

1.1 Problématique: le nationalisme, une variable prépondérante?

Le questionnement relatif aux finances publiques fait émerger une nouvelle préoccupation en ce qui a trait aux impacts des agences de notation sur les États souverains, mais également sur les États fédérés comme le Québec. Il devient alors pertinent de s'interroger sur les causes liées à une augmentation de la cote de crédit ou encore sur les raisons qui sous-tendent une dégradation de celle-ci, ainsi que sur les conséquences envisageables advenant l'un ou l'autre de ces scénarios, tout en soulignant que le *statu quo*, ou encore une missive mentionnant des projections positives ou négatives peut également s'avérer une option de contingence.

Par ailleurs, on doit envisager l'impact de la dette publique dans le processus d'évaluation des agences de notation puisque ces dernières évaluent le risque de défaut de paiement. Au Québec, la question des finances publiques est âprement disputée, autant par les

¹⁴ Grégory RAYMOND. *Chute de Lehman Brothers: Tout ce que vous devez savoir sur ce qu'il s'est passé depuis*, Le Huffington Post, [en ligne], http://www.huffingtonpost.fr/2012/09/14/lehman-brothers-crise-subprimes-grece-fed-bce-euro_n_1884756.html (Page consultée le 13 juin 2013).

érudits que par l'ensemble de la population, sans pouvoir en arriver à un consensus. Évidemment, cette situation d'ambiguïté concernant la notion de dette n'est pas exclusive au Québec. L'objectif de ce mémoire n'est d'ailleurs pas de clore ce débat, mais plutôt d'en présenter une vision qui concordera avec celle des agences de notation.

Dans le cas du Québec, une variable spécifique peut être susceptible de faire varier l'appréciation des agences de notation. Celle-ci relève de la dualité intrinsèque de la vie politique québécoise, c'est-à-dire la question du fédéralisme versus la question du nationalisme. Pour certains investisseurs ou observateurs, la souveraineté du Québec peut être perçue comme un événement troublant, venant rompre la dynamique de stabilité qui est actuellement à l'œuvre.

Historiquement, on peut affirmer que le désir d'indépendance du peuple québécois crée un certain malaise dans l'*establishment* de la finance. Citons en exemple le discours de René Lévesque devant l'*Economic Club of New York* de 1977¹⁵. Durant cette allocution, le chef du Parti québécois tentera de rassurer les investisseurs, de même que les bailleurs de fonds, que la souveraineté du Québec n'affectera pas les projections économiques. C'est donc dire que, même avant le premier référendum, la simple présence d'un parti souverainiste préoccupait les investisseurs, voire les bailleurs de fonds. Il semble donc pertinent de s'interroger quant à la place occupée par le nationalisme dans l'évaluation des agences de notation.

1.2 Pertinence politique du problème: une évaluation intrinsèque

Bien que le Québec soit un État fédéré, la prédominance des questionnements relatifs à la notation financière demeure fondamentale puisque les agences de notation sont des acteurs centraux dans le système financier international étant donné la place prédominante qu'elles occupent actuellement, à tort ou à raison, dans le système financier international.

¹⁵ René LÉVESQUE. *Québec: Good Neighbour in Transition*, Ministère des Relations internationales, Francophonie et Commerce extérieur, [en ligne], http://www.mrifce.gouv.qc.ca/document/spdi/fonddoc/FDOC_alloc_1574_19770125_levesque-rene.htm (Page consultée le 14 juin 2013).

Premièrement, les États ne paient que rarement les évaluations faites par les agences de notation¹⁶. Comme la vaste majorité des évaluations souveraines ne sont pas faites sur demande, mais plutôt intrinsèquement, le gouvernement du Québec doit prendre en compte certains critères en administrant la province.

Deuxièmement, le Québec est évalué indépendamment du Canada en ce qui concerne sa cote de crédit. Une saine gestion des deniers publics demeure, généralement, une priorité pour chaque législature afin d'obtenir les meilleurs taux d'intérêt lors d'émission de bons du Trésor du Québec. Bien entendu, des situations particulières, par exemple une guerre, un désastre naturel ou encore une crise économique, pour ne nommer que ceux-ci, peuvent influencer la gestion gouvernementale.

Troisièmement, comme on l'a mentionné en introduction, la dette du Québec occupe une place prépondérante dans le débat public. Comme la notation financière affecte implicitement les taux d'intérêt, il devient primordial d'approfondir cette composante dans cette analyse. Il faut donc bien distinguer les avantages, par exemple un effet de levier en temps de marasme économique, et les inconvénients, c'est-à-dire une évaluation plus ferme de la part des agences de notation, lors du recours à l'endettement¹⁷.

Quatrièmement, le prestige du triple A canadien et la Banque centrale du Canada permettent au gouvernement du Québec d'avoir implicitement deux garanties supplémentaires lors de l'émission des cotes de crédit. Indirectement, la réduction du risque par l'intermédiaire de ces deux organes, permettrait au Québec d'obtenir une évaluation plus souple de la part des agences de notation ainsi que des taux d'intérêt préférentiels sur les bons du Trésor émis par la législature québécoise. Le gouvernement fédéral, à travers la Banque du Canada, se porte en quelque sorte garant de la stabilité financière des législatures provinciales, c'est-à-dire qu'il peut agir à titre de prêteur de dernier ressort¹⁸. Cela est d'autant plus envisageable puisque le Canada appartient à un club très sélect, celui des pays cotés triple A, la meilleure cote de crédit attribuable. Par

¹⁶ Samuel DIDIER et Nicolas WEILL. *Les dessous du triple A. Agences de notation: récit de l'intérieur*, Montreuil, Omniscience, 2012, p. 102.

¹⁷ *Ibid.* p. 59.

¹⁸ Fred DANIEL *et al.* *La Banque du Canada, prêteur de dernier ressort*, Banque du Canada, [en ligne], <http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2010/06/daniel-f.pdf> (Page consultée le 24 août 2013).

conséquent, il convient de se questionner quant à la prépondérance d'une variable spécifique, comme le nationalisme, en ce qui a trait à l'évaluation des cotes de crédit du Québec.

Pour toutes ces raisons, il est envisageable de croire que l'objet à l'étude est pertinent dans l'avancement cognitif des sciences politiques. Il permettra d'améliorer les connaissances à la fois sur la dette publique et le nationalisme québécois ainsi que sur la stabilité financière des États fédérés. D'autres pistes de réflexion auraient pu être intéressantes à poursuivre, néanmoins il est préférable de circonscrire les limites de ce mémoire.

1.3 Revue de la littérature: présentation des écoles de pensée

Pour ce faire, une recension des diverses approches théoriques professées dans la communauté scientifique est effectuée. Quatre courants épistémologiques seront approfondis pour étayer la notion de dette: le marxisme, l'école de la régulation, le keynésianisme ainsi que l'école du choix public. Par la suite, les approches théoriques relatives aux agences de notation seront scindées en trois catégories: l'innovation institutionnelle, la réforme institutionnelle et le statisme institutionnel¹⁹.

1.3.1 Marxisme: une dette illégitime

Cette école de pensée rejoint les écrits de Marx et Engels, principalement ceux émanant du *Manifeste du Parti communiste*²⁰ et du livre *Le Capital*²¹. Au sein de cette vision, on retrouve l'incessante lutte des classes entre le prolétariat et la bourgeoisie. Marx et Engels définissent la bourgeoisie comme ayant: « [...] remplacé l'exploitation déguisée sous les illusions religieuses et politiques par l'exploitation ouverte, cynique, directe, brutale »²². La vision marxiste propose donc une dualité entre les exploitants et les exploités.

Trois éléments centraux soutiennent l'idéologie marxiste quant à la notion de dette publique: celle-ci découle de la lutte des classes telle qu'exemplifiée par Marx et

¹⁹ Comme il n'existe pas d'école de pensée clairement spécifique pour qualifier les agences de notation, la catégorisation proposée émane de l'auteur afin de faciliter le traitement littéraire.

²⁰ Karl MARX et Friedrich ENGELS. *Manifeste du Parti communiste*, France, Librairie Générale Française, 2007, 156 p.

²¹ Karl MARX. *Le Capital: Édition populaire*, France, Les Presses universitaires de France, 1919, 417 p.

²² Karl MARX et Friedrich ENGELS. *op. cit.*, p. 54.

Engels²³; elle émane des excès de l'oligarchie dominante, ce qui la rend illégitime²⁴ et; cette dernière est instrumentalisée par la classe dominante afin de préserver ses avantages auprès de l'État²⁵.

De nos jours, la pensée marxiste s'est actualisée sous une nouvelle forme, soit l'école de la régulation. Dans un esprit de continuité, les propos de cette école de pensée seront recensés avant de revenir sur la question de l'illégitimité de la dette.

1.3.2 École de la régulation : un regard historique sur le présent

Cette vision articulée par la gauche économique voit le jour en France, notamment grâce à l'apport d'intellectuels comme Michel Aglietta, Robert Boyer ainsi qu'Alain Lipietz. Cette école de pensée est fortement inspirée du courant marxiste, mais également par certains préceptes du keynésianisme, la principale divergence relevant de la prépondérance accordée à l'Histoire²⁶.

Pour les tenants de cette approche, il est primordial d'analyser les transformations du capitalisme à partir des informations statistiques et historiques. La finalité de cette analyse pluridimensionnelle est l'obtention de tendances, ou modèles, permettant de mieux comprendre la longévité des cycles économiques.

Qui plus est, l'argumentaire entourant la notion de dette générationnelle représente une forme de sophisme pour l'école de la régulation puisque les générations subséquentes recevront des services en retour de la dette contractée antérieurement. Les tenants de cette école de pensée préconisent une approche favorisant l'inclusion des actifs de la dette²⁷.

²³ Karl MARX. *op. cit.*, p. 168.

²⁴ Pierre GINON. *La «crise de la dette»: un point de vue marxiste*, La Riposte, 2 juillet 2013, [en ligne], <http://www.lariposte.com/La-crise-de-la-dette-un-point-de.html> (Page consultée le 8 juillet 2013).

²⁵ Louis GILL. *Rembourser la dette publique: la pire des hypothèses*, Montréal, Chaire d'études socio-économiques de l'UQÀM, 2006, p. 112-113.

²⁶ Larousse. *Régulation (école de la)*, Dictionnaire de l'économie, 2000, [en ligne], <http://www.larousse.fr/archives/economie/page/208> (Page consultée le 8 juillet 2013).

²⁷ André-Jacques HOLBECQ et Philippe DERUDDER. *La dette publique, une affaire rentable*, France, Éditions Yves Michel, 2011, p. 65.

Pour eux, l'argumentaire entourant la réduction de la dette n'est qu'un prétexte pour déclencher une régression sociale²⁸.

Pour clore le débat concernant le marxisme et l'école de la régulation, on peut souligner l'incompatibilité de ces approches avec l'objet de recherche. En effet, l'illégitimité et le non-remboursement de la dette rendent désuet le recours aux agences de notation puisqu'elles évaluent le risque de défaut de paiement. Ce discours peut être légitime en situation de dictature. Toutefois, dans un cadre démocratique comme celui du Québec, les décisions économiques sont votées par des représentants élus par la population. Certes, les décisions prises peuvent ne pas plaire à tout le monde, cependant elles demeurent légitimes. De plus, le non-remboursement de la dette entraînerait de fâcheuses conséquences. On peut notamment citer le défaut souverain, la prise en charge par des entités internationales comme le Fonds monétaire international (FMI) à travers des programmes d'ajustement structurel (PAS), des sanctions économiques ainsi que par l'imposition de programmes d'austérité. Pour ces raisons, le non-remboursement de la dette ne semble pas être une solution logique dans la poursuite de ce mémoire. D'ailleurs, aucun des principaux partis prétendant au pouvoir ne défend cette vision au Québec.

1.3.3 Le keynésianisme: à long terme, nous serons tous morts

Popularisé par la pensée de John Maynard Keynes à travers l'ensemble de son œuvre, notamment son livre *The General Theory of Employment, Interest and Money*²⁹, le keynésianisme prône l'interventionnisme de l'État pour pallier aux manquements du marché. Encore à ce jour, cette école de pensée est probablement la plus influente parmi l'ensemble des économistes, ses principaux adversaires idéologiques étant les monétaristes et l'école du choix public.

Fonctionnaliste dans sa conception, l'approche keynésienne soutient que l'État détient une responsabilité sociale lorsque la conjoncture économique s'avère défavorable. Le gouvernement doit soutenir l'économie en investissant principalement par l'entremise de

²⁸ Thomas COUTROT *et al.* *Pour sortir du piège de la dette publique*, Attac, janvier 2012, [en ligne], <http://www.france.attac.org/articles/pour-sortir-du-piege-de-la-dette-publique> (Page consultée le 8 juillet 2013).

²⁹ John Maynard KEYNES. *The General Theory of Employment, Interest and Money*, États-Unis, BN Publishing, 2008, 239 p.

travaux publics, d'aide aux entreprises et de transferts aux particuliers. Certaines conditions sous-tendent l'endettement de l'État. En reprenant les propos de Keynes, Claude Chinardet identifie trois clauses particulières: le côté exceptionnel et non récurrent des programmes d'investissements, l'incompatibilité d'une forte injection de déficit public avec l'ouverture des frontières et la nécessité de création monétaire³⁰.

L'implantation de programmes exceptionnels soutenus par l'endettement de l'État renvoie directement à l'approche du haut vers le bas (*top-down*) des politiques publiques. Dans ce paradigme, l'État intervient par la mise en œuvre de politiques contra-cycliques puisque le marché, laissé à lui-même, est instable et que l'épargne altérerait la demande et par le fait même la production et l'emploi. À l'inverse, une augmentation de la demande créerait une pression inflationniste. Toutefois, entre les deux maux, les keynésiens accordent irrémédiablement une priorité à la lutte au chômage par une intervention de l'État.

En intervenant massivement, les adeptes du keynésianisme souhaitent créer un effet multiplicateur. Décrite pour la première fois en 1931 par Richard Kahn, la logique du multiplicateur de Kahn est reprise par Keynes pour justifier les bienfaits de l'interventionnisme par rapport au libéralisme classique. Selon cette théorie, l'investissement de départ produit un effet multiplicateur par interrelation entre divers facteurs de production créant ainsi un effet domino³¹.

L'interventionnisme de l'État permet de réduire l'instabilité liée à la spéculation, mais la part d'instabilité liée à la nature humaine demeure incontrôlable. L'activité économique étant fortement teintée par des facteurs psychologiques.

1.3.4 École du choix public: le démantèlement de l'État-providence

Quant aux tenants du choix public, ces derniers prêchent la décentralisation de l'État et font l'apologie de l'intervention du secteur privé pour venir combler certains secteurs délaissés par l'attrition de l'État³². Contrairement à l'approche keynésienne, l'école du

³⁰ Claude CHINARDET. «Les conditions de succès de la théorie de Keynes: les a-t-on oubliées?», *Vie & sciences de l'entreprise*, janvier 2012, N° 190, p. 120-121.

³¹ John Maynard KEYNES. *op. cit.*, p. 77.

³² James BUCHANAN et Gordon TULLOCK. *The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy*, États-Unis, Liberty Fund, 2004, p. 109-110.

choix public préconise l'approche du bas vers haut (*bottom-up*)³³. Les individus prônant cette idéologie souhaitent que l'épargne privée soutienne la relance par la mise en place de plusieurs plans d'action dans les secteurs touchés plutôt que par un plan d'action dirigé par l'État dans divers secteurs, qui peut être beaucoup moins efficace et efficient, selon eux.

Pour les praticiens du choix public, la joute politique s'articule autour du mécanisme de la théorie des jeux³⁴. Ce phénomène est décrit comme étant le dilemme d'un homme soumis à l'autorité politique, ou encore le dilemme du politicien³⁵. Dans cette perspective, ce n'est plus l'obtention du bien commun qui prime, mais bien les intérêts individuels des politiciens et d'une minorité au détriment de la population. C'est ce que Tullock nomme le marché politique, c'est-à-dire l'offre de promesses en échange de votes³⁶.

L'école du choix public adopte une vision pro-cyclique des cycles économiques. En période de crise ou de fluctuation macroéconomique, l'approche préconisée par les praticiens de ce paradigme est l'austérité. Afin de rétablir une certaine forme d'homéostasie, les adeptes de cette approche proposent de démanteler l'État-providence³⁷.

Néanmoins, la réduction de la taille de l'État n'est pas une résultante assurée comme le démontre l'effet de *lock-in* évoqué par Paul Pierson³⁸. Le retranchement de l'État, dans certains secteurs, peut alors provoquer des externalités importantes. Ce faisant, il est possible d'observer un effet de verrouillage, c'est-à-dire que le calcul coûts/bénéfices ne favorise nullement le départ de l'État, ayant pour conséquence le maintien des conditions actuelles. Comme l'État ne peut prévoir avec précision les retombées économiques liées à son interventionnisme, les tenants de l'école du choix public soutiennent qu'il est

³³ Patrick HASSENTEUFEL. *Sociologie politique: l'action publique*, Paris, Armand Colin, 2008, p. 99-100.

³⁴ James BUCHANAN et Gordon TULLOCK. *op. cit.*, p. 77-80.

³⁵ Colin BOYD. Gary Geddes, Encyclopédie canadienne, [en ligne], <http://www.thecanadianencyclopedia.com/articles/fr/gary-geddes> (Page consultée le 24 août 2013).

³⁶ Philippe-Alain BLÉRALD. «Théorie du marché politique et rationalité des politiques publiques», *Revue française de science politique*, Vol. 42, N° 2, 1991, pp. 235-263.

³⁷ Paul PIERSON. *Dismantling the Welfare State? Reagan, Thatcher, and the Politics of Retrenchment*, USA, Cambridge University Press, 2007, 213 p.

³⁸ *Ibid.* p. 49.

préférable de laisser la population, c'est-à-dire le marché, juger des moyens à entreprendre pour revenir à la croissance³⁹.

Ainsi, ce paradigme favorise le remboursement des déficits cumulés le plus rapidement possible puisqu'ils pourraient représenter un frein à la croissance économique. Par conséquent, la réduction de la dette publique devrait être un des principaux objectifs de l'État.

Avant de poursuivre avec la section concernant les agences de notation, il convient d'effectuer un récapitulatif des éléments énoncés ci-dessus en ce qui a trait à la notion de dette publique. Quatre écoles de pensées ont été abordées, soit: le marxisme, l'école de la régulation, le keynésianisme ainsi que l'école du choix public. À cet effet, on est en mesure de constater, au travers ces différents courants épistémologiques, qu'il existe une pluralité de visions concernant l'endettement public. Toutefois, il a été démontré que la vision marxiste et celle de l'école de la régulation ne cadrent pas avec l'objectif de ce mémoire puisqu'en situation démocratique la dette peut difficilement être illégitime et que les conséquences encourues par le défaut de paiement sont draconiennes. Quant aux keynésiens, ceux-ci prônent l'interventionnisme de l'État afin d'induire une étincelle qui fera redémarrer l'économie à court terme. Finalement, les tenants du choix public prêchent la réduction de l'État-providence en soulignant l'importance des perspectives concernant l'avenir puisqu'il y a une vie après la crise.

1.3.5 Innovation institutionnelle: nationaliser pour le bien commun

Fondamentalement axés sur l'idéologie marxiste et sur l'école de la régulation, les praticiens de cette approche déplorent la présence des agences de notation dans le format actuellement proposé par le système financier international. Pour eux, ces institutions sont une véritable aberration et il faut remédier à la situation en créant une nouvelle structure qui remplacera le système en place.

Qui plus est, pour Michel Aglietta et Sandra Rigot, le risque de conflit d'intérêts dans l'attribution d'une note de crédit, malgré une tentative d'autorégulation de la part des agences, peut avoir une importance capitale dans la redistribution de l'information aux

³⁹ Gilles DOSTALER. *Le libéralisme de Hayek*, Paris, La Découverte, 2001, p. 70.

investisseurs. Ces auteurs dénotent une ambiguïté latente au sein des méthodes de notation : « Leurs méthodes demeurent de toute façon opaques et non comparables. Leurs échelles de notes sont compliquées et suffisamment disparates pour créer la confusion »⁴⁰.

Quant à la composition de cette commutation souhaitée par les partisans de cette approche, ces derniers professent une transition de la notation privée vers la notation publique. Cette composante se retrouve, encore une fois, dans les écrits d'Aglietta et Rigot : « Il serait donc logique que les agences soient transformées en agences publiques indépendantes au même titre que les banques centrales »⁴¹.

D'autres praticiens font référence à l'importance de la notation financière dans le système financier international et à la problématique que la notation génère. Dans son plus récent opus⁴², Alexandra Ouroussoff critique l'importance accordée aux notes en soulignant le manichéisme latent dans les stratégies managériales. En effet, les agences sont assimilées à des forces contraignantes dictant la progression de l'entreprise ou de l'État⁴³. Selon cette dernière, nous assistons à un pugilat entre deux interprétations du risque, c'est-à-dire le risque vertueux, où l'investisseur est prêt à assumer certains risques pouvant lui faire perdre son capital, et le risque négatif, où l'investisseur souhaite éviter les situations aléatoires afin de préserver ses deniers⁴⁴.

Bref, les tenants de l'innovation institutionnelle perçoivent péjorativement le rôle des agences de notation. Les praticiens partageant cette vision soutiennent que les écueils liés à la notation financière sont directement responsables d'importants préjudices. Bien que pour certains, la notation du risque soit perçue comme une aberration, d'autres vont être plutôt favorables à la transposition d'une notation privée vers une notation publique afin de favoriser le bien commun.

⁴⁰ Michel AGLIETTA et Sandra RIGOT. *Crise et rénovation de la finance*, France, Odile Jacob, 2009, p. 145.

⁴¹ *Ibid.* p. 146.

⁴² Alexandra OUROUSSOFF. *Triple A. Une anthropologue dans les agences de notation*, France, Belin, 2013, 141 p.

⁴³ *Ibid.* p. 13.

⁴⁴ *Ibid.* p. 31-32.

Pour des fins d'analyse, on ne considérera pratiquement pas cette approche. En effet, il est préférable de composer avec le système de notation actuel plutôt qu'avec un système de notation onirique. Par ailleurs, il est concevable de soutenir que les agences de notation ont un rôle prépondérant dans la globalisation financière. Entraîner la destruction des agences équivaldrait à créer un vide informationnel pouvant priver des entrepreneurs de ressources essentielles à la poursuite de leurs activités. L'exclusivité de la notation publique provoquerait également un effet de distorsion ainsi qu'un questionnement relié à l'indépendance de l'évaluation de l'agence publique. Pour ces raisons, on préfère ne pas avoir recours à cette approche dans l'élaboration de ce mémoire.

1.3.6 Réforme institutionnelle : vers une notation plus transparente

De tendance plutôt keynésienne, les adeptes d'une réforme institutionnelle reconnaissent que les agences de notation parviennent à pallier, en partie, l'asymétrie de l'information par la diffusion de rapports d'évaluation⁴⁵. Ce faisant, elles assurent une forme d'égalité informationnelle entre les investisseurs, notamment par la dénomination des produits financiers en trois catégories distinctes, c'est-à-dire la catégorie investissement, la catégorie spéculation et la catégorie défaut de paiement⁴⁶.

Les praticiens favorisant une réforme institutionnelle s'entendent sur le bien-fondé qu'apportent les agences de notation dans le système financier international. Néanmoins, ils demeurent critiques à leur endroit, notamment en ce qui concerne les externalités induites par la notation financière. Les tenants de cette approche préfèrent entreprendre des réformes afin de minimiser les écueils émanant des agences de notation puisque les bénéfices de ces institutions de la finance globale sont prépondérants aux problèmes rencontrés.

Bien que perçus comme étant des catalyseurs d'informations particulièrement efficaces, le courant de la réforme institutionnelle émet plusieurs bémols quant à certains aspects de la notation financière, par exemple : l'opacité des méthodes de notation, l'oligarchie des trois grandes agences mondiales, la présence de conflits d'intérêts dans le mode de

⁴⁵Christian WALTER dir. *Nouvelles normes financières. S'organiser face à la crise*, France, Springer, 2010, p. 147.

⁴⁶Samuel DIDIER et Nicolas WEILL. *op. cit.* p. 166.

rémunération, l'incapacité d'anticipation des crises et d'avoir un effet catalyseur sur les crises. Ces éléments seront traités plus en détail dans le chapitre relatif à la notation financière.

En résumé, le paradigme de la réforme institutionnelle est caractérisé par l'acceptation des agences de notation comme étant un moindre mal malgré certains écueils dans leur méthode de fonctionnement. De plus, la création d'une entité publique de notation financière, complémentaire au secteur privé, est perçue comme étant une solution envisageable pour régler une pluralité de problèmes éthiques. Ultimement, malgré une forte animosité envers les agences de notation, autant de la part des investisseurs que de la part des États, il n'en demeure pas moins que leur existence n'est pas remise en question par les partisans de cette approche puisqu'en ayant recours à celles-ci, leurs utilisateurs peuvent réduire les coûts de transaction⁴⁷.

C'est surtout le pragmatisme de cette approche qui sera retenu dans la rédaction de ce mémoire. En effet, les nuances et les suggestions soulevées par cette école de pensée reflètent la complexité du processus constituant l'évaluation de crédit.

1.3.7 Statisme institutionnel : un problème de conceptions

La troisième approche est caractérisée par le maintien du *statu quo*. Penchant vers l'idéologie de l'école du choix public, les praticiens favorables à ce paradigme ne questionnent que modérément, voir peu le modèle qui prévaut actuellement. Bien qu'ils admettent certaines imperfections dans la structure régissant les agences de notation, ils ne croient pas qu'une réforme soit nécessaire.

Pour eux, les problématiques découlant de la notation financière sont les résultats d'une méconnaissance du système de notation, voire de la structure et du rôle des agences. La stigmatisation publique des agences de notation par les États étant une diversion pour

⁴⁷ Arnaud PARIENTY. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance* Douglass North, Alternatives Économiques, [en ligne], http://www.alternatives-economiques.fr/institutions--institutional-change-and-economic-performance-douglass-north_fr_art_222_25320.html (Page consultée le 24 août 2013).

détourner l'attention du manquement de ceux-ci envers la gestion des finances publiques, notamment au niveau des dettes souveraines⁴⁸.

En 2012, Marc Ladreit de Lacharrière lance un opus intitulé *Le droit de noter*⁴⁹. Président de *Fimalac*, groupe possédant *Fitch Ratings*, la troisième plus importante agence de notation mondiale, le principal intéressé lance un véritable cri du cœur. Analysant la perception populaire des agences de notation depuis la crise des *subprimes*, il en arrive à trois constats : l'évasion des responsabilités des principaux acteurs responsables de la crise⁵⁰; la notation financière demeure un outil afin de mieux anticiper les risques de défaillance⁵¹; et les agences de notation ne sont pas des entités exemptes d'externalités négatives, néanmoins la véhémence avec laquelle la classe politique les condamne reflète un malaise profond du manquement souverain en matière de régulation⁵².

Globalement, l'approche du statisme institutionnel préconise le maintien du système actuel. Malgré ses défaillances, il demeure compétitif et n'exclut pas la possibilité d'appliquer certaines réformes, si ces dernières ne viennent pas compromettre les fondements régissant l'équilibre actuel. Les tenants de ce paradigme souhaitent avant tout informer le public et les décideurs sur les méthodes, le rôle et la structure qui définissent la notation financière. Ce courant est également marqué par la volonté intrinsèque de ne pas vouloir faire porter l'odieux des crises, secouant le monde depuis 2007, aux agences de notation. D'autres acteurs comme les banques d'investissements ainsi que les États ont joué un rôle prépondérant dans l'éclosion de cette situation. Selon les tenants de cette école de pensée, la notation financière n'est qu'un outil économique. Effectuer des décisions en tenant compte uniquement de l'évaluation des agences de notation représente une grave erreur de jugement selon ceux-ci.

Deux composantes principales seront retenues de cette approche dans le prolongement de ce mémoire. Dans un premier temps, l'information diffusée à propos des agences de

⁴⁸ Le Cercle Turgot, Nicolas BOUZOU dir. *Rigueur ou relance? Le dilemme de Buridan, ou la politique économique face à la dette*, Paris, Groupe Eyrolles, 2011, p. 70.

⁴⁹ Marc LADREIT DE LACHARRIÈRE. *Le droit de noter. Les agences de notation face à la crise*, France, Grasset, 2012, 184 p.

⁵⁰ *Ibid.* p. 37.

⁵¹ *Ibid.* p. 85-86.

⁵² *Ibid.* p. 157.

notation est relativement opaque. Le second point rejoint le premier, c'est-à-dire que les agences de notation émettent une opinion relevant d'une appréciation quali-quantitative d'un émetteur. La prudence est donc de mise dans l'interprétation des rapports puisque ceux-ci ne représentent que l'évaluation provenant des agences de notation. La notation financière n'est qu'un outil économique ayant comme objectif fondamental de guider les investisseurs, voire les bailleurs de fonds, en leur offrant une interprétation indépendante du risque associé à un émetteur.

En guise de conclusion à la section consacrée aux agences de notation, il est souhaitable d'effectuer une récapitulation des courants théoriques décrits ci-dessus, c'est-à-dire l'innovation, la réforme et le statisme institutionnel. Les tenants de l'innovation institutionnelle souhaitent que le modèle de notation financière contemporain disparaisse pour lui substituer un monopole public de notation afin d'assurer le bien commun. Quant aux académiciens prônant une réforme institutionnelle, ces derniers sont beaucoup plus pragmatiques. Ils reconnaissent les bienfaits de la notation financière malgré certaines lacunes auxquelles ils proposent des solutions pour en diminuer les externalités négatives. Finalement, les praticiens favorisant le statisme institutionnel croient que la problématique concernant la notation financière n'émane pas des agences de notation, mais plutôt de la perception et de la compréhension du rôle que celles-ci ont dans la finance mondiale.

1.4 Question générale : l'évaluation des agences craint-elle le nationalisme québécois?

La notation financière occupe désormais une place prépondérante dans la planification économique des États. Qui plus est, la gestion pécuniaire de l'État est un thème récurrent dans la sphère politique, autant chez les péquistes que chez les libéraux. D'ailleurs, certains éléments qui abondent en ce sens ont été énumérés dans l'introduction de ce mémoire. Rappelons brièvement la *Loi sur l'élimination du déficit et de l'équilibre*

*budgétaire*⁵³ ainsi que la *Loi sur la réduction de la dette*⁵⁴ et la création du Fonds des générations⁵⁵.

Au cours des prochaines pages, on tentera de déterminer si la dette publique a effectivement une incidence sur les cotes de crédit attribuées par les agences. On explorera également la composante nationaliste afin de vérifier si cette dernière a un impact appréciable vis-à-vis les évaluations des agences. Plus spécifiquement, on recensera les évaluations des agences de crédit selon l'alternance au pouvoir entre le Parti libéral du Québec et le Parti québécois, entre les années 1970 et 2012. De surcroît, les référendums de 1980 et 1995 seront examinés afin de déterminer s'ils ont eu une incidence sur l'opinion des agences.

Ultimement, d'autres indicateurs présents dans la méthodologie des agences de notation seront analysés dans l'optique de décomposer l'importance des indicateurs créant les cotes de crédit. Bref, cette recherche est focalisée sur l'évolution de la cote de crédit du Québec à travers le temps, de 1970 à 2012, en utilisant principalement deux variables, soit la dette du gouvernement du Québec ainsi que l'appui au nationalisme. Par la suite, d'autres variables seront greffées à celles-ci.

1.5 Lacune analytique : évaluation du risque des États fédérés au sein du Canada

La principale lacune analytique découlant de ce mémoire concernera fort probablement l'analyse d'une entité fédérée au sein du Canada. Effectivement, comme le Québec est une province canadienne, le gouvernement fédéral demeure un prêteur de dernier recours. Il devient alors ardu d'évaluer ou de comparer le Québec avec d'autres pays puisqu'il faut tenir compte que le gouvernement fédéral peut favoriser le Québec dans certaines évaluations, notamment celles des agences de notation.

⁵³ Assemblée nationale. *Loi sur l'élimination du déficit et de l'équilibre budgétaire*, Gazette officielle du Québec, 22 janvier 1997, 129^e année, n° 3, [en ligne], <http://www2.publicationsduquebec.gouv.qc.ca/dynamicSearch/telecharge.php?type=5&file=1996C55F.PDF> (Page consultée le 2 mars 2013).

⁵⁴ Finances Québec. *Le Fonds des générations*, Gouvernement du Québec, [en ligne], <http://www.budget.finances.gouv.qc.ca/fondsdesgenerations/> (Page consultée le 4 mars 2013).

⁵⁵ *Ibid.*

En effet, il est impossible d'établir, hors de tous doutes raisonnables, la part attribuée au gouvernement canadien lors de l'évaluation des cotes de crédits des entités fédérés. Dans le cadre de ce mémoire, on fera fi de cette lacune.

1.6 Objectifs poursuivis : un triptyque ambitieux

Par l'entremise de ce mémoire, on vise l'exploration de trois composantes axées sur l'avancement des connaissances concernant la situation économique du Québec. Dans un premier temps, les perspectives attribuables à la dette du Québec seront analysées.

Le second aspect que l'on souhaite aborder relève de la notation financière des États souverains, et par le fait même, des États fédérés. De façon générale, la démystification du fonctionnement des agences de notation sera traitée, notamment en ce qui a trait à leur rôle, leur méthodologie ainsi que les externalités reliées à la notation financière. Plus particulièrement, on tentera d'évaluer l'importance de la notation financière pour un État fédéré comme le Québec.

Pour compléter ce triptyque, on observera si le nationalisme québécois a une incidence dans l'évaluation des agences de notation. Plus exactement, on vérifiera la présence de variations dans la cote de crédit du Québec selon l'alternance des partis politiques au pouvoir, lors des périodes référendaires, mais également selon l'appui à la souveraineté au sein de la population. Ce faisant, on focalisera notre attention sur l'évolution des cotes de crédit décernées au Québec par quatre agences de crédit, soit *Standard and Poor's*, *Moody's*, *Fitch Ratings* et *Dominion Bond Rating Service*, sur une période allant de 1970 à 2012⁵⁶.

1.7 Approches théoriques privilégiées : synthèse de l'école keynésienne et du choix public

Afin de répondre à la question générale et dans l'optique d'atteindre les objectifs fixés de ce mémoire, il convient de se positionner par rapport aux approches théoriques abordées précédemment dans la revue de littérature. Comme il a déjà été mentionné à quelques

⁵⁶ Certaines agences ne possèdent pas de données concernant le Québec avant les années 1980 (*DBRS*). Néanmoins, les trois principales, c'est-à-dire *Standard and Poor's* et *Moody's* et *Fitch Ratings*, détiennent les informations nécessaires concernant la période allant de 1970 à 2012.

reprises dans le texte, on optera pour une approche conjointe entre le keynésianisme et l'école du choix public en ce qui concerne la notion de dette puisque l'endettement ne nuit pas forcément à la croissance. Toutefois, les conséquences d'un niveau d'endettement élevé ne doivent pas être négligées. En ce qui a trait à la notation financière, une approche commune entre les tenants de la réforme institutionnelle et ceux du statisme institutionnel sera privilégiée. Les agences n'ont pas toutes les mêmes critères d'évaluation⁵⁷. Certaines accordent une place plus importante aux données statistiques, se rapprochant ainsi de l'école du choix public, alors que d'autres ont une vision plus neutre, ou qualitative, se rapprochant plus du keynésianisme. On favorisa donc une certaine forme de synthèse intellectuelle entre deux écoles de pensée en ayant comme objectif d'éviter toutes formes de manichéisme intellectuel. Cette réflexion sera divisée en deux sections, soit une concernant la notion de dette et l'autre focalisant sur la notation financière.

Dans un premier temps, on abordera la question de l'interventionnisme de l'État. Comme il a été mentionné lors de la revue de littérature, les keynésiens sont d'ardents défenseurs des politiques contra-cycliques⁵⁸. Pour exemplifier l'importance de l'intervention de l'État, Keynes propose que la nature des défaillances économiques relève d'un problème de mécanique du système⁵⁹. Les politiques contra-cycliques représentent donc la meilleure alternative afin de remettre sur pied la croissance économique par l'entremise de l'effet multiplicateur, toujours selon l'économiste britannique. Quant aux académiciens du choix public, ces derniers prônent la mise en œuvre de politiques pro-cycliques, c'est-à-dire des mesures d'austérité, lorsqu'il y a une contraction, voire une récession dans le cycle économique⁶⁰.

Parallèlement, dans un article datant de 2010 intitulé *Growth in a Time of Debt*⁶¹, Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff soutiennent que, lorsque le ratio dette/PIB est supérieur à 90

⁵⁷ Finances Québec. «La dette du gouvernement du Québec», *Gouvernement du Québec*, 2007, p. 17-18.

⁵⁸ Paul KRUGMAN. *Pourquoi les crises reviennent toujours*, France, Éditions du Seuil, 2009, pp. 107-124.

⁵⁹ *Loc. cit.*

⁶⁰ Le Cercle Turgot, Nicolas BOUZOU *dir. op. cit.* p. 118.

⁶¹ Carmen REINHART et Kenneth ROGOFF. «Growth in a Time of Debt», *American Economic Review*, 100 (2), pp. 573-578.

%, la croissance des États risque d'être moindre⁶². En guise de conclusion à leur chronique, ces derniers mentionnent que le ratio dette/PIB par excellence oscille aux alentours de 60 %⁶³. Ce texte attise la polémique dans la communauté scientifique. Comme le mentionne Chavagneux, deux chercheurs, soit Alexandru Minea et Antoine Parent, ont révisé les propos tenus par Reinhart et Rogoff⁶⁴. Leurs résultats démontrent que la thèse évoquée par le tandem américain n'est pas représentative de l'ensemble de la réalité⁶⁵. Dans un article du *New York Times* parût en avril 2013, Paul Krugman jubile⁶⁶. En effet, Reinhart et Rogoff admettent avoir commis une bourbe dans leur méthodologie. Les pays ayant un ratio d'endettement équivalent à 90 % de leur PIB ne voient pas leur croissance décroître, mais, au contraire, croître de 2,2 % en moyenne⁶⁷.

Suite à ces révélations, on doit admettre l'hypothèse keynésienne, concernant les politiques contra-cycliques, comme étant valable. Toutefois, on demeurera prudent en émettant comme constat que, malgré des résultats démontrés empiriquement, les inquiétudes relevant du niveau d'endettement ne doivent pas être reléguées aux oubliettes. C'est pourquoi on considère l'interventionnisme de l'État comme une mesure exceptionnelle, dans l'esprit du keynésianisme originel et non contemporain⁶⁸. Par ailleurs, il ne faut pas négliger certains des propos de Milton Friedman concernant l'interventionnisme de l'État, principalement dans les secteurs où les soubresauts pourraient être considérables⁶⁹. Par exemple, la problématique des entreprises *too big to fail* dénoncée avec virulence par Stiglitz dans *Le triomphe de la cupidité*⁷⁰.

⁶² *Loc. cit.*

⁶³ *Loc. cit.*

⁶⁴ Christian CHAVAGNEUX. «Quel est le bon niveau de dette publique?», *L'Économie politique*, 2012/03, n° 55, p.5.

⁶⁵ *Ibid.* p.6.

⁶⁶ Paul KRUGMAN. *The One Perfects Solution*, The New York Times, 25 avril 2013, [en ligne], http://www.nytimes.com/2013/04/26/opinion/krugman-the-one-percents-solution.html?nl=todaysheadlines&emc=edit_th_20130426&_r=1& (Page consultée le 13 août 2013).

⁶⁷ Gérald FILLION. *C'est donc Krugman qui avait raison?*, Radio-Canada, 26 avril 2013, [en ligne], <http://blogues.radio-canada.ca/geraldfillion/2013/04/26/lechech-de-lausterite/> (Page consultée le 14 août 2013).

⁶⁸ Claude CHINARDET. *op. cit.*, p. 120-121.

⁶⁹ Milton FRIEDMAN. *Capitalism and Freedom*, Chicago, The University of Chicago Press, 2002, p. 80-84.

⁷⁰ Joseph STIGLITZ. *Le triomphe de la cupidité*, France, Les liens qui libèrent, 2010, pp. 305-312.

Revenons brièvement sur les approches privilégiées par ces deux écoles de pensée. Comme on l'a mentionné précédemment dans le texte, les keynésiens favorisent une approche du haut vers le bas alors que les académiciens du choix public s'orientent vers une approche du bas vers le haut. La synthèse de ces deux approches permet l'obtention d'une plus grande latitude en matière de compréhension des politiques publiques. L'objectif de ce mémoire n'est pas de trancher le débat entre ces deux écoles de pensée, mais plutôt de voir comment ces deux visions perçoivent les critères d'évaluation du risque émis par les agences de notation.

En ce qui concerne la notation financière, on prône la synthèse entre le courant de la réforme et du statisme institutionnel. Plus explicitement, on soutient que le système de notation financière est un outil incontournable à l'ère de la globalisation. Cependant, certaines externalités négatives découlent des agences de notation. Bien que le modèle d'exploitation soit perfectible, il demeure qu'un approfondissement des connaissances de la part des investisseurs et des bailleurs de fonds serait profitable au perfectionnement du système de notation.

1.8 Postulats de base : des questionnements en suspens

À cette étape du raisonnement, on se doit de faire le point sur ce que l'on sait et que l'on considère comme immuable. On reviendra donc sur les trois aspects construisant le propos de ce mémoire, soit : la notion de dette, la notation financière et le nationalisme.

En premier lieu, la récurrence du débat sur la dette est perçue comme un élément fondateur. À partir de ce constat, plusieurs pistes de réflexion s'offrent aux chercheurs et s'imbriquent dans le débat. Conséquemment, l'histoire économique du Québec démontre la persistance de ce thème dans l'espace public. Que ce soit sous la gouverne du Parti québécois ou sous celle des libéraux, la mise en place de politiques publiques concernant cet objet précis a été entreprise. Néanmoins, on constate une certaine forme d'intemporalité émanant de ce débat. L'objectif de ce mémoire n'étant pas de clore cette discussion, on reconnaîtra l'existence d'une altérité concernant la notion de dette en général, mais on axera principalement cette réflexion sur le cadre spatial québécois.

En ce qui concerne les agences de notation, on peut établir que ces dernières ne font pas l'unanimité à travers la communauté scientifique. Plusieurs académiciens sont acerbes à leur endroit, d'autres proposent la mise en œuvre de réformes majeures et certains plaident en faveur des agences. Néanmoins, certains consensus émanent parmi des regroupements d'académiciens. Précédemment, il a été conclu que la synthèse des approches est à privilégier puisqu'elle permet d'analyser les différentes nuances disponibles. En ce sens, on ne tentera pas d'optimiser la méthodologie des agences de notation, mais plutôt d'en comprendre les rouages et les externalités probables pour un État fédéré comme le Québec puisque l'évaluation financière des États est intrinsèque.

En dernier lieu, on s'attardera à la question du nationalisme au Québec. Malgré les échecs référendaires de 1980 et 1995, la question nationale demeure d'actualité. Pour preuve, la création du parti à tendance souverainiste Québec solidaire (QS) en 2006⁷¹, ainsi que le parti ouvertement souverainiste que représente Option nationale (ON) en 2011⁷². Plus récemment, le Parti québécois a remporté les législatives du 4 septembre 2012, remerciant ainsi les Libéraux exerçant le pouvoir depuis les élections provinciales de 2003⁷³. Le nationalisme québécois demeure donc toujours une alternative envisageable. Ce faisant, cette analyse ne portera pas sur les raisons d'être ou non de la souveraineté du Québec, mais plutôt sur l'impact que pourrait avoir le nationalisme québécois dans l'évaluation des agences de notation. Autrement dit, la question nationale est-elle une variable prépondérante dans la rédaction des missives concernant la cote de crédit du Québec? Pour l'instant ce questionnement reste en suspend. Bref, c'est à partir de ces trois constats que l'on amorcera l'analyse de ce mémoire.

1.9 Cadre analytique : mise en application du cadre théorique

Tout d'abord, on établira une question spécifique de recherche. Par la suite, on émettra une hypothèse centrale autour de laquelle s'articulera la rédaction de ce mémoire. Par

⁷¹ Bilan du siècle. *Création du parti Québec solidaire*, Université de Sherbrooke, [en ligne], <http://bilan.usherbrooke.ca/bilan/pages/evenements/23736.html> (Page consultée le 15 août 2013).

⁷² Id. *Création du parti Option nationale*, Université de Sherbrooke, [en ligne], <http://bilan.usherbrooke.ca/bilan/pages/evenements/23991.html> (Page consultée le 15 août 2013).

⁷³ Agence France-Presse. *Élections: les Québécois plutôt "insatisfaits"*, La Presse, [en ligne], <http://www.lapresse.ca/actualites/elections-quebec-2012/201209/08/01-4572316-elections-les-quebecois-plutot-insatisfaits.php> (Page consultée le 15 août 2013).

ailleurs, l'émergence de certains questionnements, voire d'hypothèses secondaires, sera également abordée pour venir étoffer la qualité de cette recherche exploratoire. Conséquemment, on détaillera les perspectives adoptées ainsi que la méthode de collection d'informations et le cadre spatio-temporel relatif à cette recherche. On terminera cette section en expliquant le mode de présentation des résultats obtenus.

Comme il a déjà été mentionné à plusieurs reprises jusqu'ici, l'objectif de ce mémoire est de déterminer si le nationalisme est une variable prépondérante dans l'analyse des agences de notation dans le cas du Québec. Plus précisément, on s'évertuera à savoir si la présence d'un gouvernement souverainiste, ou encore les périodes pré-référendaires, référendaires et post-référendaires ont un impact sur l'évaluation du risque en matière de notation financière. Plus encore, est-ce que l'appui à la souveraineté influence les évaluations des agences de notation? Bref, est-ce que certaines composantes représentant le nationalisme québécois influencent l'émission des cotes de crédit des agences de notation au Québec?

De prime abord, on ne croît pas que le nationalisme québécois ait une forte incidence dans l'évaluation faite par les agences de notation. On émettra l'hypothèse que le nationalisme n'est pas une variable spécifique prépondérante dans l'évaluation méthodologique des agences de notation qui seront analysées, soit: *Standard and Poor's*, *Moody's*, *Fitch Ratings* et *Dominion Bond Rating Service*.

On soutiendra l'hypothèse selon laquelle l'importance accordée à la dette publique lors de l'activité de notation est relative selon la situation économique des pays et selon la perspective des agences. En effet, des pays comme les États-Unis et le Japon ont des ratios dette/PIB supérieurs à 100 % de leur PIB. Malgré tout, ces pays ont des cotes de crédit appréciables⁷⁴. Cela laisse sous-entendre que des facteurs institutionnelles, par exemple la présence de lois ou réformes balisant l'endettement des États, peuvent jouer un rôle déterminant lors de l'évaluation des agences de notation.

⁷⁴The Associated Presse. *Moody's upgrades U.S. credit rating to stable*, USA today, [en ligne], <http://www.usatoday.com/story/money/business/2013/07/18/moodys-upgrades-outlook-us-government-debt/2554691/> (Page consultée le 20 août 2013).

La rédaction de ce mémoire s'effectuera dans un cadre *Ex post*, c'est-à-dire un cadre spatio-temporel fermé, où une analyse rétrospective des événements menant à notre démarche sera faite. En guise de conclusion, on proposera une brève excursion en recherche *Ex ante*, c'est-à-dire une analyse prospective, afin d'observer les possibilités évolutives de cet objet de recherche.

Conséquemment, on doit établir le *modus operandi* au cœur de ce texte. La variable dépendante sera la cote de crédit attribuée par les agences de notation. On aura également deux variables indépendantes majeures, soit la dette publique ainsi que le nationalisme. L'objectif étant bien évidemment de constater l'impact de la dette publique et du nationalisme dans l'émission de la cote de crédit du Québec afin de déterminer s'il y a concomitance.

En ce qui a trait aux indicateurs, ceux-ci seront principalement de nature qualitatives. En outre, on peut notamment nommer l'appui à la souveraineté, la présence du Parti québécois au pouvoir, la tenue d'un référendum, la présence de lois et réformes comptables et les cotes de crédit attribuées par les diverses agences de notation à l'étude dans ce mémoire. Qui plus est, la présence d'une variable quantitative comme la dette du gouvernement du Québec sera jumelée aux variables précédemment énumérées.

Afin d'obtenir des informations valides et fiables, nous aurons recours aux banques de données gouvernementales de Statistique Canada⁷⁵, de l'Institut de la statistique⁷⁶ et du Ministère des finances et de l'économie⁷⁷, plus spécifiquement de son secteur politiques fédérales-provinciales et financement, gestion de la dette et opérations financières⁷⁸. Pour ce qui est des cotes de crédit, les archives des agences de notation seront consultées, soit : *Standard and Poor's*⁷⁹, *Moody's*⁸⁰, *Fitch Ratings*⁸¹ et *Dominion Bond Rating Service*⁸².

⁷⁵ Statistique Canada. [en ligne], <http://www.statcan.gc.ca/start-debut-fra.html> (Page consultée le 20 août 2013).

⁷⁶ Institut de la statistique. [en ligne], <http://www.stat.gouv.qc.ca/> (Page consultée le 20 août 2013).

⁷⁷ Ministère des finances et de l'économie. [en ligne], <http://www.finances.gouv.qc.ca/fr/index.asp> (Page consultée le 24 août 2013).

⁷⁸ *Ibid.*

⁷⁹ Standard and Poor's. [en ligne], <http://www.standardandpoors.com/home/en/us> (Page consultée le 20 août 2013).

⁸⁰ Moody's. [en ligne], https://www.moody.com/pages/default_ca.aspx (Page consultée le 20 août 2013).

⁸¹ Fitch Ratings. [en ligne], <http://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/fitch-home.jsp> (Page consultée le 20 août 2013).

En ce qui a trait aux données relatives au nationalisme, les documents de Pinard, Durand et Yale⁸³ de même que ceux de Léger Marketing⁸⁴ seront consultés.

Le traitement des données obtenues s'effectuera en deux étapes. Dans un premier temps, les informations nécessaires seront recueillies dans un fichier de type classeur *Excel*. Par la suite, le document sera exporté en format CSV, c'est-à-dire *comma-separated values*, pour opérer l'essentiel de l'analyse grâce au logiciel R⁸⁵. Ce dernier permettra de créer des tableaux ainsi que des graphiques qui seront primordiaux à la réalisation de cette recherche.

1.10 Rappel théorique et analytique : retours sur les éléments clés

En guise d'épilogue à ce projet de mémoire, on propose d'effectuer une récapitulation des éléments clés sur lesquels se fonde le présent mémoire. Comme il a été démontré, il existe un débat entourant la notion de dette au Québec. Plusieurs réformes, émanant d'une pluralité de gouvernement de différentes allégeances, ont été entamées pour endiguer cette problématique latente.

Une multiplicité de raisons peut expliquer la tendance à faire diminuer la dette, notamment l'émergence d'acteurs financiers comme les agences de notation. Ces dernières émettent des opinions concernant le risque de défaut des États, c'est-à-dire la notation du risque souverain. Encore une fois, il paraît pertinent de souligner que ces évaluations s'opèrent de façon intrinsèque, ce qui oblige les États à maintenir une saine gestion des deniers publics afin d'obtenir la meilleure cote de crédit possible. Par ailleurs, on peut se questionner quant à la prépondérance de la variable nationaliste dans l'évaluation de crédit du Québec de la part des agences de notation.

⁸² DBRS. [en ligne], <http://www.dbrs.com/> (Page consultée le 20 août 2013).

⁸³ PINARD, Maurice, Claire DURAND et FRANÇOIS YALE. *Archives des sondages portant sur la souveraineté du Québec de 1962 à 2008*, [en ligne], http://www.mapageweb.umontreal.ca/durandc/Souverainete/recherche_souverainete.html (Page consultée le 23 mai 2014).

⁸⁴ LÉGER MARKETING. *Intentions de vote référendaire au Québec*, [en ligne], http://leger360.com/admin/voting_int/Intentions_de_vote_referendaire_au_Quebec2012.pdf (Page consultée le 23 mai 2014).

⁸⁵ The R Project for Statistical Computing. [en ligne], <http://www.r-project.org/> (Page consultée le 20 août 2013).

Quant au raisonnement soutenant ce travail, on prône l'évitement du manichéisme intellectuel. Pour ce faire, une synthèse entre les écoles de pensée traitées précédemment a été effectuée. En ce qui a trait à la notion de dette, on favorisera une approche mitoyenne entre le keynésianisme et l'école du choix public. Concernant la théorie s'articulant autour des agences de notation, une synthèse entre le courant de la réforme institutionnelle ainsi que du statisme institutionnel sera observée.

Également, il a été émis comme hypothèse que le nationalisme québécois ne représente pas un critère déterminant dans l'évaluation faite par les agences de notation. On considère néanmoins qu'elle peut être un critère résiduel de cette même évaluation.

Ce mémoire mise sur une analyse multidisciplinaire de type *Ex post*. L'analyse qui sera effectuée favorisera une analyse quali-quantitative, c'est-à-dire qu'on aura recours à des tableaux, des graphiques ainsi qu'à l'écriture pour établir l'argumentaire.

Chapitre 2 : La situation des finances publiques au Québec

Dans le cadre de la crise des États souverains et de la remise en question du système de notation financière, les questionnements relatifs aux finances publiques revêtent une importance particulière. En effet, un des sous-secteurs formant l'évaluation de la solidité fiscale d'un État correspond à la dette⁸⁶. La compréhension des finances publiques québécoises devient donc préalable à la conception de la notation financière souveraine, d'autant plus que celle-ci est opérée intrinsèquement par les principales agences de notation.

Plus encore, dans le cas du Québec, l'option indépendantiste semble être une source d'incertitude pour certains investisseurs. Nous pouvons d'ailleurs la discerner à travers des événements comme le coup de la *Brinks*⁸⁷ ou encore le discours tenu par René Lévesque devant *l'Economic Club of New York* en 1977⁸⁸. Discerner convenablement la situation des finances publiques du Québec devient primordial afin de déterminer la viabilité de la démarche souverainiste et d'en évaluer les conséquences économiques au niveau fiscal pour le Québec.

À l'aube des années 1970, la dette du Québec est pratiquement inexistante. Durant les quatre décennies subséquentes, les finances publiques québécoises sont soumises aux aléas du marché, aux réformes législatives ainsi qu'aux réformes comptables. Concrètement, la dette du gouvernement du Québec atteint 183,38 milliards, soit l'équivalent de 54,6 % du PIB québécois, pour l'exercice fiscal de 2011-2012, classant le Québec au pinacle de l'endettement pancanadien⁸⁹.

Afin d'étayer les propos soutenus dans ce chapitre, on procèdera en trois temps. Premièrement, une section sera dédiée à l'élaboration d'une définition concernant la

⁸⁶ Moody's. «Rating Methodology. Sovereign Bond Ratings», *Moody's Investors Service*, septembre 2013, p. 3.

⁸⁷ Bilan du siècle. *Transfert vers l'Ontario de milliers de certificats en valeurs mobilières par des camions de la Brinks*, [en ligne], <http://bilan.usherbrooke.ca/bilan/pages/evenements/21205.html> (Page consultée le 9 septembre 2013).

⁸⁸ René LÉVESQUE. *op. cit.*

⁸⁹ CIRANO. *La dette provinciale en proportion du PIB plus importante pour le Québec que celle de l'ensemble des provinces et de l'Ontario*, *Le Québec économique*, [en ligne], <http://qe.cirano.qc.ca/node/1123> (Page consultée le 19 février 2014).

notion de dette, à l'historique, ainsi qu'au débat ayant lieu au Québec. Deuxièmement, la question de la réduction de l'endettement et du paradoxe orthodoxe sera abordée. On bouclera ce chapitre avec les facteurs de chocs externes pouvant découler de la situation des finances publiques du Québec, permettant ainsi d'opérer une jonction vers la notation financière.

2.1 Les finances publiques au Québec : définition, historique et débat méthodologique.

Après avoir brossé un portrait détaillé des écoles de pensée qui seront privilégiées dans la rédaction de ce texte, on observera comment ces dernières se transcrivent dans la situation québécoise. Cette partie de l'analyse sera scindée en deux sections. Dans un premier temps, une définition du terme « dette » et des différentes implications que cela comporte sera explicitée. Dans un deuxième temps, on abordera la dette du gouvernement du Québec, sous différents aspects, tels que son historique à partir des années 1970, l'état actuel des finances publiques québécoises, les facteurs de croissance de la dette du Québec et les réformes entreprises pour baliser les dépenses publiques.

2.1.1 Qu'est-ce qu'une dette?

De prime abord, ce qui pourrait ressembler à un questionnement simpliste est loin de l'être. Pour les néophytes, la notion de dette peut être définie simplement comme étant : « L'obligation qu'un débiteur est tenu d'exécuter envers son créancier (personne ou organisme) [...] »⁹⁰. En réalité, la notion de dette est beaucoup plus complexe et nuancée que l'est cette définition primaire. En ce qui a trait à ce mémoire, on retiendra la définition proposée par Joanis et Montmarquette :

La dette publique est un mécanisme qui permet de reporter dans le temps la perception d'impôts pour le financement des dépenses publiques. Elle permet d'étaler dans le temps le fardeau fiscal lié à certains chocs, de rapprocher dans le temps le fardeau fiscal et les bénéfices associés à une dépense gouvernementale, et de redistribuer la richesse entre les générations⁹¹.

⁹⁰ Centre National de Ressources Textuelles et Lexicales. *Dette*, [en ligne], <http://www.cnrtl.fr/definition/dette> (Page consultée le 23 septembre 2013).

⁹¹ Marcelin JOANIS et Claude MONTMARQUETTE. «La problématique de la dette publique au Québec: causes, conséquences, solutions», *CIRANO*, Septembre 2005, p.3.

Suite à cette définition, on est à même de mieux comprendre les raisons pouvant pousser un État, fédéré ou souverain, à avoir recours à l'endettement, c'est-à-dire le report de la perception d'impôts dans le temps pour financier les dépenses publiques. Évidemment, on laisse à la discrétion des lecteurs de déterminer des lieux ou non-lieux des interventions étatiques, des formes de la redistribution des richesses intergénérationnelles ainsi que des conséquences de l'endettement à court et long terme.

Néanmoins, la notion de ce qui constitue une dette, pour un État fédéré ou souverain, demeure alambiquée. En ce qui concerne le Québec, quatre concepts sont considérés, à divers degrés, par le ministère des Finances et de l'Économie : la dette brute, la dette représentant les déficits cumulés, la dette nette et la dette de l'ensemble du secteur public⁹².

La dette brute représente la dette contractée sur les marchés financiers, à laquelle on ajoute les engagements du gouvernement envers les régimes de retraite et les avantages sociaux futurs des employés de l'État, pour ensuite soustraire le solde du Fonds des générations⁹³. Cette méthode de calcul ne prend pas en compte les actifs du gouvernement.

La dette représentant les déficits cumulés comprend la différence entre les passifs, c'est-à-dire les dettes contractées, et les actifs du gouvernement⁹⁴. Dans la littérature, on lui appose le terme de « mauvaise dette » puisque celle-ci correspond aux dépenses de fonctionnement et non aux actifs gouvernementaux.

La dette nette correspond aux passifs du gouvernement auxquels on soustrait les actifs financiers. Elle représente la dette qui a servi à financer les investissements en immobilisations ainsi que la dette représentant les déficits cumulés⁹⁵.

La dette du secteur public est le cumul de la dette brute du gouvernement, de la dette d'Hydro-Québec, de la dette des municipalités et de la dette d'autres entités publiques⁹⁶.

⁹² Ministère des Finances et de l'Économie. *Les concepts de dette*, [en ligne], <http://www.finances.gouv.qc.ca/fr/page.asp?sectn=36&contn=328> (Page consultée le 23 septembre 2013).

⁹³ *Loc. cit.*

⁹⁴ *Loc. cit.*

⁹⁵ *Ibid.*

Certains praticiens vont jusqu'à incorporer la part de la dette fédérale du Québec dans ce calcul⁹⁷.

Au final, la mécanique entourant la dette permet au gouvernement québécois d'investir ou de dépenser des deniers publics qu'il ne possède pas encore en échelonnant le paiement par la collecte d'impôt dans le futur. Également, on peut conclure que le calcul de la dette d'un État fédéré ou souverain ne relève pas de la singularité, mais plutôt d'un ensemble méthodologique prônant une vision bigarrée des éléments à considérer comme étant une dette. Dépendamment du prisme théorique utilisé lors de l'analyse des finances publiques, ces conceptions sont défendables et aucune d'entre elles ne peut clamer son hégémonie sur les autres.

2.1.2 La dette du gouvernement du Québec

Après avoir défini la notion de dette, il est maintenant possible de focaliser sur l'essence même de cette section, le débat concernant la dette du Québec. En premier lieu, on préconisera une approche historique en ce qui a trait à l'évolution de la dette québécoise. Par la suite, on étayera notre analyse sur l'état actuel de la dette au Québec. On poursuivra en s'attardant aux facteurs influençant la croissance de la dette avant de conclure avec les réformes gouvernementales concernant les finances publiques du Québec.

Par ailleurs, une précision méthodologique s'impose avant de poursuivre. Dans ce mémoire, on considérera la dette du Québec comme étant les données statistiques relatives à la dette du gouvernement du Québec, soit la dette brute⁹⁸, telle que présentée dans les documents *La dette du gouvernement du Québec*⁹⁹ et *Données historiques depuis*

⁹⁶ *Loc. cit.*

⁹⁷ Jacques PARIZEAU. *Ne surdramatisons pas notre endettement*, [en ligne], <http://www.ledevoir.com/politique/quebec/378283/ne-surdramatisons-pas-notre-endettement> (Page consultée le 23 septembre 2013).

⁹⁸ Ministère des Finances et de l'Économie. *Les concepts de dette*, [en ligne], <http://www.finances.gouv.qc.ca/fr/page.asp?sectn=36&contn=328> (Page consultée le 23 septembre 2013).

⁹⁹ Finances Québec. « La dette du gouvernement du Québec », *Gouvernement du Québec*, mars 2010, 53 p.

1970-1971¹⁰⁰ puisqu'il s'agit de la méthode comptable favorisée par le gouvernement du Québec pour calculer son niveau d'endettement.

2.1.2.1 Historique de la dette du Québec

Durant la seconde portion de l'ère duplessiste, de 1944 à 1959, la dette du Québec diminue continuellement. Au début des années 1960, la dette du gouvernement québécois est pratiquement inexistante¹⁰¹. Bien que particulièrement polémique dans l'histoire du Québec, à tort ou à raison, le gouvernement unioniste de Duplessis, succédé à sa mort par Paul Sauvé, qui meurt également en fonction, et Antonio Barrette, lègue un Québec sans dette aux libéraux de Jean Lesage en 1960. Dans l'esprit du *Refus Global*¹⁰², cette latitude quant aux finances publiques permet au gouvernement Lesage d'entreprendre de grands travaux, transcendant l'avènement de la Révolution tranquille¹⁰³. L'appareil gouvernemental québécois entreprend une expansion continue durant une décennie, on assiste à l'éclosion de l'État-providence. Évidemment, cet interventionnisme étatique a eu pour conséquence de faire augmenter la dette du Québec entre 1960 et 1970. Les graphiques 1 et 2 tracent l'évolution nominale et en pourcentage de la dette du gouvernement du Québec de 1970 à 2012.

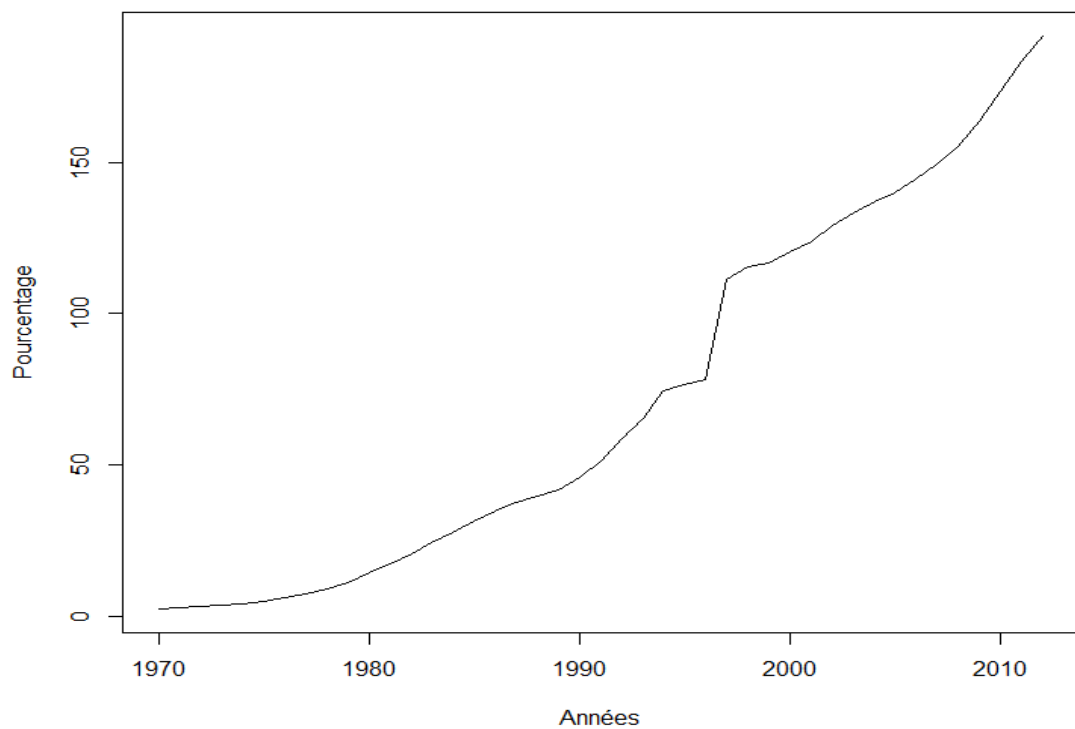
¹⁰⁰ Gouvernement du Québec. *Données historiques depuis 1970-1971*, [en ligne], http://www.budget.finances.gouv.qc.ca/Budget/2013-2014/fr/documents/donnees_historiquesFR.pdf (Page consultée le 9 février 2014).

¹⁰¹ Vincent GELOSO. *Du Grand Rattrapage au Déclin Tranquille. Une histoire économique et sociale du Québec de 1900 à nos jours*, Montréal, Les Éditions Accent Grave, 2013, p. 207.

¹⁰² Paul-Émile BORDUAS et al. *Manifeste Refus Global*, [en ligne], http://www.mbamsh.qc.ca/index.php?option=com_content&view=article&id=32&Itemid=57 (Page consultée le 9 février 2014).

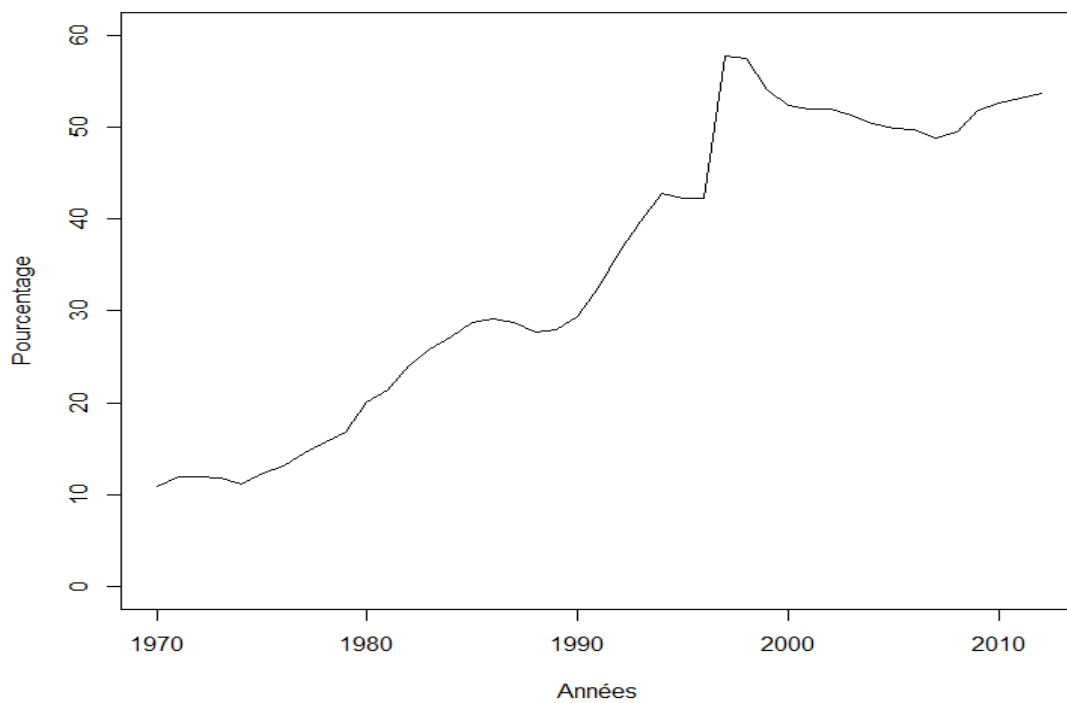
¹⁰³ Gouvernement du Québec. *Les années marquantes de la Révolution tranquille*, [en ligne], <http://www.revolutiontranquille.gouv.qc.ca/index.php?id=54> (Page consultée le 9 février 2014).

Graphique 1 - Évolution de la dette du gouvernement du Québec (Milliards)



Sources: Gouvernement du Québec

Graphique 2 - Évolution de la dette du gouvernement du Québec (% du PIB)



Sources: Gouvernement du Québec

En 1970, suite à la Révolution tranquille, le Québec se retrouve avec une dette gouvernementale de 2,478 milliards, soit l'équivalent de 10,9 % du PIB québécois¹⁰⁴. La croissance de la dette du gouvernement du Québec est faible et constante durant la période 1970 à 1980, variant de -0,6 % à 1,4 % annuellement, passant ainsi de 10,9 % à 16,8 %, représentant 11,07 milliards, une hausse de 5,9 % sur la décade¹⁰⁵.

Dans la foulée du premier référendum au début des années 1980, la conjoncture économique n'est pas optimale pour le gouvernement Lévesque. Durant les deux prochaines années, soit de 1980 à 1982, le Québec traverse une crise économique importante. Les taux hypothécaires avoisinent les 20 % et le chômage affecte durement l'économie québécoise atteignant 15 %¹⁰⁶. L'exercice fiscal pour l'année 1980-1981 marque une forme de rupture en matière de gestion de la dette gouvernementale et du déficit. En effet, la dette du gouvernement croît de 3,3 %, passant à 20,1 % du PIB québécois, soit 14,67 milliards¹⁰⁷.

Dans son *Discours sur le budget de 1980-1981*¹⁰⁸, Jacques Parizeau étaye les raisons menant à ce déficit dans la section sur les équilibres financiers, nommant notamment les transferts aux municipalités, la régulation des fonds de pension, le trou constaté dans le coût de l'enseignement primaire et secondaire, le nouveau mode de financement des commissions scolaires, la section « autres comptes » n'égayant pas zéro pour la première fois, arrivant à des besoins financiers nets de 1,770 milliards¹⁰⁹.

Suite à la lecture du budget, Parizeau mentionne que le gouvernement du Québec tient à rembourser 450 millions d'emprunts et d'obligations d'épargnes au cours de l'exercice budgétaire de 1980-1981, justifiant un nouvel emprunt du gouvernement du Québec de

¹⁰⁴ Finances Québec. « La dette du gouvernement du Québec », *Gouvernement du Québec*, mars 2010, p. 52.

¹⁰⁵ *Loc. cit.*

¹⁰⁶ Ministère des Transports du Québec. 1980-1995: ralentissement économique et consolidation des acquis, [en ligne], http://www.mtq.gouv.qc.ca/portal/page/portal/100ans/capsules_historiques/1980_1995 (Page consultée le 9 février 2014).

¹⁰⁷ Finances Québec. « La dette du gouvernement du Québec », *Gouvernement du Québec*, mars 2010, p. 52.

¹⁰⁸ Jacques PARIZEAU. « Budget 1980-1981. Discours sur le budget », *Gouvernement du Québec*, mars 1980, 49 p.

¹⁰⁹ *Ibid.* p. 40-42.

l'ordre de 2,2 milliards¹¹⁰. À l'aube du premier référendum en mai 1980, le gouvernement Lévesque offre donc un budget semblant favorable à l'appui de l'électorat, la multiplicité des dépenses s'adressant à celui-ci.

Au cours de la période s'échelonnant des années 1980 à 1990, la dette du gouvernement du Québec a crû de 8,2 % comparativement à 5,9 % pour la décennie précédente¹¹¹. La croissance de la dette variant entre -1,3 % et 2,7 % du PIB¹¹². Cet endettement plus rapide peut être attribuable à la conjoncture économique plus difficile, on peut penser au budget de 1982-1983¹¹³, à la continuité du marasme économique secouant le Québec depuis 1980, et au budget de 1985-1986, où la péréquation venant du gouvernement fédéral est inférieure aux attentes du plancher de 95 % promis au gouvernement du Québec¹¹⁴. Ainsi, la dette du gouvernement du Québec passe de 20,1 % à 28,3 % du PIB, soit de 14,67 milliards à 42,02 milliards¹¹⁵. Nominale, cela représente une augmentation de 27,35 milliards.

Les années 1990 à 2000 représentent la période où la croissance de la dette du gouvernement du Québec est la plus forte. Durant cette décennie, l'augmentation de la dette fluctue entre -0,6 % et 15,9 % du PIB¹¹⁶. Elle passe de 29,9 % en 1990 à plus de 55,4 % pour l'exercice budgétaire 1999-2000, soit une hausse de 25,5 %¹¹⁷. La dette du gouvernement du Québec évolue de 45,86 milliards à plus de 116 milliards, une hausse nominale de 70,14 milliards¹¹⁸. On retiendra trois événements importants durant cette décennie dans le cadre de ce mémoire : le référendum sur la souveraineté du Québec

¹¹⁰ *Ibid.* p. 40-42.

¹¹¹ Finances Québec. « La dette du gouvernement du Québec », *Gouvernement du Québec*, mars 2010, p. 52

¹¹² Gouvernement du Québec. «Données historiques depuis 1970-1971», *Gouvernement du Québec*, novembre 2012, 24 p.

¹¹³ Jacques PARIZEAU. « Budget 1982-1983. Discours sur le budget », *Gouvernement du Québec*, mai 1982, p. 28.

¹¹⁴ Gérard D. LÉVESQUE. «Budget 1985-1986. Énoncé de politiques budgétaires du gouvernement», *Gouvernement du Québec*, décembre 1985, p. 9.

¹¹⁵ Finances Québec. « La dette du gouvernement du Québec », *Gouvernement du Québec*, mars 2010, p. 52

¹¹⁶ Gouvernement du Québec. «Données historiques depuis 1970-1971», *Gouvernement du Québec*, novembre 2012, 24 p.

¹¹⁷ *Loc. cit.*

¹¹⁸ *Loc. cit.*

d'octobre 1995, la *Loi sur l'élimination du déficit et l'équilibre budgétaire*¹¹⁹ de 1996 et la réforme de la comptabilité gouvernementale de 1997-1998.

Dans un premier temps, il est important de noter la présence du deuxième référendum pour la souveraineté du Québec en 1995. À cet effet, une section distincte concernant la sécession du Québec est incluse dans le budget Campeau du 9 mai 1995¹²⁰. Le ministre des Finances et du Revenu tente de rassurer les Québécois en matière économique, notamment sur la question des transferts fédéraux, advenant une victoire de l'option souverainiste¹²¹. Il n'hésite pas à démontrer l'impérativité des prérogatives de la souveraineté économique : « Lorsque nous serons souverains, nous aurons tous les leviers nécessaires pour agir et faire face adéquatement aux défis à relever »¹²². Selon les dires du ministre, un Québec économiquement et politiquement souverain détiendrait la clé de voute de la prospérité et de la pérennité du Québec.

En second lieu, la *Loi sur l'élimination du déficit et l'équilibre budgétaire* est sanctionnée en décembre 1996. Comme son nom l'indique, cette loi prévoit l'élimination du déficit budgétaire du gouvernement et le maintien de l'équilibre budgétaire¹²³. Comme on consacrera un segment subséquent à l'analyse de cette loi, on ne s'attardera pas outre la mention de cet événement puisque celui-ci est assez important pour être traité séparément.

Troisièmement, on doit mentionner les réformes comptables entreprises au Québec de 1996 à 2012. Ces dernières ont contribué à faire diminuer le niveau d'endettement de la province durant la période mentionnée ci-contre. Toutefois, depuis le suspend de la *Loi sur l'élimination du déficit et l'équilibre budgétaire*, on assiste à une hausse du niveau de la dette québécoise. On abordera la question des réformes comptables entreprises par le gouvernement du Québec dans une section exclusive afin de mieux comprendre les changements apportés.

¹¹⁹ Assemblée nationale. «Loi sur l'élimination du déficit et l'équilibre budgétaire», *Gazette officielle du Québec*, 1996, p.271-278.

¹²⁰ Jean CAMPEAU. Budget 1995-1996. «Discours sur le budget et renseignements supplémentaires», *Gouvernement du Québec*, 9 mai 1995, p. 35-37.

¹²¹ *Loc. cit.*

¹²² *Loc. cit.*

¹²³ Assemblée nationale. «Loi sur l'élimination du déficit et l'équilibre budgétaire», *Gazette officielle du Québec*, 1996, p.272.

Bref, la dette du gouvernement du Québec ne cesse de croître depuis le début des années 1970 jusqu'à la fin des années 1990. Certaines décennies ont connu une croissance plus rapide au niveau de l'endettement, d'autres ont été marquées par des événements notables comme des crises économiques ou encore un référendum sur la souveraineté du Québec, finalement la présence de réformes comptables brouillant la continuité des données statistiques font également parties de l'historique des finances publiques québécoises.

2.1.2.2 État de la dette au Québec

Après avoir colligé les informations concernant l'évolution de la dette du gouvernement du Québec de 1970 à 2000, il convient de s'attarder à la situation des finances publiques québécoises des dernières années. Cette section permettra d'étayer sur l'état de la dette du gouvernement du Québec des années 2000 à 2012.

Conformément à la logique derrière l'adoption de la *Loi sur l'élimination du déficit et l'équilibre budgétaire*, on constate une diminution au niveau du ratio d'endettement du Québec de 2000 à 2009. Par la suite, les effets pervers de la crise économique mondiale touchent le Québec, forçant le gouvernement Charest à suspendre la *Loi sur l'élimination du déficit et l'équilibre budgétaire*. Il faut tout de même mentionner que de 2000 à 2012, la dette du gouvernement du Québec ne croît que de 1 % en fonction du PIB, passant de 53,6 % en 2000-2001 à 54,6 % en 2011-2012¹²⁴. Toutefois, la dette du gouvernement du Québec passe de 120,56 milliards à 183,38 milliards¹²⁵.

Poursuivant dans la logique d'épuration des finances publiques du Québec instaurée par le gouvernement Bouchard en 1996, le gouvernement Charest instaure la *Loi sur la réduction de la dette et instituant le Fonds des générations*¹²⁶. L'objectif étant de réduire le fardeau fiscal du Québec, mais d'édifier un fonds exclusivement dédié au remboursement de la dette du gouvernement. Qui plus est, deux réformes comptables

¹²⁴ Gouvernement du Québec. «Données historiques depuis 1970-1971», *Gouvernement du Québec*, novembre 2012, 24 p.

¹²⁵ *Loc. cit.*

¹²⁶ Ministère des Finances. *Le Fonds des générations*, [en ligne], <http://www.budget.finances.gouv.qc.ca/fondsdesgenerations/> (Page consultée le 12 février 2014).

voient le jour durant cette décennie, soit celle de 2006-2007¹²⁷ et de 2009-2010¹²⁸. Celles-ci seront abordées plus amplement dans une section subséquente.

Le Québec n'échappe pas à la crise économique secouant la scène internationale. En mai 2009, pour répondre à ce marasme économique, le ministre des Finances Raymond Bachand suspend la *Loi sur l'élimination du déficit et l'équilibre budgétaire* et prévoit le retour à la l'équilibre budgétaire pour l'exercice fiscal de 2013-2014¹²⁹.

Depuis 1996, l'importance accordée à la gestion de la dette du gouvernement du Québec croît continuellement comme le démontre la pluralité de réformes comptables et de lois émises en ce sens. On peut également conclure que la multiplication des efforts afin de réduire le niveau d'endettement du gouvernement transcende l'alignement politique. Conséquemment, la dette du gouvernement du Québec semble avoir atteint un point d'équilibre suite à maintes réformes gouvernementales concernant les finances publiques, mais les récents déboires financiers mondiaux ont compromis l'assainissement des finances publiques comme le démontre la suspension de la *Loi sur l'élimination du déficit et l'équilibre budgétaire*. Ultimement, la crise économique mondiale remet en question la stabilité des finances publiques du Québec, ramenant la province à une culture fiscale déficitaire.

2.1.2.3 Les facteurs de croissance de la dette du gouvernement du Québec

Après avoir étayé l'évolution et l'état de la dette du gouvernement du Québec de 1970 à 2012, on est en mesure de pousser la réflexion un peu plus loin. Bien que les données statistiques présentées dans les sections antérieures soient des plus pertinentes, elles peuvent être bonifiées davantage en qualifiant les facteurs de croissance de la dette du gouvernement du Québec.

¹²⁷ Finances Québec. « Comptes publics 2006-2007. États financiers consolidés du gouvernement du Québec », *Gouvernement du Québec*, mars 2007, 156 p.

¹²⁸ Vérificateur général du Québec. « Rapport du Vérificateur général du Québec à l'Assemblée nationale pour l'année 2010-2011. Vérification de l'information financière et autres travaux connexes. Chapitre 2: États financiers consolidés du gouvernement », *Vérificateur général du Québec*, février 2011, 32 p.

¹²⁹ Robert DUTRISAC. « Suspension de la loi sur le déficit zéro », *Le Devoir*, 13 mai 2009, p. b5.

Selon le ministère des Finances et de l'Économie, cinq facteurs influencent la croissance de la dette brute du Québec¹³⁰. En premier lieu, la présence d'un déficit ou d'un surplus budgétaire a une influence sur la dette. En second lieu, l'accroissement de la dette est attribuable aux investissements du gouvernement en immobilisations, c'est-à-dire la formation brute de capital fixe, qui nécessitent des emprunts. Ces emprunts seront effectués sous la forme d'émission de bons du Trésor du Québec¹³¹. En troisième lieu, les investissements du gouvernement dans ses sociétés d'État, par exemple : Hydro-Québec, Loto-Québec et la Société des alcools du Québec. Plusieurs modes d'investissements sont possibles, principalement les avances, les mises de fonds directes ou encore l'octroi partiel ou entier des bénéfices découlant de la société d'État à des fins d'autorégulation en matière d'investissements. En quatrième lieu, la variation des actifs et des passifs du gouvernement vient influencer la dette brute. Finalement, les deniers versés au Fonds des générations, à partir de son instauration en 2006, vont contribuer à diminuer la dette du gouvernement du Québec tel que promulgué par la *Loi sur la réduction de la dette et instituant le Fonds des générations*.

En définitive, on vient d'étayer qualitativement certaines raisons expliquant les variations de la dette du gouvernement du Québec pour la période de 1970 à 2012. Ces facteurs sont soumis aux aléas des conjonctures économiques, ce qui explique la fluctuation de la dette brute. Pour pallier partiellement ce problème, le gouvernement du Québec instaure des réformes et des lois balisant ainsi les limites acceptables en matière de finances publiques.

2.1.2.4 Les réformes gouvernementales des finances publiques québécoises

Depuis 1996, de nombreuses réformes gouvernementales ont été apportées en ce qui a trait aux finances publiques du Québec. On recensera ici celles qui paraissent les plus importantes à l'analyse de l'objet de recherche, soit : la *Loi sur l'élimination du déficit et l'équilibre budgétaire*, la réforme comptable de 1997-1998, la *Loi sur la réduction de la*

¹³⁰ Ministère des Finances et de l'Économie. *Facteurs de croissance de la dette brute*, [en ligne], <http://www.finances.gouv.qc.ca/fr/page.asp?sectn=36&contn=330> (Page consultée le 4 octobre 2013).

¹³¹ Ministère des Finances et de l'Économie. *Les bons du Trésor du Québec*, [en ligne], <https://www.btg.finances.gouv.qc.ca/pls/btqw/f?p=304:1:> (Page consultée le 4 octobre 2013).

dette et instituant le Fonds des générations, et les réformes comptables de 2006-2007 et 2009-2010.

Sanctionnée le 23 décembre 1996, la *Loi sur l'élimination du déficit et l'équilibre budgétaire* prévoit le retour à l'équilibre budgétaire pour l'année fiscale 1999-2000 et son maintien pour les années subséquentes¹³². Cette loi dispose également de contre-mesures advenant le non-respect de l'équilibre budgétaire. Ainsi, un solde déficitaire pour un exercice fiscal doit être contrebalancé par un excédent de la même valeur durant l'année fiscale suivante¹³³.

Néanmoins, le gouvernement peut utiliser une clause dérogatoire d'une durée pluriannuelle advenant la nécessité de recourir à un déficit supérieur à un milliard de dollars pour assurer la stabilité économique de la province, on peut penser à l'implantation de mesures contra-cycliques lors d'une récession. Les coûts encourus devront toutefois être résorbés à l'intérieur des cinq années ultérieures au déficit contracté¹³⁴. Préalablement et subséquemment à l'utilisation de la clause dérogatoire concernant la *Loi sur l'élimination du déficit et l'équilibre budgétaire*, le ministre des Finances doit se rapporter à l'Assemblée nationale concernant les modalités liées à la suspension de ladite loi¹³⁵.

La réforme comptable de 1997-1998 résulte de la réforme de la comptabilité entreprise par le gouvernement Bouchard. Cinq éléments sont mis de l'avant par cette réforme : l'inclusion au passif du gouvernement des engagements gouvernementaux envers les régimes de retraite du secteur public; l'amortissement du coût des immobilisations doit être inscrit aux dépenses gouvernementales; la mise en œuvre de transferts des mesures pécuniaires pour pallier les départs volontaires et assistés et les transformations structurelles; adapter les conventions comptables à la réalité des nouveaux instruments financiers et finalement; l'élargissement du périmètre comptable du gouvernement afin

¹³² Assemblée nationale. «Loi sur l'élimination du déficit et l'équilibre budgétaire», *Gazette officielle du Québec*, 1996, p.272.

¹³³ *Loc. cit.*

¹³⁴ *Loc. cit.*

¹³⁵ *Loc. cit.*

d'y intégrer l'ensemble des fonds spéciaux, organismes et entreprises publiques¹³⁶. Il faut néanmoins attendre plus d'une décennie, avec les réformes comptables de 2006-2007 et 2009-2010, avant que l'ensemble des éléments énumérés ci-contre soit adopté unilatéralement.

L'essence même de la *Loi sur la réduction de la dette et instituant le Fonds des générations* est de réduire le fardeau fiscal du Québec, mais aussi d'édifier un fonds exclusivement dévolu au remboursement de la dette du gouvernement. La cible gouvernementale est d'atteindre un ratio d'endettement de la dette brute équivalent à 45 % du PIB jumelé à un ratio d'endettement des déficits cumulés approchant les 17 % du PIB pour le 31 mars 2026¹³⁷. Les principales constituantes du Fonds des générations sont : les redevances hydrauliques provenant d'Hydro-Québec, les revenus associés à la liquidation des biens non réclamés administrés par le ministère du Revenu, une portion des ventes d'actifs gouvernementaux, les dons, legs et autres contributions des particuliers reçus par le ministère des Finances¹³⁸. La gestion du fonds est assurée par la Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ). Cette dernière a pour mandat de faire fructifier les capitaux investis dans le fonds à un taux d'intérêt plus avantageux que le coût d'emprunt du gouvernement¹³⁹. Néanmoins, avec le suspend de la *Loi sur l'élimination du déficit et l'équilibre budgétaire*, on peut remettre en cause l'atteinte des objectifs en matière de niveau d'endettement à l'échéance du 31 mars 2026.

Quant aux réformes comptables de 2006-2007¹⁴⁰ et 2009-2010¹⁴¹, ces dernières sont complémentaires à la réforme entreprise une décennie plus tôt sous le gouvernement Bouchard. La réforme de 2006-2007 vise : « l'intégration des réseaux de la santé et des services sociaux et de l'éducation au périmètre comptable du gouvernement et de rendre les conventions comptables du gouvernement conformes aux principes comptables

¹³⁶ Ministère des Finances. «Budget 1998-1999. Réforme de la comptabilité gouvernementale», *Gouvernement du Québec*, 1998, p. 4-11.

¹³⁷ Ministère des Finances. *Le Fonds des générations*, [en ligne], <http://www.budget.finances.gouv.qc.ca/fondsdesgenerations/> (Page consultée le 12 février 2014).

¹³⁸ *Loc. cit.*

¹³⁹ *Loc. cit.*

¹⁴⁰ Finances Québec. « Comptes publics 2006-2007. États financiers consolidés du gouvernement du Québec », *Gouvernement du Québec*, mars 2007, 156 p.

¹⁴¹ Vérificateur général du Québec. *op. cit.*, 32 p.

généralement reconnus du secteur public »¹⁴². Quant à la réforme de 2009-2010, celle-ci s'inscrit dans la continuité de la première :

Le gouvernement a procédé à la consolidation ligne par ligne des entités des réseaux de la santé et des services sociaux et de l'éducation, il a inclus des entités gravitant autour des réseaux dans son périmètre comptable et a mis en place une approche par composante pour la comptabilisation des infrastructures routières. Nous pouvons donc affirmer qu'au 31 mars 2010, la réforme est, à tous les égards importants, terminée¹⁴³.

Conséquemment, d'importantes réformes viennent chambouler les finances publiques québécoises depuis maintenant près de deux décennies. De l'ère du gouvernement Bouchard et de la *Loi sur l'élimination du déficit et l'équilibre budgétaire* jusqu'aux réformes comptables effectuées sous la législature de Charest, les finances publiques sont constamment remaniées, pour le meilleur ou pour le pire dépendamment de la perspective adoptée. De tels bouleversements ne s'opèrent pas sans écueils, ou du moins, sans la présence d'un débat public sur la question.

2.2 Réduction de l'endettement public : le paradoxe orthodoxe

Bien que divergente dans leur perspective à court terme, l'école keynésienne et l'école du choix public ont une vision péjorative consensuelle des conséquences de l'endettement à long terme. Néanmoins, ces deux écoles de pensée ne partagent pas pour autant les mêmes solutions pour pallier ce problème.

Pour les keynésiens, la croissance nominale de la dette n'est pas problématique dans la mesure où la réduction de la dette s'opère avant tout au niveau de la diminution du ratio d'endettement par rapport au PIB. Tant que le tandem composé du taux de croissance et du taux d'inflation est supérieur à l'accroissement de la dette, soit du concept de soutenabilité de la dette, il n'y a pas lieu de s'inquiéter selon les keynésiens.

Quant aux tenants de l'école du choix public, ces derniers favorisent la réduction de l'appareil étatique à travers des coupures dans les services défrayés par les deniers de l'État, plus communément appelées mesures d'austérité. Contrairement au keynésianisme,

¹⁴² Finances Québec. « Comptes publics 2006-2007. États financiers consolidés du gouvernement du Québec », *Gouvernement du Québec*, mars 2007, p. 19.

¹⁴³ Vérificateur général du Québec. *op. cit.*, p. 22.

l'école du choix public mise sur la croissance et sur les gains relatifs au retrait de l'État pour diminuer la dette puisque selon eux, le contrôle de l'inflation est primordial.

Comme il a été mentionné auparavant, le marché politique rend le retrait de l'État plus ardu qu'initialement imaginé. Ce faisant, il s'avère davantage aisé de hausser les revenus de l'État à travers l'implantation de nouvelles formes de taxation ou d'imposition que de couper dans les dépenses publiques. En admettant que les politiciens sont des acteurs rationnels capables de calculer les coûts d'opportunités de la mise en œuvre d'une politique publique, la proposition keynésienne en matière de réduction de la dette semble devenir le référent idéal pour assurer leur gain maximum, soit la réélection.

Bref, les deux écoles de pensée sélectionnées sont consensuelles, l'endettement à long terme pose un problème. Par ailleurs, les coûts politiques reliés à la diminution de la dette jouent un rôle central dans la gestion de cette dernière. L'approche keynésienne semble être préconisée par la majorité des administrations publiques puisqu'elle permet d'éviter partiellement les externalités négatives découlant de la réduction de l'endettement public, en admettant la rationalité des politiciens par le biais du marché politique. Malgré que l'acquisition de nouveaux revenus demeure moins contraignante, on doit néanmoins mentionner la rhétorique contestée d'Arthur Laffer en ce qui a trait à la maximisation des gains de l'État par l'imposition¹⁴⁴.

2.3 Conclusion : la gestion des chocs externes

Ayant préalablement traité de la situation des finances publiques du Québec et de la question du paradoxe orthodoxe, on s'attardera à la question des chocs externes pour clore ce chapitre. Les États doivent inexorablement prendre en compte que des entités exogènes au gouvernement et aux limites géographiques de ceux-ci peuvent avoir une influence sur la situation des finances publiques souveraines.

¹⁴⁴ Matthieu MUCHERIE. *La courbe de Laffer*, [en ligne], <http://www.melchior.fr/La-courbe-de-Laffer.3911.0.html> (Page consultée le 7 mars 2014).

Il devient donc pertinent de mentionner l'avènement des chocs externes pouvant être induits par les agences de notation financière lors de l'émission de cote de crédit. Ces dernières ont pour mandat d'évaluer la solvabilité du débiteur, dans le cas des États souverains et fédérés. Parallèlement, les composantes des finances publiques occupent une place prépondérante dans les critères d'évaluation des agences de notation, d'où l'importance de contrôler les dépenses gouvernementales puisque la majorité des émissions de cotes de crédit souveraines sont effectuées intrinsèquement. Malgré leur ancienneté, une certaine opacité règne quant aux agences de notation et c'est précisément pour cela que l'on consacrera le prochain chapitre à l'exploration des rouages de la notation financière.

Chapitre 3 : Exploration des rouages de la notation financière

Les agences de notation sont devenues des acteurs prépondérants de la globalisation financière. Ces dernières se spécialisent dans la diffusion de l'information sous forme d'opinion indépendante¹⁴⁵. Elles représentent une source importante d'information sur la solvabilité des émetteurs de dettes, autant publics que privés. Ces opinions, émises par les diverses agences de notation, prendront la forme de cote de crédit pour évaluer le risque de défaut de paiement d'une dette¹⁴⁶. Les diverses échelles utilisées par les agences préconisent un classement alphabétique catégorisant ainsi l'évaluation du risque de défaut à court terme et à long terme¹⁴⁷.

Les cotes de crédit émises permettent aux débiteurs d'obtenir des taux d'intérêt préférentiels en fonction du niveau de risque encouru par les bailleurs de fonds. Ainsi, les emprunteurs bénéficiant des meilleures cotes de crédit pourront s'endetter à un taux d'intérêt moins prohibitif. À ce niveau, la notation financière permet de réduire les coûts de transactions. Par leur indépendance envers les débiteurs et les créditeurs, les agences de notation sont théoriquement des acteurs impartiaux, voire neutres.

Bien que le Québec soit un État fédéré, il n'échappe pas aux évaluations des agences de notation. Comme on peut le constater dans les documents du ministère des Finances et de l'Économie du Québec (MFEQ), les trois plus grandes agences de notation mondiale, soit *Standard & Poor's*, *Moody's* ainsi que *Fitch Ratings*, évaluent le gouvernement du Québec. Le gouvernement québécois est également suivi par l'agence de notation canadienne *Dominion Bond Rating Service* (DBRS)¹⁴⁸.

Afin de mieux comprendre l'implication des agences de notation dans la situation économique du Québec, il est préférable d'étayer les spécificités de ces acteurs économiques dans une section dévolue à cet effet. Premièrement, on présentera un bref historique de la notation financière contemporaine. Deuxièmement, on s'attardera aux

¹⁴⁵Éric PAGET-BLANC et Nicolas PAINVIN. *op. cit.*, p. 7-9.

¹⁴⁶ *Ibid.* p. 8 et 21.

¹⁴⁷ *Ibid.* p. 21.

¹⁴⁸ Ministère des Finances et de l'Économie. *cote de crédit*, [en ligne], <http://www.finances.gouv.qc.ca/fr/page.asp?sectn=10&contn=97>, (Page consultée le 20 novembre 2013).

rôles que les agences de notation jouent dans le système financier international. Troisièmement, on établira une liste des divers reproches formulés à l'égard des agences de notation à travers la littérature. En guise de conclusion, on présentera l'évolution des cotes de crédit du Québec pour les quatre agences de notation à l'étude dans ce mémoire, soit *Standard & Poor's*, *Moody's*, *Fitch Ratings* et *Dominion Bond Rating Service*.

3.1 La notation financière souveraine contemporaine :

En 1868, Henry Varnum Poor publie pour la première fois *le Poor's Manuals of the Railroads of the United States*¹⁴⁹. *Poor's* profite de la manne entourant le chemin de fer et l'expansionnisme américain pour vendre des informations économiques et financières à travers les États-Unis. Les manuels de *Poor's* connaîtront un vif succès, notamment grâce au pullulement de statistiques financières¹⁵⁰. Le modèle utilisé par *Poor's* sera repris par John Moody en 1900¹⁵¹.

Grâce au raffinement des techniques d'analyse, notamment avec l'incorporation de nombreuses statistiques financières, la qualité des évaluations et des informations circulant se voit rehaussée. L'innovation dans le domaine de l'information financière connaîtra une révolution importante au 20^e siècle.

Le début des années 1900 se caractérise par une forte croissance des émetteurs de dette ainsi que des investisseurs aux États-Unis¹⁵². Survient alors la panique bancaire de 1907, qui accule de nombreuses entreprises et de nombreux établissements bancaires à la faillite, les banqueroutes se multiplient¹⁵³. La crédibilité des informations découlant du marché périclité laissant les investisseurs dans un état de cécité inquiétante¹⁵⁴. En réponse à cette crise économique, *Moody's* contemple la structure financière américaine. Il décide

¹⁴⁹ Standard & Poor's. *A History of Standard & Poor's*, [en ligne], <http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/> (Page consultée le 26 novembre 2013).

¹⁵⁰ Norbert GAILLARD. *Les agences de notation*, France, La Découverte, 2010, p. 7.

¹⁵¹ Moody's Corporation. *Moody's History: A Century of Market Leadership*, [en ligne], <https://www.moody's.com/Pages/atc001.aspx> (Page consultée le 26 novembre 2013).

¹⁵² Norbert GAILLARD. *op. cit.* p. 7.

¹⁵³ La panique bancaire de 1907 résulte du peu de régulation et de la faible connaissance générale du public entourant les innovations financières tels que les assurances vies et les fiducies.

Harvard Business School. *1907: The Banker's Panic*, [en ligne], <http://www.library.hbs.edu/hc/crises/1907.html> (Page consultée le 11 mars 2014).

¹⁵⁴ Norbert GAILLARD. *op. cit.* p. 8.

alors d'offrir plus qu'une simple analyse informationnelle aux investisseurs. Dès 1909, *Moody's* crée une échelle de valeurs correspondant à la sécurité financière du produit, principalement dans le domaine du chemin de fer¹⁵⁵. C'est la naissance de la notation financière contemporaine.

Puis, en 1913, *Moody's* élargit la notation financière aux secteurs industriels et aux entreprises assurant des services¹⁵⁶. La firme américaine détient le monopole de ce créneau jusqu'en 1916, lorsque *Poor's* décide de proposer un produit similaire à ses clients. Le duopole voit deux autres compétiteurs se pointer, soit *Standard Statistics* en 1922 et *Fitch* en 1924¹⁵⁷.

En 1918, au lendemain de la Première Guerre mondiale, la firme de notation Moody's propose, pour la première fois au niveau mondial, d'établir une notation souveraine pour mesurer la solvabilité des États¹⁵⁸. Jusqu'à la Grande Dépression de 1929, les quatre principales agences de notation, soit *Moody's*, *Poor's*, *Standard Statistics* et *Fitch*, ont évalué plus de 120 États¹⁵⁹.

Du krach de 1929 jusqu'à la fin de la Seconde Guerre mondiale en 1945, un seul événement majeur advient dans le domaine de la notation financière, soit la fusion entre *Poor's* et *Standard Statistics* pour devenir *Standard & Poor's*¹⁶⁰. Subséquemment, la période des Trente Glorieuses est laborieuse pour les agences de notation. Selon Gaillard, plus de vingt pays n'assurent pas le service à la dette en 1946¹⁶¹. Parallèlement, deux changements s'opèrent au sein du système financier international : dans un premier temps, les accords de Bretton Woods amenant la création de la Banque mondiale ainsi que du Fonds monétaire international; deuxièmement, la mise en place du plan Marshall visant à apporter une aide financière aux pays européens pour la reconstruction d'après-

¹⁵⁵ Moody's Corporation. *op. cit.*

¹⁵⁶ *Loc. cit.*

¹⁵⁷ Norbert GAILLARD. *op. cit.* p. 8.

¹⁵⁸ *Id.* *A Century of Sovereign Ratings*, New-York, Springer, 2012, p. 4.

¹⁵⁹ *Loc. cit.*

¹⁶⁰ Standard & Poor's. *A History of Standard & Poor's*, [en ligne], <http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/> (Page consultée le 26 novembre 2013).

¹⁶¹ Norbert GAILLARD. *A Century of Sovereign Ratings*, New-York, Springer, 2012, p. 6.

guerre¹⁶². Ce faisant, cet élan de solidarité rend l'évaluation du risque de défaut désuet, d'où le marasme au niveau des agences de notation.

Durant la période des Trente Glorieuses, peu d'États sont aux prises avec des problèmes d'endettement, une situation sur le point de changer dans les années 1970-1980. Suite aux chocs pétroliers de 1973 et 1979, on assiste à la création d'une multiplicité d'agences de notation, pour la plupart modestes et locales¹⁶³. Conséquemment, en 1982, la crise de défaut de paiement des pays en développement vient également stimuler la tendance initiée par les deux chocs pétroliers, c'est-à-dire soutenir la création d'agences de notation locale. Par ailleurs, la montée du néolibéralisme contribue à l'expansion de la notation financière de par l'importance que ce courant idéologique accorde à la question de l'endettement souverain.

L'ascension fulgurante des agences de notation peut s'analyser en cinq temps selon Gaillard : les crises de défaut de paiement des pays en développement de 1982; le non-système monétaire international se substituant à l'étalon-or mène au flottement des monnaies, multipliant les devises pouvant servir à assumer les dettes souveraines augmentant la volatilité du risque de défaut étatique; la mise en place du plan Brady pour soutenir la dette des pays en développement; l'éclosion de nouveaux pays suivant le démantèlement de l'Union soviétique; l'assignation de cote de crédit à quinze pays d'Afrique subsaharienne en 2002¹⁶⁴.

Bref, la pullulation des agences de notation s'effectue principalement durant les années 1970 à 1990¹⁶⁵. L'activité financière de cette période demeure néanmoins dominée par les trois principales agences, soit *Standard & Poor's*, *Moody's* et *Fitch*. Les nouvelles agences, plus modestes, sont souvent régionales, voire spécialisées dans un créneau particulier.

Au début des années 1990, cet équilibre est remis en question par les politiques expansionnistes des trois grandes agences. Cette décennie est marquée par les fusions et

¹⁶² *Loc. cit.*

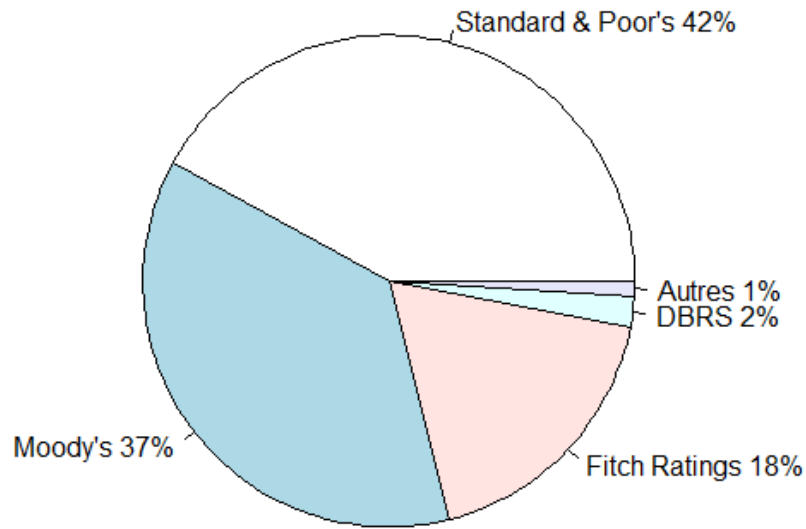
¹⁶³ Norbert GAILLARD. *Les agences de notation*, France, La Découverte, 2010, p. 9.

¹⁶⁴ *Id.* *A Century of Sovereign Ratings*, New-York, Springer, 2012, p. 8-10.

¹⁶⁵ *Id.* *Les agences de notation*, France, La Découverte, 2010, p. 9

acquisitions, voire une phagocytose, des plus petites agences par le triptyque dominant, créant par le fait même la structure oligarchique actuelle¹⁶⁶. Pensons à l'obtention de *Fitch* par le conglomérat français Fimalac, puis à sa fusion avec les firmes *International Banking and Credit Analysis* (IBCA), *Duff & Phelps* et *Thomson Bank Watch* pour former *Fitch Ratings*¹⁶⁷. Éventuellement, les trois grandes agences de notation, soit *Standard & Poor's*, *Moody's* et *Fitch Ratings* détiennent environ 95 % des parts de marché de la notation financière mondiale¹⁶⁸.

Graphique 3 - Répartition de la notation financière globale selon les principales agences en date du 31 décembre 2010



Source: U.S. Securities and Exchange Commission

Quant aux années 2000 à 2012, elles sont marquées par une remise en question concernant l'opacité des méthodes d'évaluation ainsi que par une critique du système

¹⁶⁶ Norbert GAILLARD. *Les agences de notation*, France, La Découverte, 2010, p. 9.

¹⁶⁷ Marc LADREIT DE LACHARRIÈRE. *op. cit.* p. 31-33.

¹⁶⁸ Norbert GAILLARD. *Ces Français qui dirigent les agences de notation*, [en ligne], <http://www.atlantico.fr/decryptage/agences-notation-dirigeants-moodys-standard-poors-fitch-dette-151768.html> (Page consultée le 8 décembre 2013).

oligarchique actuel. Dans un article de l'Institut de recherche et d'informations socio-économiques (IRIS), Julia Posca recense cinq événements importants relativement à la situation des agences de notation : l'introduction du terme *Nationally Recognized Statistical Rating Organisation* (NRSRO) par le *Securities and Exchange Commission* (SEC) servant de label pour officialiser le statut d'une agence de notation en sol américain; la signature des Accords de Bâle II accréditant le rôle des agences de notation au sein des marchés; le *Credit Rating Agency Reform Act of 2006* permet de réactualiser et de définir plus solennellement l'accréditation NRSRO¹⁶⁹; le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* instaure de nouveaux critères en matière de transparence et de reddition de comptes, renforçant la protection envers les investisseurs et les bailleurs de fonds et; l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) promulgue l'implantation de mécanisme de surveillance envers les agences de notation financière¹⁷⁰.

Bref, le commerce de l'information a incontestablement évolué depuis ses origines. Rapidement, ce nouveau secteur est devenu un incontournable pour tout investisseur et débiteur afin d'assurer d'une part la sécurité de leurs deniers, d'autre part d'obtenir les meilleurs taux d'intérêt possible. Pour se démarquer de la concurrence, certaines agences ont créé des échelles de notation accompagnées d'explications pour les utilisateurs. Par la suite, ces échelles seront bonifiées par l'incorporation de données statistiques. Dorénavant, ce n'est plus seulement l'activité financière annuelle et passée qui influence les cotes de crédit, mais également les perspectives futures qui définiront les notes attribuées.

Pour clore l'historique des agences de notation, on propose aux lecteurs d'explorer la grille d'analyse contemporaine utilisée par les quatre agences faisant l'objet de ce mémoire illustrée au tableau 1, soit *Standard & Poor's*, *Moody's*, *Fitch Ratings* et *DBRS*.

¹⁶⁹ *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*. Cette dénomination fait référence à l'accréditation du *Office of Credit Ratings* de la *U.S. Securities and Exchange Commission* des États-Unis qui est responsable de la protection des investisseurs, de la promotion des échanges financiers et de la surveillance des agences de notation. U.S. Securities and Exchange Commission. *Office of Credit Ratings*, [en ligne], <http://www.sec.gov/about/offices/ocr.shtml> (Page consultée le 9 décembre 2013).

¹⁷⁰ Julia POSCA. «Agences de notation: Au coeur des dérives de la finance», *Institut de recherche et d'informations socio-économiques (IRIS)*, 13 novembre 2012, p. 6-7.

Tableau 1 - Grille d'analyse contemporaine des agences de notation à l'étude dans ce mémoire									
Standard & Poor's		Moody's		Fitch Ratings		Dominion Bond Rating Service			
Court terme	Long terme	Court terme	Long terme	Court terme	Long terme	Court terme	Long terme	Signification de la note	
A-1+	AAA (23)	P-1	Aaa (21)	F1+	AAA (21)	R-1-H	AAA (20)	Première qualité	
	AA+ (22)		Aa1 (20)		AA+ (20)		AA (high) (19)	Haute qualité	
	AA (21)		Aa2 (19)		AA (19)	R-1-M	AA (18)		
	AA- (20)		Aa3 (18)		AA- (18)		AA (low) (17)		
A-1	A+ (19)	P-2	A1 (17)	F1	A+ (17)	R-1-L	A (high) (16)	Qualité moyenne supérieure	
	A (18)		A2 (16)		A (16)		A (15)		
A-2	A- (17)		A3 (15)		A- (15)		A (low) (14)		
	BBB+ (16)	P-3	Baa1 (14)	F2	BBB+ (14)	R-2-H	BBB (high) (13)	Qualité moyenne inférieure	
A-3	BBB (15)		Baa2 (13)	F3	BBB (13)	R-2-M	BBB (12)		
	BBB- (14)		Baa3 (12)		BBB- (12)	R-2-L / R-3	BBB (low) (11)		
B	BB+ (13)	Not prime	Ba1 (11)	B	BB+ (11)	R-4	BB (high) (10)	Spéculatif	
	BB (12)		Ba2 (10)		BB (10)		BB (9)		
	BB- (11)		Ba3 (9)		BB- (9)		BB (low) (8)		
	B+ (10)		B1 (8)		B+ (8)	R-5	B (high) (7)	Très spéculatif	
	B (9)		B2 (7)		B (7)		B (6)		
B- (8)	B3 (6)		B- (6)	B (low) (5)					
C	CCC+ (7)		Caa1 (5)	C	CCC (5)		R-5	CCC (4)	Risque élevé
	CCC (6)		Caa2 (4)		CC (4)			CC (3)	Ultra spéculatif
	CCC- (5)		Caa3 (3)		C (3)			C (2)	En défaut, avec quelques espoirs de recouvrement
	CC (4)		Ca (2)						
	C (3)								
	D		SD (2)					D	RD (2)
D (1)			C (1)	D (1)	D (1)	En défaut			
Sources: Standard & Poor's, Moody's, Fitch Ratings et DBRS									

D'entrée de jeu, les grilles d'analyse des agences de notation sont aux antipodes de la convivialité pour les non-initiés. Chaque agence possède sa propre grille d'analyse, autant au niveau des cotes de crédit que des variables prépondérantes dans l'évaluation souveraine.

Dans un premier temps, on peut opérer une distinction fondamentale entre les types de cotes émises, sur le plan vertical, le court terme et le long terme. Dans le cadre de ce mémoire, une attention particulière sera accordée aux perspectives à long terme puisque l'État est fondamentalement intemporel. On délaissera donc la notion de notes à court terme.

En second lieu, il est possible de catégoriser les cotes émises, sur le plan horizontal, en trois ensembles : les cotes de crédit allant de *Première qualité* à *Qualité moyenne inférieure* font parties de la catégorie investissement, les cotes de crédit s'échelonnant de *Spéculatif* à *En défaut, avec quelques espoirs de recouvrement* sont intégrées à la catégorie spéculative et les cotes de crédit nommées *En défaut sélectif* et *En défaut* appartiennent à la catégorie défaut de paiement.

Évidemment, des avantages émanent de l'obtention d'une cote de crédit appartenant à la catégorie investissement, par exemple des taux d'intérêt préférentiels pour soutenir les finances publiques sur les obligations externes, advenant le cas. Néanmoins, il subsiste un voile d'opacité, au sein de la population, en ce qui concerne le rôle des agences de notation dans le système financier international.

De plus, il est pertinent de mentionner que des chiffres ont été associés aux cotes de crédit des différentes agences de notation afin de faciliter l'analyse statistique qui sera effectuée subséquemment dans le chapitre 4.

3.2 La notation financière : solvabilité, indépendance et diffusion de l'information

Les agences de notation cumulent trois fonctions primordiales dans le contexte de globalisation actuel : elles permettent d'évaluer la solvabilité d'un émetteur¹⁷¹; elles produisent des analyses indépendantes qui deviendront les assises des opinions émises sous forme de cote de crédit¹⁷²; et par la diffusion de l'information, elles réduisent l'asymétrie informationnelle découlant de la globalisation¹⁷³.

Dans le contexte économique du 21^e siècle, les entreprises, voire les États, peuvent attirer des investissements délocalisés pour soutenir leur expansion. L'évaluation de leur solvabilité, par les agences de notation, peut devenir un outil économique indispensable dans l'obtention de capitaux. En effet, un débiteur possédant un historique de crédit favorable obtiendra de meilleures évaluations de la part des agences de notation, donc de meilleures notes de crédit. Ces dernières permettront au débiteur d'obtenir de meilleurs taux d'intérêt, puisque son risque de défaut de paiement est plus faible¹⁷⁴. Ultimement, cette méthode permet aux investisseurs ainsi qu'aux débiteurs de faire des gains, le premier assurant son capital à un faible risque, le second pouvant emprunter à un taux préférentiel.

Les agences de notation sont indépendantes, c'est-à-dire qu'elles ne sont pas des créations gouvernementales, ou encore sous une direction étatique ou industrielle quelconque¹⁷⁵. Elles sont des entreprises privées, axées sur la diffusion de l'information. C'est d'ailleurs cette indépendance qui justifie la fiabilité et la validité de leurs évaluations. Néanmoins, aucun système n'est parfait, ce qui signifie que la fiabilité ainsi que la validité de leurs évaluations sont fondées sur les informations qu'elles possèdent, bonnes ou mauvaises¹⁷⁶. On consentira que, *de facto*, il existe une bonne foi relative puisque les évaluations permettent d'obtenir des avantages importants. Falsifier les informations fournies aux agences peut permettre des gains substantiels à court terme, toutefois la pérennité de

¹⁷¹ Julia POSCA. *op. cit.* p. 3.

¹⁷² Éric PAGET-BLANC et Nicolas PAINVIN. *op. cit.* p. 66.

¹⁷³ Herwig LANGOHR et Patricia LANGOHR. *The Rating Agencies and Their Credit Ratings. What They Are, How They Work, And Why They Are Relevant*, England, Wiley Finance, 2008, p. 9.

¹⁷⁴ Julia POSCA. *op. cit.* p. 4.

¹⁷⁵ Norbert GAILLARD. *Les agences de notation*, France, La Découverte, 2010, p. 16.

¹⁷⁶ *Loc. cit.*

l'entreprise ou de l'État peut être durement affectée sur le long terme. Finalement, les agences ont intérêt à produire des évaluations fiables et valides puisque leurs revenus découlent de l'évaluation et de la vente d'informations. En prodiguant des rapports bâclés, les agences s'autoannihilerait en s'autodiscréditant.

Une des conséquences de la globalisation est la surabondance d'informations disponibles. Admettant une logique de rationalité limitée de la part des investisseurs ainsi que des débiteurs, les agences de notation deviennent des structures favorisant la diminution des coûts de transactions ainsi qu'une plate-forme de diffusion permettant de réduire l'asymétrie informationnelle entre les acteurs du système financier¹⁷⁷. Par ailleurs, les informations véhiculées par les agences de notation ne représentent que des opinions indépendantes. Ces dernières doivent être prises comme des outils, voire des compléments financiers.

Bref, les agences de notation sont principalement tributaires de trois fonctions : l'évaluation de la solvabilité d'un émetteur, la rédaction d'analyses indépendantes et la diffusion de l'information. Les objectifs étant : d'évaluer le risque de défaut de paiement; d'assurer la fiabilité et la crédibilité de leurs évaluations et; de réduire l'asymétrie de l'information. Évidemment, on ne doit pas réduire la notation financière à ce triptyque, toutefois ce dernier permet d'obtenir une meilleure compréhension du rôle des agences de notation dans le système financier international. Ces trois points sont d'ailleurs à l'épicentre du débat épistémologique entourant la notation financière.

3.3 Reproches faits aux agences de notation

Plusieurs critiques émanent de la communauté scientifique. Gaillard en énumère quelques-unes : l'opacité des méthodes de notation; l'oligarchie des trois grandes agences, soit *Standard and Poor's*, *Moody's* et *Fitch Ratings*, contrôlant près de 95 % de l'émission des cotes de crédit mondiales¹⁷⁸; les conflits d'intérêts entourant le mode de rémunération; l'incapacité à anticiper les crises et; une tendance draconienne à dévaluer

¹⁷⁷ Herwig LANGOHR et Patricia LANGOHR. *op. cit.* p. 9.

¹⁷⁸ Norbert GAILLARD. *Ces Français qui dirigent les agences de notation...*, Atlantico, 27 juillet 2011, [en ligne], <http://www.atlantico.fr/decryptage/agences-notation-dirigeants-moodys-standard-poors-fitch-dette-151768.html> (Page consultée le 20 juin 2013).

massivement en temps de crise, ce qui provoque un effet de catalyseur, ou encore, une prophétie auto-réalisatrice¹⁷⁹. Néanmoins, il faut relativiser certaines de ses critiques.

Dans un premier temps, l'opacité des méthodes de notation est relative. Les agences procèdent à une évaluation quali-quantitative afin d'émettre leurs notes¹⁸⁰. Plus précisément, elles fondent leurs analyses sur des éléments comme la notoriété du pays, l'historique de son endettement, la soutenabilité de la dette, le type de politiques mises en place, mais également sur des indicateurs comme le PIB par habitant, le contrôle de l'inflation, les taux d'intérêt, le ratio dette publique/PIB, la propension aux déficits, etc¹⁸¹. Essentiellement, on connaît les composantes se retrouvant au cœur de la notation financière. Toutefois, le niveau d'importance accordé à chacun des indicateurs lors de l'émission de cote de crédit n'est pas mentionné. On pourrait imputer cette opacité au secret industriel régissant le monde de la notation financière puisque les agences jouissent d'un privilège important, l'accès à l'information publique et privée¹⁸².

La deuxième critique concerne l'oligarchie de la notation financière. La multiplication des réseaux d'informations permettrait de réduire l'asymétrie de l'information. Par exemple, l'implantation d'une contre-agence ou agence publique pourrait venir contrebalancer la trinité de la notation financière en place à condition d'être indépendante. Didier et Weill soutiennent cette solution : « À condition qu'elle fournisse une opinion alternative et non partisane, une agence publique contribuerait à l'amélioration de la qualité du débat, à la saine concurrence des avis »¹⁸³. Toutefois, au-delà de ces préférences, on peut constater qu'un oligopole très concentré constitue, à tort ou à raison, le pilier du système de notation financière mondial rendant l'implantation de nouvelles agences quasi impossibles. Comme il a été démontré à l'aide du graphique 3, des parts substantielles du marché de la notation financière appartiennent à un oligopole composé de *Standard & Poor's* (42 %), *Moody's* (37 %) et *Fitch Ratings* (18 %) pour l'année 2010. C'est donc dire qu'en 2010, 97 % des activités de notation financière sont assumées par ce triptyque. En

¹⁷⁹ Norbert GAILLARD. *Les agences de notation*, France, La Découverte, 2010, p. 3-4.

¹⁸⁰ Éric PAGET-BLANC et Nicolas PAINVIN. *op. cit.* p. 9-10.

¹⁸¹ Norbert GAILLARD. *Les agences de notation*, France, La Découverte, 2010, p. 40 et 54.

¹⁸² Faïza BOUGUERRA. « Réformes du cadre législatif et réglementaire des agences de rating », *Revue française de gestion*, février 2008, n° 182, p. 66.

¹⁸³ Samuel DIDIER et Nicolas WEILL. *op. cit.* p. 123.

rajoutant l'agence canadienne *Dominion Bond Rating Service* (2 %), on atteint 99 % des cotes de crédit émises mondialement, laissant un maigre 1 % aux autres agences de notation. La situation actuelle laisse peu, voire aucune place à l'implantation de nouvelles agences, ou d'un nouveau concurrent à la trinité mise en place.

En ce qui a trait à la rémunération des agences, il existe deux types de conflits d'intérêts selon Paget-Blanc et Painvin : les honoraires facturés par les agences aux émetteurs et les services auxiliaires proposés par les agences de notation¹⁸⁴. Comme l'intégrité de leurs notations ainsi que leur indépendance constituent les principales qualités des agences, ces dernières contestent vigoureusement ces attestations. Paget-Blanc et Painvin mentionnent d'ailleurs la séparation entre les opérations commerciales et l'activité analytique en ce qui a trait aux trois grandes agences¹⁸⁵. Évidemment, aucun système n'est infaillible. Toutefois, la réputation des agences de notation demeure une puissante incitative à éviter la multiplication des conflits d'intérêts. Par ailleurs, le manque de concurrence peut entraîner un effet pernicieux pour la qualité des notes, notamment à travers la surévaluation des cotes de crédit. On fait ici référence au *rating shopping* que peuvent effectuer les débiteurs afin de dénicher des taux d'intérêt préférentiels¹⁸⁶.

Certains spécialistes soulignent l'incapacité des agences de notation à anticiper les crises. En effet, on retrouve certains exemples typiques dans la littérature, notamment la crise économique asiatique de 1997, la faillite d'Enron et, plus récemment, les *subprimes*¹⁸⁷. Néanmoins, on a tendance à focaliser plus d'attention sur les échecs et non les réussites de la notation financière. Encore une fois, il faut rappeler qu'aucun système, aussi sophistiqué soit-il, n'est infaillible.

Le dernier reproche énuméré concerne la dévaluation massive et l'effet catalyseur découlant de celle-ci. Il est indéniable que les agences influencent les investisseurs, voire les bailleurs de fonds, dans leurs décisions. Cependant, on doit souligner que ce sont les mouvements de capitaux massifs des investisseurs qui créent un effet d'entraînement. Les

¹⁸⁴ Éric PAGET-BLANC et Nicolas PAINVIN. *op. cit.* p. 82.

¹⁸⁵ *Loc. cit.*

¹⁸⁶ John M. GRIFFIN, Jordan NICKERSON et Dragon Yongjun TANG. «Rating Shopping or Catering? An Examination of the Response to Competitive Pressure for CDO Credit Ratings», *U.S. Securities and Exchange Commission*, mai 2012, 65 p.

¹⁸⁷ Éric PAGET-BLANC et Nicolas PAINVIN. *op. cit.* p. 74.

opinions émises par les agences n'ont pas nécessairement d'incidence sur ce phénomène. À titre d'exemple, la chronique *Buttonwood* datant du 20 juillet 2013¹⁸⁸, que l'on peut retrouver dans la revue *The Economist*, dénote l'étrange comportement des investisseurs à l'égard des agences de notation. En effet, malgré la dévaluation de certaines obligations gouvernementales, notamment des États-Unis, celles-ci demeurent des valeurs refuges quant à la volatilité du marché malgré une perspective à la baisse entraînant même une baisse des taux d'intérêt sur les obligations gouvernementales américaines¹⁸⁹. L'article conclut en mentionnant les décotes effectuées par les agences de notation en 2004 et 2005 vis-à-vis la Grèce, l'Italie et le Portugal, bien avant l'éclatement de la crise de la zone euro¹⁹⁰. De façon générale, les perspectives en matière de notation financière démontrent une constante certaine. Nonobstant, on reconnaît qu'il existe une part d'incertitude dans cet exercice financier, ce qui explique l'imprévisibilité de certains événements.

La théorie découlant des agences de notation peut donc se diviser en deux catégories, les agences libérales et les agences neutres. Les agences libérales ont tendance à accorder une plus grande importance aux données économiques dans leur évaluation. Quant aux agences neutres, ces dernières vont octroyer davantage d'attention aux facteurs institutionnels favorisant le contrôle des deniers publics. Ultimement, on admet la non-neutralité absolue des agences puisque les facteurs fiscaux jouent un rôle de premier plan dans leurs évaluation.

3.4 Conclusion

En résumé, ce chapitre a abordé l'histoire contemporaine des agences de notation, les rôles que celles-ci jouent dans le système financier international et finalement, les reproches qui sont formulés à leur endroit. Comme la notation financière peut être une activité économique quelque peu nébuleuse pour les non-initiés, les éléments énumérés ci-dessus permettent d'avoir une certaine forme d'assises en la matière.

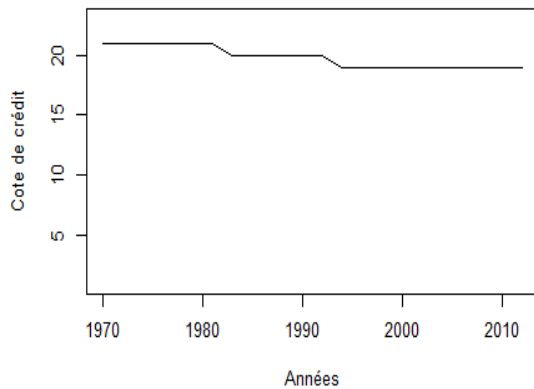
¹⁸⁸ Buttonwood. «Markets seem to be paying no attention to the views of the ratings agencies», *The Economist*, 20 juillet 2013, p. 63.

¹⁸⁹ *Loc. cit.*

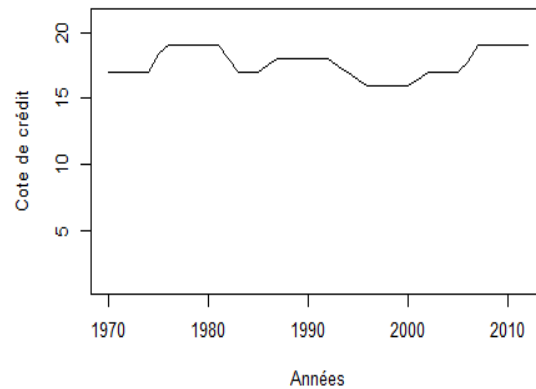
¹⁹⁰ *Loc. cit.*

Avant de poursuivre, il convient de présenter brièvement les cotes de crédit du Québec pour les agences de notation à l'étude dans ce mémoire. Les graphiques 4, 5, 6 et 7 tracent l'évolution des cotes de crédit attribuées au Québec.

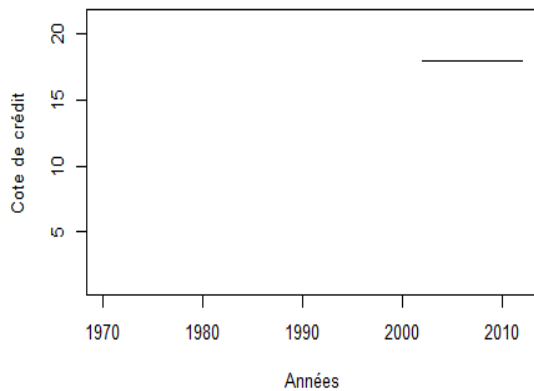
Graphique 4 - Évolution de la cote de crédit du Québec (Standard & Poor's)



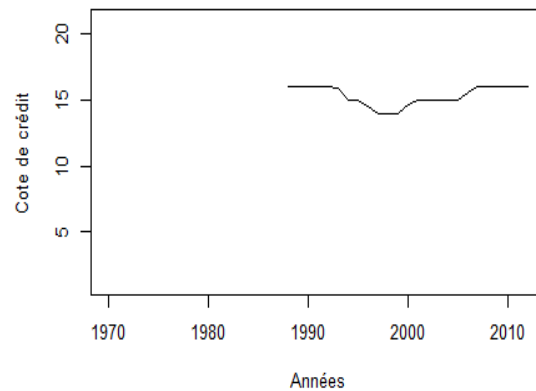
Graphique 5 - Évolution de la cote de crédit du Québec (Moody's)



Graphique 6 - Évolution de la cote de crédit du Québec (Fitch Ratings)



Graphique 7 - Évolution de la cote de crédit du Québec (Dominion Bond Rating Service)



Sources: Standard & Poor's, Moody's, Fitch Ratings, Dominion Bond Rating Service

De prime abord, on peut constater que seulement deux agences de notation évaluent le Québec depuis le début des années 1970, soit *Standard & Poor's* et *Moody's*. Quant à *DBRS*, celle-ci attribue une cote de crédit au Québec depuis mai 1987. En ce qui a trait à *Fitch Ratings*, la firme européenne accorde une cote de crédit au Québec depuis janvier 2002.

Globalement, on peut constater que la cote de crédit décernée au Québec par *Standard & Poor's* a diminué entre 1970 et 2012, passant de AA à A+. En ce qui a trait à *Moody's*, la cote de crédit du Québec augmente de A1 à Aa2 sur toute la durée de la période à l'étude. Dans le cas de *DBRS*, la cote de crédit du Québec se maintient à A (high), malgré quelques variations, entre 1987 et 2012. Ultimement, la cote de crédit décrétée par *Fitch Ratings* pour le Québec fait du surplace à AA- de 2002 à 2012. L'évolution des cotes de crédit du Québec selon les diverses agences de notation sera abordée plus exhaustivement dans le chapitre suivant.

Chapitre 4 — Le nationalisme québécois : variable spécifique prépondérante dans l'évaluation des cotes de crédit du Québec

Durant les années 1960, une véritable effervescence nationaliste secoue le paysage politique du Québec. On assiste à la création de nouveaux partis politiques et de mouvances favorables à l'indépendance. Cette volonté s'incarne à travers des partis comme le Rassemblement pour l'indépendance nationale (RIN), le Ralliement national (RN), le Mouvement Souveraineté-Association (MSA), pour finalement mener à la création du Parti québécois (PQ).

En avril 1970, le PQ participe à ses premières élections. Ces dernières se soldent par l'assermentation de sept députés souverainistes à l'Assemblée nationale. Malgré ces résultats modestes au niveau des sièges, le Parti québécois rafle tout de même 23,1 % des votes, confirmant la tendance établie lors des sondages préélectorales¹⁹¹.

Ces sondages démontrant un appui favorable de la population à un parti politique ouvertement souverainiste effraient les partisans du fédéralisme canadien. Cette appréhension atteint son paroxysme avec le coup de la *Brinks*¹⁹². Selon *The Gazette*, neuf fourgons blindés de la *Brinks express* transporteront des milliers de certificats de Montréal à Toronto dans l'éventualité d'une victoire du PQ¹⁹³. C'est donc dire qu'avant même la présence du Parti québécois à l'Assemblée nationale, le nationalisme crée une incertitude pour les acteurs économiques. Néanmoins, les cotes de crédit attribuées au Québec par les deux agences de notation évaluant la province à cette époque, soit *Standard & Poor's* et *Moody's*, demeurent stables.

Il faut attendre les élections provinciales de 1976 pour voir le Parti québécois prendre le pouvoir. Les anciennes craintes économiques ayant caractérisé la campagne électorale de 1970 ressurgissent. Pour apaiser les tensions, René Lévesque prononce une allocution

¹⁹¹ Bilan du siècle. *Élection des libéraux de Robert Bourassa à l'Assemblée nationale du Québec*, [en ligne], <http://bilan.usherbrooke.ca/bilan/pages/evenements/2147.html> (Page consultée le 25 mai 2014).

¹⁹² *Id.* *Transfert vers l'Ontario de milliers de certificats en valeurs mobilières par des camions de la Brinks*, [en ligne], <http://bilan.usherbrooke.ca/bilan/pages/evenements/21205.html> (Page consultée le 9 septembre 2013).

¹⁹³ Mario BEAULIEU et Christian GAGNON. *Les 40 ans du «coup de la Brink's» : Les libéraux fédéraux sont coupables*, [en ligne], <http://www.ledevoir.com/politique/quebec/287902/les-40-ans-du-coup-de-la-brink-s-les-liberaux-federaux-sont-coupables> (Page consultée le 9 septembre 2013).

devant l'*Economic Club of New York*¹⁹⁴. Cet exercice de relation publique a pour objectif de rassurer les bailleurs de fonds de la province que la souveraineté du Québec n'affectera pas les projections économiques.

Suite à ces deux épisodes, il paraît logique de soutenir l'hypothèse que le nationalisme influence le niveau de confiance économique envers le Québec. Pour preuve, les partis fédéralistes utiliseront à plusieurs reprises l'argumentaire économique pour convaincre la population des possibles effets néfastes découlant de la souveraineté du Québec durant les périodes électorales et référendaires¹⁹⁵. Au-delà des affirmations proposées par les partis politiques à la population quant aux possibles impacts économiques liés à la souveraineté du Québec, ce chapitre souhaite déterminer si le nationalisme québécois a une incidence sur l'évaluation des agences de notation.

Dans un premier temps, une définition du nationalisme sera proposée tout en abordant son évolution durant la période à l'étude. Dans un deuxième temps, un retour sur l'évolution de la dette selon les différents partis au pouvoir sera fait. Dans un troisième temps, on tentera de déterminer s'il existe une relation entre le nationalisme et les cotes de crédit du Québec pour chacune des agences de notation à l'étude dans ce mémoire. Ultimement, un retour sur les résultats observés conclura cette section.

4.1 Le nationalisme québécois : définition et évolution

Afin de déterminer si le nationalisme québécois a un impact prépondérant dans les évaluations des agences de notation, il faut tout d'abord définir ce qui le compose et également observer son évolution à travers la période étudiée.

Comme le démontrent les travaux de Cloutier, Guay et Latouche¹⁹⁶ ou encore plus récemment ceux de Yale¹⁹⁷, le lexique entourant la notion de nationalisme est complexe.

¹⁹⁴ René LÉVESQUE. *op. cit.*

¹⁹⁵ Simon BOIVIN. *PQ et référendum: Charest reste vague sur l'impact économique*, Le Soleil, [en ligne], <http://www.lapresse.ca/le-soleil/dossiers/elections-quebecoises/2012/09/01/01-4570390-pq-et-referendum-charest-reste-vague-sur-l'impact-economique.php> (Page consultée le 18 août 2014).

¹⁹⁶ Édouard CLOUTIER, Jean-Herman GUAY et Daniel LATOUCHE. *Le virage: l'évolution de l'opinion publique au Québec depuis 1960 ou comment le Québec est devenu souverainiste*, Montréal, Québec / Amérique, 1992, 181 p.

¹⁹⁷ François YALE. *L'évolution de l'appui à la souveraineté du Québec: effets de la formulation de la question et effets de contexte*, Montréal, Université de Montréal, 2008, 108 p.

Dans le cadre de cette démonstration, on aura recours au terme *appui à la souveraineté du Québec* tel que défini par Yale malgré les réticences de ce dernier en faveur de ce terme¹⁹⁸.

Une multitude de formulations différentes ont été utilisées par les différents acteurs politiques pour désigner le projet souverainiste. La *séparation*, l'*indépendance*, la *souveraineté*, la *souveraineté-association/partenariat* ainsi que le *mandat* de négocier la souveraineté-association en constituent les principales. À travers la pratique des sondages, il a été remarqué, et ce, très tôt dans l'histoire politique du mouvement souverainiste, que ces différentes formulations engendraient des appuis relativement différents d'un sondage à l'autre¹⁹⁹.

La variable *appui à la souveraineté du Québec* englobe donc les éléments énumérés ci-contre. Plus spécifiquement, on pourrait considérer cet indicateur comme étant une moyenne pondérée ou encore un indicateur composite de l'opinion publique envers la question nationale. Comme les agences de notation sont des acteurs économiques théoriquement neutres, les écueils méthodologiques mentionnés par Yale concernant les conséquences de la formulation de la question, de la méthodologie utilisée par les diverses maisons de sondage, des fluctuations de l'opinion des personnes sondées et des circonstances politiques influençant les agences de notation, ne devraient pas, en principe, influencer leurs évaluations. Afin de créer cet indicateur composite, on aura recours aux sondages compilés par Maurice Pinard, Claire Durand et François Yale²⁰⁰ ainsi que la base de données de Léger Marketing²⁰¹. Globalement, plus de 900 sondages couvrant la période étudiée ont été utilisés pour créer cet indicateur.

Bref, l'appui à la souveraineté sera utilisé comme baromètre pour évaluer l'évolution du nationalisme au Québec. Les appréhensions de Yale concernant la pertinence d'un indice de l'appui à la souveraineté sont justifiables, néanmoins les objectifs de ce mémoire reposent sur l'importance que les agences de notation accordent à la notion du nationalisme québécois dans leurs évaluations et non sur les distinctions intrinsèques que l'on peut y opérer.

¹⁹⁸ *Ibid.* p. 103.

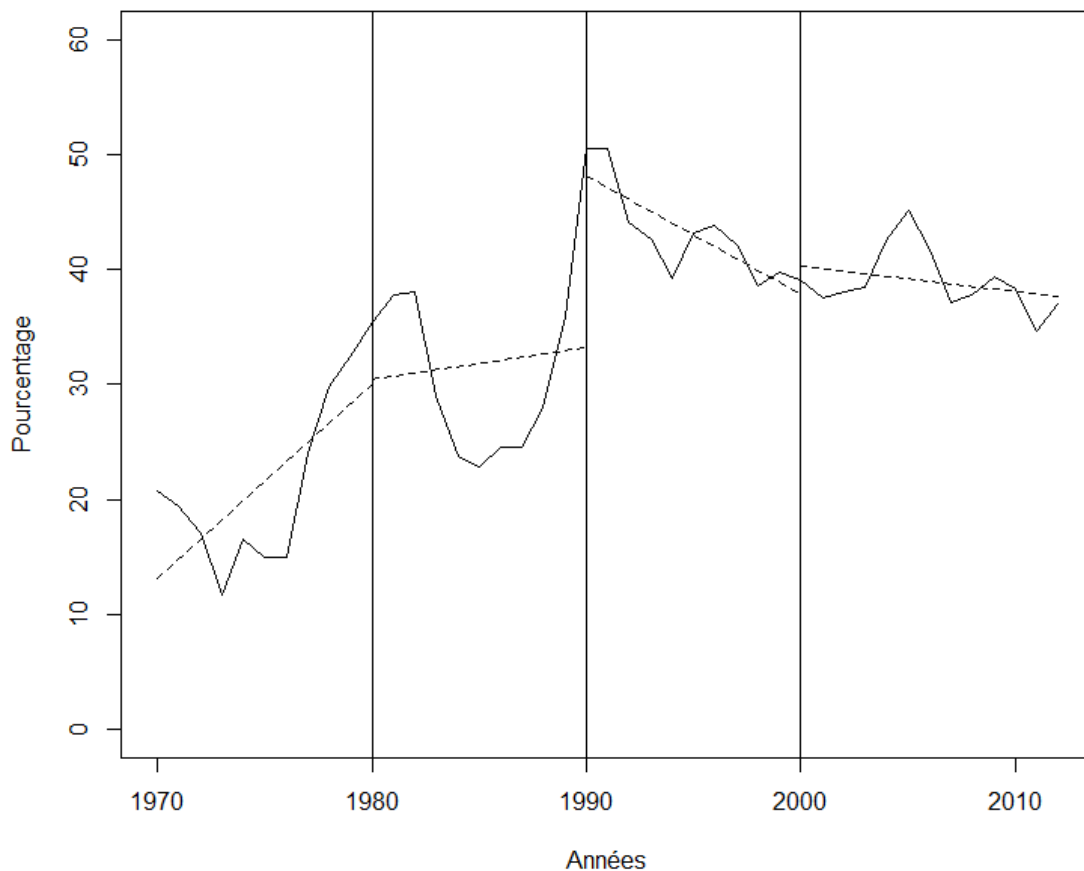
¹⁹⁹ *Ibid.* p. 1.

²⁰⁰ Maurice PINARD, Claire DURAND et FRANÇOIS YALE. *op. cit.*

²⁰¹ Léger Marketing. *op. cit.*

Le graphique 8 représente l'évolution de l'appui à la souveraineté pour les années 1970 à 2012. Les lignes verticales permettent de scinder le graphique en décennies afin de faciliter le traitement. Une régression linéaire a été tracée pour chacune des sections, permettant ainsi d'établir une tendance générale de l'appui à la souveraineté pour toutes les décennies.

Graphique 8 - Évolution de l'appui à la souveraineté



Sources: Pinard, Durand, Yale, Léger Marketing

Comme on peut le constater, l'appui à la souveraineté n'est pas très populaire durant la première partie des années 1970, oscillant entre 11 % et 20 %. Cela peut être attribuable à la relative nouveauté d'un tel mouvement incarné à travers un parti politique. Il faut attendre les élections provinciales de 1976 pour voir le Parti québécois remporter le scrutin et assister à la remontée de l'appui à la souveraineté. En l'espace de deux ans, soit de 1976 à 1978, l'appui à la souveraineté passe de 15% à 29,8 %. À la veille du premier référendum, cet appui atteint près de 40 % d'adhérents dans l'opinion populaire.

Pour reprendre l'expression de Cloutier, Guay et Latouche, les années 1980 sont un véritable plateau creux pour l'appui à la souveraineté. Les effets de la défaite du premier référendum se font ressentir et les sondages sont peu nombreux à tâter l'opinion de la population sur cette question²⁰². Profitant de la défaite référendaire, le premier ministre canadien Pierre-Elliott Trudeau décide de rapatrier la Constitution, menant à la « nuit des longs couteaux »²⁰³.

Suite à cet épisode, l'appui à la souveraineté se retrouve dans un véritable marasme perdant près de 15 % entre 1982 et 1984. L'arrivée du Parti progressiste-conservateur au pouvoir relance les pourparlers constitutionnels pour réintégrer le Québec dans la constitution canadienne. Le premier ministre canadien Brian Mulroney souhaite voir le Québec rejoindre les autres provinces canadiennes dans « l'honneur et l'enthousiasme »²⁰⁴. Pour ce faire, il déclenchera un projet de réforme constitutionnelle qui deviendra l'Accord du lac Meech. Après trois ans de négociation, l'accord échoue et relance le mouvement nationaliste. Outré par la tournure des événements, Lucien Bouchard décide de faire défection du Parti progressiste-conservateur pour fonder un nouveau parti politique, le Bloc québécois.

Délaissé par la population durant les années 1980, l'appui à la souveraineté regagne la faveur de l'opinion publique au début des années 1990, atteignant plus de 50 % en 1990 et 1991. L'échec constitutionnel du lac Meech²⁰⁵ ravive les passions souverainistes, poussant même le premier ministre Bourassa à déclencher une commission sur l'avenir politique et constitutionnel du Québec. Au terme de son mandat, la Commission Bélanger-Campeau propose au Parti libéral du Québec de tenir un référendum sur la souveraineté du Québec à moins que le gouvernement fédéral révisé sa position constitutionnelle face au Québec. Cette effervescence constitutionnelle débouchera sur la négociation de l'Accord de Charlottetown. Malgré ces échecs constitutionnels successifs, l'appui à la souveraineté périclité entre 1990 et 1994, passant de plus de 50 % à 39 %.

²⁰² Édouard CLOUTIER, Jean-Herman GUAY et Daniel LATOUCHE. *op. cit.* p. 59.

²⁰³ Robert DUTRISAC. *Il y a 25 ans, la nuit des longs couteaux - Une Constitution inachevée*, Le Devoir, [en ligne], <http://www.ledevoir.com/politique/canada/122165/il-y-a-25-ans-la-nuit-des-longs-couteaux-une-constitution-inachevee> (Page consultée le 17 juillet 2014).

²⁰⁴ Perspective Monde. *Échec de l'accord constitutionnel du lac Meech*, [en ligne], <http://perspective.usherbrooke.ca/bilan/servlet/BMEve?codeEve=474> (Page consultée le 30 août 2014).

²⁰⁵ Principalement attribuable à l'opposition de Terre-Neuve et du député manitobain Elijah Harper.

Le retour au pouvoir du Parti québécois, sous la gouverne de Jacques Parizeau, ravive l'opinion de la population sur la question de la souveraineté. Avec deux partis faisant la promotion de l'indépendance du Québec, l'un au niveau provincial et l'autre au niveau fédéral, tout semble être en place pour la tenue d'un deuxième référendum. Malgré les efforts déployés par le premier ministre Parizeau et le chef du Bloc québécois Lucien Bouchard, le référendum se solde par une autre défaite du camp souverainiste.

Suite à cet échec, Jacques Parizeau démissionne et cède la place à Lucien Bouchard. Celui-ci quitte la politique fédérale pour devenir chef du Parti québécois et, par extension, premier ministre du Québec. Malgré tout, le premier ministre Bouchard ne réussira pas à raviver l'appui à la souveraineté qui plafonne aux alentours de 40 %.

En 2005, l'éclatement du scandale des commandites et la mise en place de la Commission Gomery déclenchent une montée sporadique de l'appui à la souveraineté dans l'opinion publique, atteignant les 45 %. En excluant cet épisode spontané, les sondages démontrent que l'appui à la souveraineté oscille entre 35 % et 40 % depuis la tenue du deuxième référendum.

Bref, on utilisera l'appui à la souveraineté comme baromètre pour évaluer l'évolution du nationalisme au Québec dans ce mémoire. Globalement, l'opinion populaire envers l'appui à la souveraineté augmente durant les années 1970 et jusqu'au début des années 1980, passant de 20,7 % à 35,5 %. Par la suite, les années 1980 sont caractérisées par une diminution importante de l'appui à la souveraineté, descendant sous la barre des 22 %. Au tournant des années 1990, l'échec du lac Meech ravive l'appui à la souveraineté qui dépasse pour la première fois le cap des 50 %. Subséquemment, l'appui à la souveraineté peine à percer le seuil des 40 %, exception faite de la période correspondant à la commission Gomery s'étalant de 2004 à 2006.

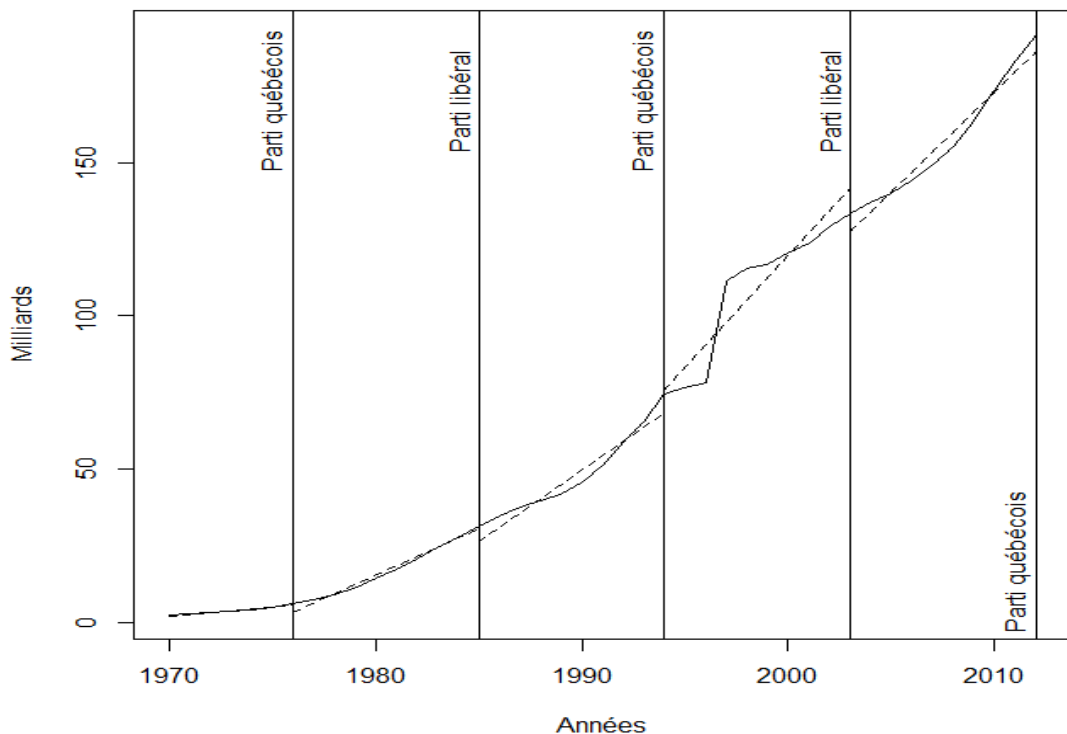
4.2 La dette du gouvernement du Québec : bilans fiscaux de l'alternance au pouvoir

Comme démontré dans les chapitres antérieurs, l'évaluation des finances publiques est une des variables de prédilection des agences de notation lors du processus d'attribution des cotes de crédit. Malgré le fait que toutes les agences de notation possèdent une

définition spécifique de ce qui constitue une dette²⁰⁶, l'utilisation de la dette du gouvernement du Québec sera privilégiée dans ce mémoire²⁰⁷. Un retour sur les notions vues au chapitre 2 sera effectué en mettant l'emphase sur les variations fiscales provenant de l'alternance au pouvoir entre le Parti québécois et le Parti libéral du Québec.

Comme l'argumentaire économique semble être devenu le leitmotiv des tenants du fédéralisme canadien, l'analyse des bilans fiscaux découlant de la dualité politique qui caractérise la période étudiée semble être incontournable. Les graphiques 9 et 10 permettent de mettre en perspective l'évolution de la dette nominale et en pourcentage du PIB du Québec. Les lignes verticales représentent cette fois l'alternance des partis politiques au pouvoir. Par ailleurs, une régression linéaire a été tracée pour chaque section afin de refléter une tendance générale quant au niveau d'endettement selon le parti politique au pouvoir.

Graphique 9 - Évolution de la dette du gouvernement du Québec (Milliards \$)

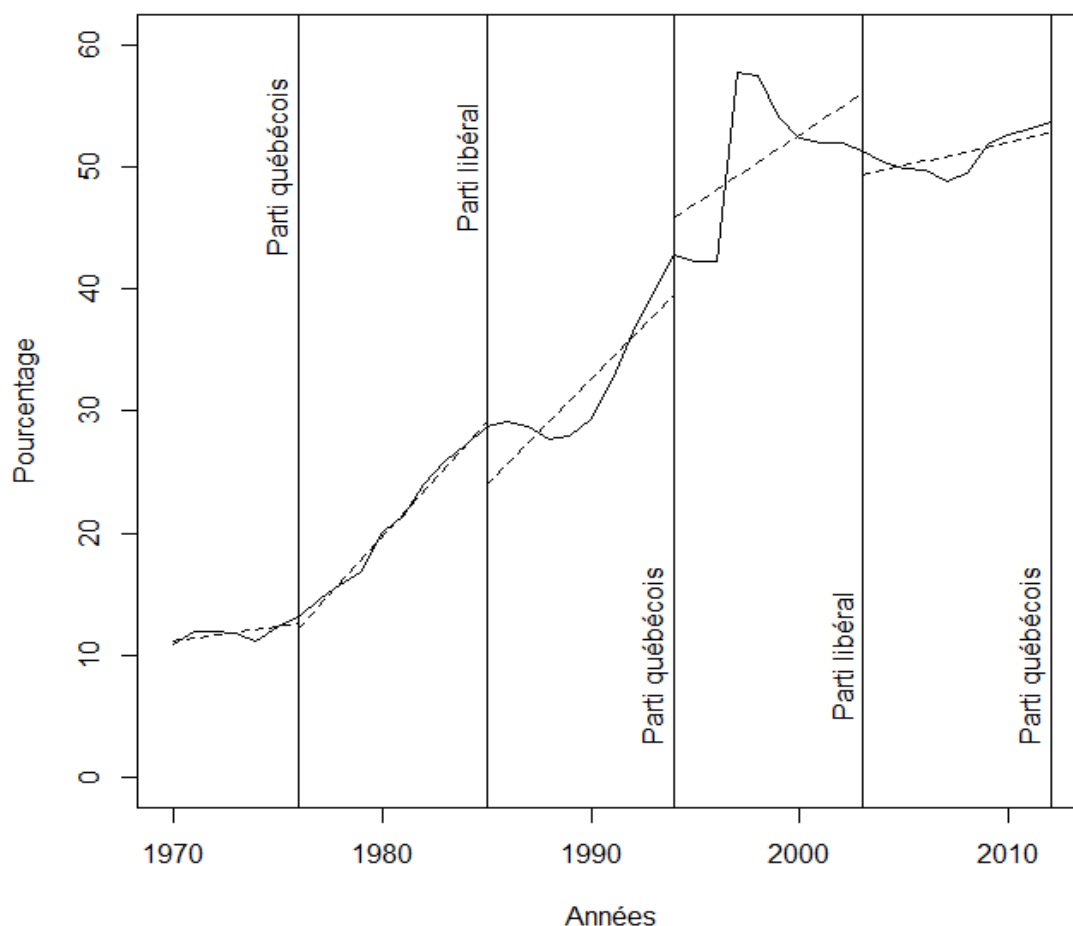


Source: Gouvernement du Québec

²⁰⁶ Finances Québec. «La dette du gouvernement du Québec», *Gouvernement du Québec*, 2007, p. 17-18.

²⁰⁷ *Ibid.* p. 19.

Graphique 10 - Évolution de la dette du gouvernement du Québec (% du PIB)



Source: Gouvernement du Québec

Comme le cas de la dette du gouvernement du Québec a été abordé amplement au chapitre 2, l'analyse qui sera faite dans cette section préconisera une approche basée sur la croissance de l'endettement en fonction du parti politique au pouvoir.

Afin de calculer la part de la dette attribuable au PQ et au PLQ, on partira du constat que la dette du gouvernement du Québec représente 2,48 milliards en 1970, soit 10,9 % du PIB. Le tableau 2²⁰⁸ représente la moyenne pondérée de l'évolution de la croissance de la dette en milliards selon le parti politique au pouvoir.

²⁰⁸ Estimation de l'auteur selon les données du gouvernement du Québec.

Tableau 2 - Croissance totale de la dette du gouvernement du Québec (milliards) selon le parti politique au pouvoir (1971-2012)

	Milliards
Parti libéral du Québec	102,71
Parti québécois	86,57
Total	189,28

Source: Gouvernement du Québec

La part la plus importante de l'accroissement de la dette nominale revient au Parti libéral du Québec. Selon ce tableau, le PLQ serait responsable de 54,3 % de l'augmentation de la dette du gouvernement. Bien que la croissance absolue de l'endettement soit supérieure sous le PLQ, il faut tout de même considérer la croissance relative de la dette. Le tableau 3²⁰⁹ fait référence à la croissance de la dette en fonction du PIB selon l'alternance au pouvoir.

Tableau 3 - Croissance totale de la dette du gouvernement du Québec (% PIB) selon le parti politique au pouvoir (1971-2012)

	Pourcentage
Parti libéral du Québec	16,82
Parti québécois	25,89
Total	42,71

Source: Gouvernement du Québec

Bien que le Parti libéral du Québec ait contracté une dette monétaire plus importante, ce montant ne représente que 16,815 % d'augmentation selon le ratio dette/PIB. Quant au Parti québécois, il détient une part moins onéreuse de l'accroissement de la dette nominale, mais une part beaucoup plus grande de l'augmentation relative en pourcentage

²⁰⁹ Estimation de l'auteur selon les données du gouvernement du Québec.

du PIB. Comparativement, le PLQ détient le pouvoir pour une période équivalente à 23 années contre seulement 18 années pour le PQ. En plus d'être responsable d'une plus grande partie de la dette en pourcentage du PIB, le Parti québécois semble avoir tendance à endetter la province plus rapidement sur une plus courte période.

La question de la croissance du PIB et de l'inflation peut être une piste de réflexion pour expliquer cette situation. Il faut tout de même mentionner que le gouvernement péquiste de Lucien Bouchard assume le choc fiscal de l'entrée en vigueur de la *Loi sur l'équilibre budgétaire*, provoquant une croissance draconienne de la dette de 33,44 milliards, soit 15,4 % du PIB québécois à l'époque. Bien qu'elle fasse porter l'odieux de l'augmentation du ratio dette/PIB au PQ, cette loi est précurseur des autres lois et réformes qui seront promulguées par les gouvernements successifs.

En résumé, malgré une plus longue présence au pouvoir sur la période à l'étude dans ce mémoire, le PLQ a proportionnellement moins endetté la province que le PQ. Néanmoins, il ne faudrait pas sous-estimer la possible importance de l'impact de la *Loi sur l'équilibre budgétaire*, ainsi que des autres lois et réformes, dans le processus d'évaluation des agences de notation.

4.3 Évolution des cotes de crédit du Québec : doit-on blâmer le nationalisme ou la gouvernance?

Cette section présente les résultats de la recherche. Dans un premier temps, un retour sur les hypothèses de départ sera effectué. Dans un deuxième temps, les variables utilisées dans la création du modèle établi dans ce mémoire seront présentées. Dans un troisième temps, les agences de notation à l'étude dans ce mémoire seront soumises au modèle développé afin de déterminer s'il existe une relation significative entre les cotes de crédit du Québec, les facteurs institutionnels et fiscaux ainsi que le nationalisme. Advenant l'existence d'une telle corrélation, il sera possible de la qualifier.

Premièrement, l'appui à la souveraineté, la présence d'un gouvernement du Parti québécois ou encore la tenue d'un référendum peuvent avoir eu une incidence sur l'évaluation des agences de notation à certains moments historiques. Néanmoins, nous émettons l'hypothèse que ces variables sont triviales dans le processus d'évaluation des

agences de notation envers le Québec durant la période à l'étude dans ce mémoire. Deuxièmement, nous émettons l'hypothèse que l'importance accordée à la dette lors de l'activité de notation est relative selon la situation fiscale et selon la perspective des agences. Comme chacune d'entre elles possède une méthodologie différente, la neutralité de leurs évaluations peut être remise en cause. Troisièmement, la mise en place de politiques publiques peut avoir un impact sur la perception des agences de notation. Nous émettons l'hypothèse que les facteurs institutionnels puissent avoir une incidence équivalente aux facteurs fiscaux dans le processus d'évaluation des agences.

Plusieurs variables seront utilisées pour valider ou infirmer ces hypothèses. Parmi celles-ci, on peut mentionner : la dette du gouvernement du Québec en pourcentage du PIB, l'appui à la souveraineté, l'alternance entre le Parti libéral du Québec et le Parti québécois²¹⁰, la présence d'un référendum²¹¹ et la mise en place de lois et de réformes²¹². Bien entendu, ces dernières seront mises en relation avec les cotes de crédit²¹³ de *Standard & Poor's*²¹⁴, *Moody's*²¹⁵, *Fitch Rating*²¹⁶ et *Dominion Bond Rating Service*²¹⁷ afin de créer un profil unique pour chacune des agences.

Il est donc possible de classer ces variables en deux catégories : nationalisme²¹⁸ et gouvernance²¹⁹. Ultimement, il faut souligner le cadre spatio-temporel des évaluations financières du Québec de la part des agences de notation. Les cotes de crédit attribuées au Québec par les firmes *Standard & Poor's* et *Moody's* sont précurseurs à 1970. Quant à DBRS et *Fitch Ratings*, leurs évaluations remontent respectivement à mai 1987 et janvier 2002, ce qui peut affecter l'analyse.

²¹⁰ Lorsque le PQ se retrouve au pouvoir, le modèle indiquera 1, soit présence du Parti québécois. Lorsque le PLQ se retrouve au pouvoir, le modèle indiquera 0, soit absence du PQ.

²¹¹ Les années référendaires, soit 1980 et 1995, seront cotées 1, soit présence d'un référendum. Les autres années seront cotées 0, soit absence de référendum.

²¹² À partir du 1er janvier 1997 jusqu'à décembre 2012, le modèle considère l'avènement des lois et réformes comptables. Cette période sera cotée 1, soit ère des réformes. Les années 1970 à 1996 seront cotées 0, soit ère pré-réformes.

²¹³ Les cotes de crédit vont être transformées pour passer d'une forme qualitative (cote) à une forme quantitative (chiffre représentant la cote) variant pour chacune des agences.

²¹⁴ Cote allant de 1 (D) à 23 (AAA)

²¹⁵ Cote allant de 1 (C) à 21 (Aaa)

²¹⁶ Cote allant de 1 (D) à 21 (AAA)

²¹⁷ Cote allant de 1 (D) à 20 (AAA)

²¹⁸ Les variables: appui à la souveraineté, présence du Parti québécois au pouvoir et présence d'un référendum

²¹⁹ Les variables: dette du gouvernement du Québec et présence des lois et réformes

La méthode de présentation des résultats sera la même pour chacune des agences à l'étude. Dans un premier temps, un graphique regroupant trois variables, soit la dette, l'appui à la souveraineté et l'évaluation d'une agence, sera exposé puis analysé. Une fois encore, les lignes verticales représentent l'alternance des partis politiques au pouvoir. Dans un second temps, les corrélations entre les variables et l'évaluation de l'agence de notation seront traitées. Les corrélations se présentent dans un intervalle allant de -1, relation parfaite négative, à 1, relation parfaite positive. Le tableau 4 exemplifie les mesures d'association qui seront utilisées²²⁰. Les mêmes balises sont conservées pour les relations négatives.

Tableau 4 - Grille d'analyse qualitative des coefficients de corrélation

	Triviale	Petite	Moyenne	Grande
Coefficient de corrélation	Inférieur à 0,10	De 0,10 à 0,30	De 0,30 à 0,50	0,50 et plus

Suivant cette logique, un résultat de 0 démontre l'absence de relation entre les deux phénomènes. Dans un troisième temps, un retour sur ces corrélations sera effectué pour valider que ces relations ne soient pas fallacieuses, c'est-à-dire erronées²²¹. *Grosso modo*, il s'agit de contrôler une corrélation avec une tierce variable pour valider la véracité de la corrélation analysée²²². Dans un quatrième temps, les résultats découlant du modèle linéaire seront décrits. Ultimement, un schéma conceptuel sur les relations entre la dette, l'appui à la souveraineté et les cotes de crédit viendra conclure chaque section.

²²⁰ Jean-Herman GUAY. *Statistiques en sciences sociales avec R*, Québec, Presses de l'Université Laval, 2013, p. 102.

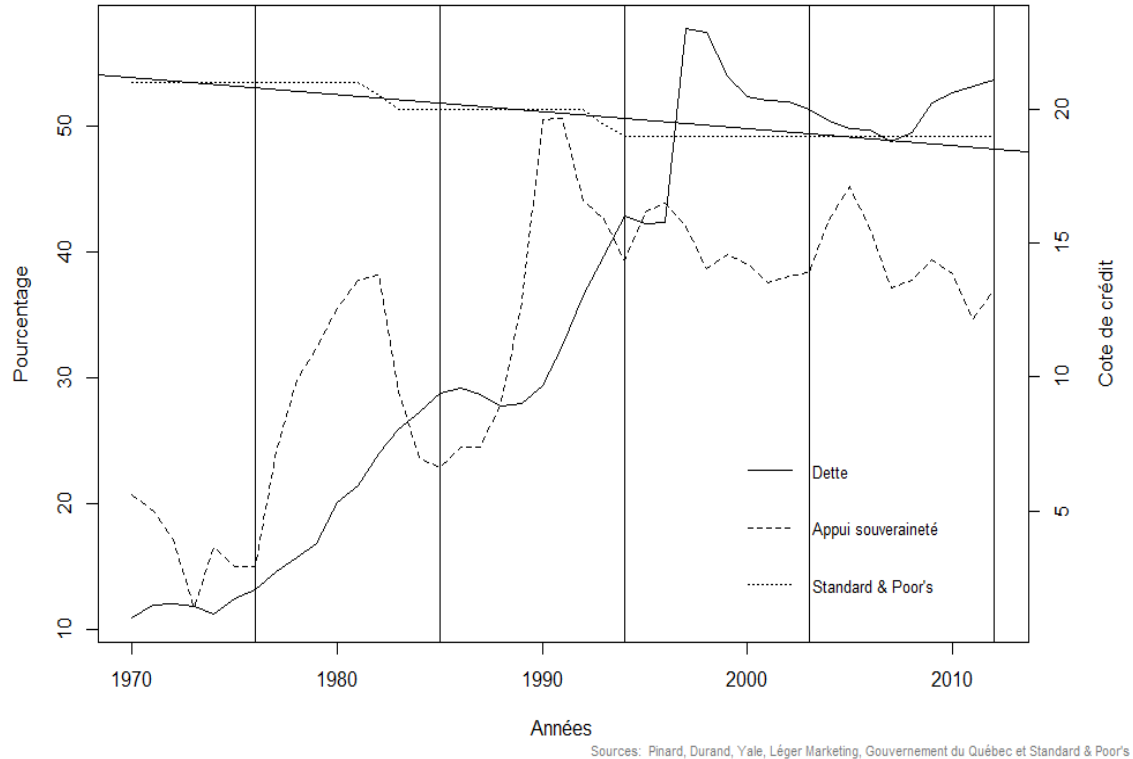
²²¹ *Ibid.* p.134-135.

²²² *Ibid.* p. 133.

4.3.1 Standard & Poor's

Comme le démontre le graphique 11, la cote de crédit attribuée au Québec par *Standard & Poor's* diminue progressivement depuis les années 1970, passant de AA à A+, une décote de deux échelons. Bref, la cote de crédit du gouvernement du Québec fait du surplace selon les critères d'évaluation de *Standard & Poor's* depuis juin 1993.

Graphique 11 - Dette du gouvernement du Québec, notation financière et nationalisme (Standard & Poor's)



D'un simple coup d'œil, on peut voir que l'appui à la souveraineté et la dette du gouvernement du Québec semblent augmenter lorsque les cotes de crédit émises par *Standard & Poor's* diminuent. Néanmoins, cette observation n'est pas forcément attribuable aux deux variables en présence. Une analyse bivariée ayant recours aux coefficients de corrélation et de détermination devient essentielle.

En ce qui a trait au tableau 5, celui-ci représente les corrélations entre les variables choisies et l'agence de notation *Standard & Poor's*.

Tableau 5 - Corrélation entre les variables (Standard & Poor's)

	Standard & Poor's	Appui à la souveraineté	Parti québécois au pouvoir	Référendum	Dette (% PIB)	Réformes
Standard & Poor's	1,00	-0,68	-0,02	0,04	-0,97	-0,76
Appui à la souveraineté	-0,68	1,00	0,13	0,13	0,72	0,44
Parti québécois au pouvoir	-0,02	0,13	1,00	0,27	0,08	-0,01
Référendum	0,04	0,13	0,27	1,00	-0,05	-0,17
Dette (% PIB)	-0,97	0,72	0,08	-0,05	1,00	0,85
Réformes	-0,76	0,44	-0,01	-0,17	0,85	1,00

Sources: Pinard, Durand, Yale, Léger Marketing, Gouvernement du Québec et Standard & Poor's

Premièrement, on peut dénoter une corrélation négative forte entre les cotes de crédit attribuées par *Standard & Poor's* et l'appui à la souveraineté. Cela signifie que plus l'appui à la souveraineté est élevé, plus la cote de crédit du Québec risque d'être affectée négativement. Deuxièmement, la corrélation entre *Standard & Poor's* et la présence du Parti québécois au pouvoir est triviale selon nos critères. Il n'y aurait donc pas de relation entre les deux phénomènes. Aussi, la présence d'un référendum semble être sans conséquence dans le processus d'évaluation de *Standard & Poor's*. Quatrièmement, il existe une corrélation négative forte, même presque parfaite, entre le niveau d'endettement du gouvernement du Québec et les évaluations de *Standard & Poor's*. Concrètement, plus la dette est élevée, plus les cotes de crédit sont basses. Finalement, il existe une corrélation négative forte entre l'évaluation de *Standard & Poor's* et les réformes entreprises par le gouvernement du Québec.

Bref, l'augmentation de l'appui à la souveraineté, l'augmentation de la dette du gouvernement et la présence de réformes auraient un effet négatif sur l'évaluation de la cote de crédit du Québec. Dans les trois cas, il ne serait pas étonnant que la corrélation décrite soit fallacieuse, c'est-à-dire que la relation entre les deux phénomènes ne serait pas véridique, étant donné les variations de l'appui à la souveraineté jumelées au maintien de la cote de crédit du Québec. Pour ce qui est de la dette, il est fortement possible que son augmentation entraîne une diminution de la cote de crédit du Québec. Quant aux réformes, il est étonnant de voir que la présence de politiques publiques visant à la

réduction de l'endettement ait un impact négatif sur l'évaluation de *Standard & Poor's*. Ayant lieu après les décotes du Québec, les réformes ont contribué à faire baisser et à réguler le niveau d'endettement.

Afin de déterminer quelles corrélations sont véridiques et lesquelles sont fallacieuses, il faudra recourir aux corrélations partielles. Le tableau 6 reflète cet exercice en jumelant l'appui à la souveraineté, la dette du gouvernement du Québec, les réformes et les évaluations de *Standard & Poor's*.

Tableau 6 - Corrélations partielles (Standard & Poor's)

Variables	Variable supplémentaire	Résultat
Dette (% PIB) et Standard & Poor's	Appui à la souveraineté	-0,94
Appui à la souveraineté et Standard & Poor's	Dette (% PIB)	0,07
Appui à la souveraineté et Dette (% PIB)	Standard & Poor's	0,30
Réformes et Standard & Poor's	Dette (% PIB)	0,47
Réformes et Dette (% PIB)	Standard & Poor's	0,70

Sources: Pinard, Durand, Yale, Léger Marketing, Gouvernement du Québec et Standard & Poor's

En reprenant la variable de la dette du gouvernement du Québec avec l'évaluation de *Standard & Poor's* et en ajoutant comme variable contrôle l'appui à la souveraineté, on obtient un résultat de -0.94, assez similaire à celui de la corrélation initiale de -0.97. Comme la différence entre ces deux coefficients de corrélation est faible, il est fortement possible que la dette ait une forte corrélation négative avec les cotes de crédit de *Standard & Poor's*.

En croisant l'appui à la souveraineté avec la cote de crédit de *Standard & Poor's* et en ajoutant la dette du gouvernement du Québec en variable supplémentaire, on découvre un résultat de 0.07, très différent de celui obtenu lors de la corrélation initiale avec un -0.68. D'une part, la force de la corrélation passe de forte à triviale. D'autre part, le signe de cette corrélation passe du négatif au positif. L'introduction de la variable dette du gouvernement démontre donc le lien fallacieux entre l'appui à la souveraineté et l'évaluation de *Standard & Poor's*.

En croisant la présence de lois et réformes avec la cote de crédit de *Standard & Poor's* et en ajoutant comme variable complémentaire la dette du gouvernement, on obtient une corrélation de 0.47, comparativement à -0.76 préalablement. Le constat d'une relation fallacieuse est une fois de plus observé comme le démontre l'écart entre les deux résultats et le changement de signe de la corrélation. Il y aurait plutôt une corrélation positive moyenne, presque forte, entre ces deux variables. Cela signifie que la mise en place de politiques publiques visant à baliser l'endettement aurait un impact mélioratif sur la cote de crédit émise par *Standard & Poor's* dans le cas du Québec.

Conséquemment, seule la dette du gouvernement du Québec semble avoir une relation non fallacieuse avec la cote de crédit attribuée par *Standard & Poor's* parmi les variables choisies initialement lors de cette démonstration. Toutefois, le test de la corrélation partielle permet d'affirmer un lien positif, inexistant préalablement, entre la présence de lois et réformes et l'évaluation de *Standard & Poor's*.

Après avoir déterminé la véracité des corrélations entre les variables, il est maintenant temps d'utiliser l'analyse de régression pour tenter de confirmer notre analyse bivariée avec une régression multiple. Pour ce faire, la variable *Standard & Poor's* sera croisée avec toutes les autres variables énumérées dans le tableau des corrélations, soit : l'appui à la souveraineté, la présence du Parti québécois au pouvoir, la tenue d'un référendum, la dette du gouvernement du Québec en pourcentage et la présence de lois et réformes comptables. Le tableau 7 présente les résultats de ce croisement.

Tableau 7 - Modèle de régression(Standard & Poor's)

	Constante	Coefficient	Confiance
Appui à la souveraineté	21,68	0,01	0.0159*
Parti québécois au pouvoir	21,68	0,13	0.03*
Référendum	21,68	-0,02	0.88
Dette (% PIB)	21,68	-0,07	2e-16***
Réformes	21,68	0,55	3.44e-05***

R carré ajusté: 0.9605

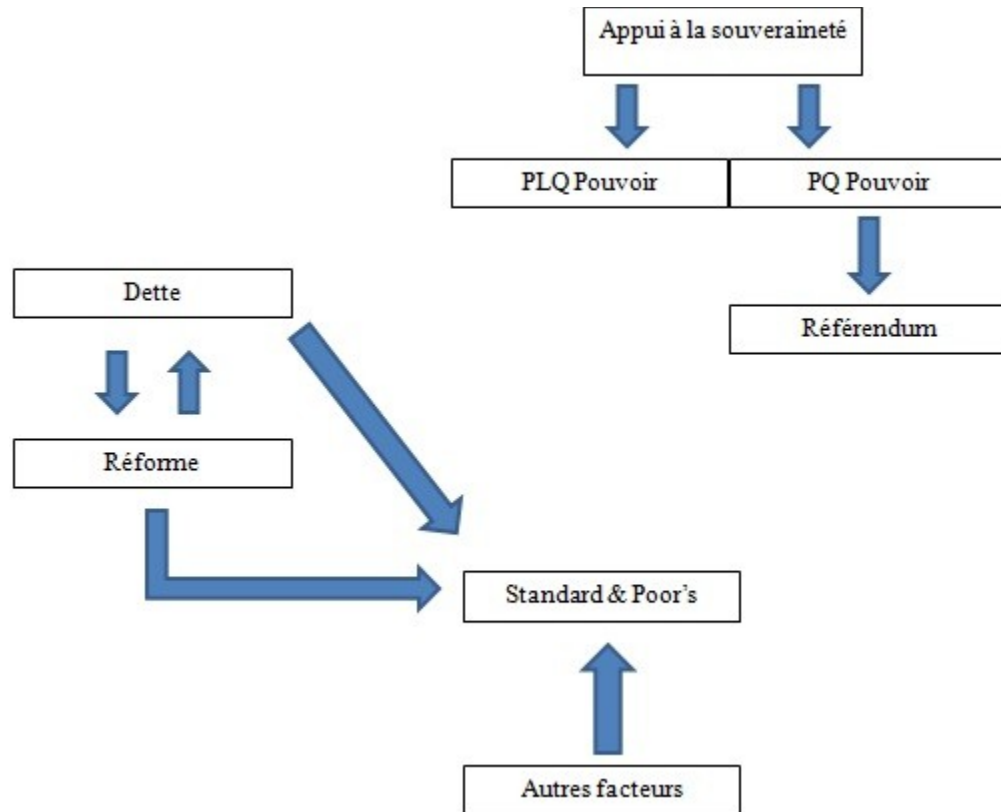
Confiance en l'échantillon: 2.2e-16

Sources: Pinard, Durand, Yale, Léger Marketing, Gouvernement du Québec et Standard & Poor's

De prime abord, quatre des cinq variables présentées sont significatives, soit l'appui à la souveraineté, le Parti québécois au pouvoir, la dette du gouvernement du Québec et la présence de lois et réformes. Toutefois, les résultats ne reflètent pas ceux de l'analyse bivariée. Les signes du modèle et de l'analyse bivariée sont inversés sauf pour la dette du gouvernement du Québec, qui demeure négative. Cette divergence peut s'expliquer, comme il a été démontré, par les multiples relations fallacieuses présentes dans l'analyse corrélationnelle. Malgré tout, ce modèle expliquerait 96 % de la variation de la cote de crédit de *Standard & Poor's* envers le Québec et serait significatif à 95 % de confiance. Concrètement, il est possible d'affirmer que la majeure partie de la variation de la cote de crédit attribuée par *Standard & Poor's* est influencée par la dette du gouvernement du Québec. Ainsi, la variation de la dette aurait une incidence sept fois plus importante que la variation de l'appui à la souveraineté en ce qui a trait à la fluctuation de la cote de crédit du Québec pour la firme *Standard & Poor's*. Cette agence de notation est davantage quantitative, voire libérale, dans son évaluation. Néanmoins, il est important de souligner que les lois et réformes peuvent avoir facilité le maintien de la cote de crédit du Québec sans toutefois la rehausser dans les faits.

Bref, si l'on devait schématiser la logique expliquant l'attribution des cotes de crédit du Québec par l'agence de notation *Standard & Poor's* avec les variables qui ont été sélectionnées dans ce mémoire, on obtiendrait la figure 1 ci-contre.

Figure 1 - Schéma causal (Standard & Poor's)



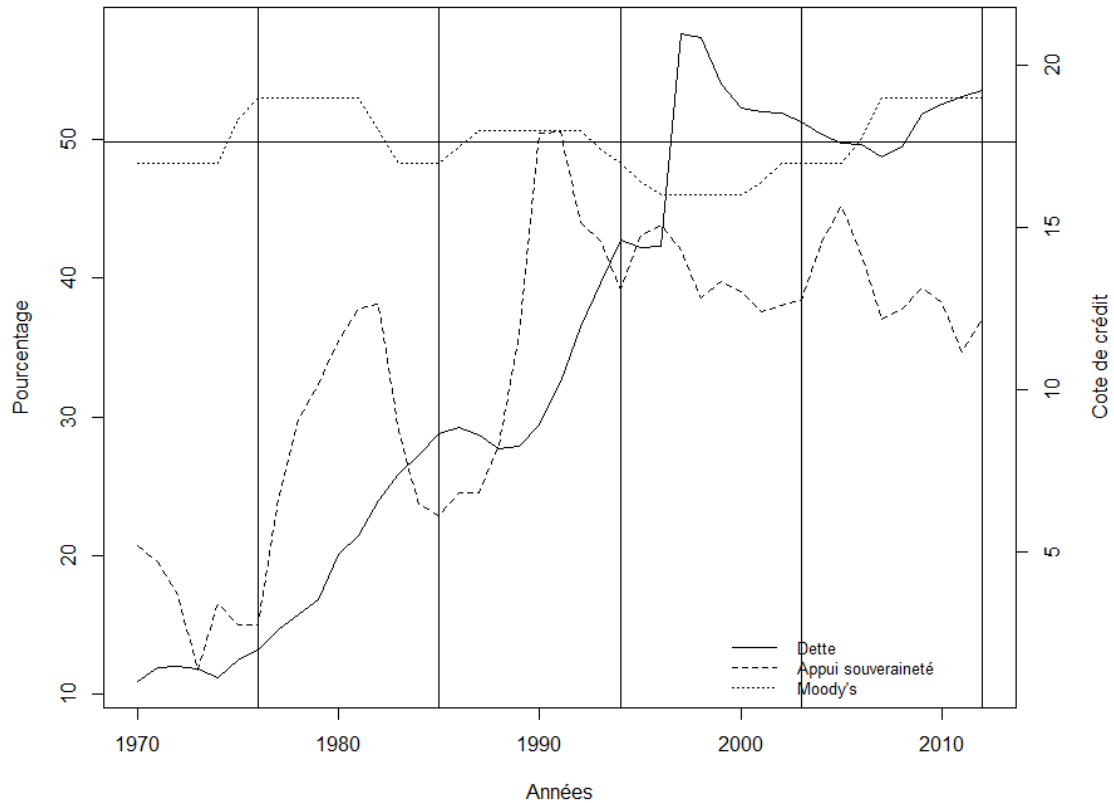
Globalement, l'appui à la souveraineté varie, peu importe la présence du Parti québécois ou du Parti libéral du Québec au pouvoir. Également, la tenue des référendums n'a lieu que sous les gouvernements péquistes. Tout au long de leurs mandats, les deux partis politiques vont avoir une incidence sur les finances publiques. Le PQ et le PLQ ont également entrepris la mise en place de lois et de réformes visant la réduction de l'endettement du Québec. Par la suite, ces réformes ont eu des répercussions sur le niveau de la dette de la province. On peut donc soutenir que la dette représente le facteur de prédilection dans l'émission des cotes de crédit du Québec pour l'agence *Standard & Poor's*. Dans une moindre mesure, la mise en place de lois et réformes semble avoir contribué à stabiliser la cote de crédit du Québec pour cette agence de notation.

Deux variables sélectionnées semblent avoir un impact sur l'évaluation de *Standard & Poor's*, la principale étant la dette du gouvernement du Québec, la seconde les lois et réformes entreprises. Quant à l'appui à la souveraineté, au référendum et à la présence du Parti québécois au pouvoir, ces variables n'affectent vraisemblablement pas l'évaluation de la cote de crédit du Québec pour *Standard & Poor's*. Ainsi, les résultats obtenus abordent dans le sens de notre hypothèse, à savoir que le nationalisme québécois a peu d'importance dans l'émission des cotes de crédit pour cette agence de notation. Il faut plutôt prendre en considération le niveau de la dette ainsi que, dans une moindre mesure, les lois et réformes mises en place par les gouvernements successifs pour expliquer les fluctuations au niveau de la cote de crédit du Québec. D'autres facteurs non-mentionnés ci-dessus peuvent également avoir un impact.

4.3.2 Moody's

Le graphique 12 représente l'évolution de la cote de crédit du Québec par l'agence de notation *Moody's*. Comme on peut le constater, celle-ci fluctue considérablement à travers la période à l'étude, variant de A2 à Aa2, soit une variation de quatre grades. Depuis la mise en place des lois et réformes encadrant les finances publiques en 1996-1997, la cote de crédit du Québec s'est vue rehaussée à deux reprises.

Graphique 12 - Dette du gouvernement du Québec, notation financière et nationalisme (Moody's)



À première vue, les variations des cotes de crédit attribuées par *Moody's* semblent suivre les variations de la dette du gouvernement du Québec, c'est-à-dire que lorsque la dette augmente, la cote de crédit diminue et vice-versa. Quant à l'appui à la souveraineté, celui-ci semble évoluer indépendamment de la cote de crédit du Québec pour la période étudiée. Une fois de plus, l'analyse bivariée sera sollicitée.

Le tableau 8 représente les corrélations entre les variables sélectionnées préalablement et l'agence de notation *Moody's*.

Tableau 8 - Corrélation entre les variables (*Moody's*)

	Moody's	Appui à la souveraineté	Parti québécois au pouvoir	Référendum	Dettes (% PIB)	Réformes
Moody's	1,00	-0,08	-0,28	0,01	-0,24	-0,10
Appui à la souveraineté	-0,08	1,00	0,13	0,13	0,72	0,44
Parti québécois au pouvoir	-0,28	0,13	1,00	0,27	0,08	-0,01
Référendum	0,01	0,13	0,27	1,00	-0,05	-0,17
Dettes (% PIB)	-0,24	0,72	0,08	-0,05	1,00	0,85
Réformes	-0,10	0,44	-0,01	-0,17	0,85	1,00

Sources: Pinard, Durand, Yale, Léger Marketing, Gouvernement du Québec et *Moody's*

Dans un premier temps, la corrélation entre l'évaluation de *Moody's* et l'appui à la souveraineté est triviale. Il n'y aurait donc aucune relation entre les deux phénomènes. Dans un second temps, la présence du Parti québécois au pouvoir et la cote de crédit émise par *Moody's* démontreraient une corrélation négative faible, au mieux moyenne. Concrètement, les évaluations de la firme *Moody's* seraient plus défavorables lorsque le Parti québécois est au pouvoir. Dans un troisième temps, il existe une corrélation triviale entre la tenue d'un référendum et la cote de crédit attribuée au Québec par *Moody's*. Le déclenchement d'un référendum concernant la souveraineté du Québec ne semble aucunement affecter la perception de *Moody's* lors de l'émission de la cote de crédit de la province. Dans un quatrième temps, il existe une corrélation négative faible, voire moyenne, entre la dette du gouvernement du Québec et l'évaluation de l'agence de notation *Moody's*. Ainsi, plus la dette publique de la province augmente, plus la cote de crédit émise par *Moody's* risque d'être faible. Finalement, on peut dénoter la présence d'une corrélation négative faible entre l'établissement des lois et réformes et de l'évaluation faite par la firme *Moody's*.

Bref, l'appui à la souveraineté et la tenue d'un référendum ne seraient pas corrélés avec la cote de crédit du Québec émise par *Moody's*. Quant aux variables faisant référence à la présence du Parti québécois au pouvoir et à la dette publique, celles-ci sont corrélées négativement de façon faible, tout au plus modérée, avec l'évaluation du Québec pour la firme *Moody's*. De prime abord, il est envisageable de considérer l'existence de relations fallacieuses dans deux cas présentés ci-dessus, soit : la corrélation négative faible, ou presque moyenne, entre la présence du Parti québécois au pouvoir et la cote de crédit émise par *Moody's* et la relation négative existante entre la présence de lois et réformes et l'évaluation de *Moody's*.

Suite à l'analyse de ces données, il est possible de soutenir que la relation entre les variables primaires utilisées par *Moody's* dans l'attribution des cotes de crédit ne seraient pas représentées parmi les variables sélectionnées dans ce mémoire. Néanmoins, il demeure tout de même possible de déterminer la validité des résultats enregistrés jusqu'à présent grâce aux corrélations partielles. Le tableau 9 reprend les variables sélectionnées en ajoutant une variable contrôle.

Tableau 9 - Corrélations partielles (Moody's)

Variables	Variable supplémentaire	Résultat
Parti québécois au pouvoir et Moody's	Dette (% PIB)	-0,27
Dette (% PIB) et Moody's	Parti québécois au pouvoir	-0,23
Dette (% PIB) et Parti québécois au pouvoir	Moody's	0,01
Réformes et Moody's	Dette (% PIB)	0,21
Réformes et Dette (% PIB)	Moody's	0,86

Sources: Pinard, Durand, Yale, Léger Marketing, Gouvernement du Québec et Moody's

En croisant la présence du Parti québécois au pouvoir avec l'évaluation de *Moody's* et en appliquant la dette du gouvernement du Québec en variable contrôle, on obtient des résultats similaires à ceux obtenus antérieurement, confirmant ainsi cette corrélation. Cela signifie que la présence du Parti québécois au pouvoir aurait un faible effet négatif sur la cote de crédit du Québec pour la firme *Moody's*. Une autre explication plausible pourrait également relever du fait que le Parti québécois est responsable d'une plus grande partie de l'accroissement de la dette, ce qui pourrait également avoir favorisé une décote de la province. C'est d'ailleurs la seconde hypothèse qui sera retenue et vérifiée par le modèle de régression subséquemment.

En jumelant la dette du gouvernement du Québec avec l'évaluation de *Moody's* et en ajoutant la présence du Parti québécois au pouvoir, on peut confirmer la validité de cette relation. Bien que le Québec bénéficie actuellement de la meilleure cote de crédit attribuée par *Moody's* dans l'histoire de la province, l'augmentation de la dette tend à faire décroître celle-ci historiquement. Nul doute que la mise en œuvre de lois et réformes visant à encadrer l'endettement public a un rôle substantiel à jouer dans l'obtention de ce résultat.

En reprenant les lois et réformes entreprises avec la cote de crédit émise par *Moody's* et en utilisant la dette du gouvernement du Québec en variable contrôle, on découvre une relation intéressante entre les deux phénomènes. À la limite de la trivialité dans le tableau du coefficient de corrélation, la variable *réforme* est maintenant corrélée positivement avec l'évaluation effectuée par *Moody's*. Deux avenues sont envisageables afin d'expliquer ce phénomène. D'une part, la relation préalablement décrite entre les deux phénomènes serait fallacieuse puisque le signe de la corrélation passe du négatif au positif. D'autre part, il est possible que l'implantation d'une variable contrôle puisse révéler une corrélation entre les deux phénomènes. C'est d'ailleurs ce scénario qui sera considéré dans la poursuite de cette analyse puisque la cote de crédit du Québec augmente à deux reprises suite à l'application des réformes. La mise en place de lois et réformes a donc un effet positif sur l'évaluation effectuée par *Moody's*.

Conséquemment, la présence du Parti québécois au pouvoir et l'augmentation de la dette du gouvernement du Québec auraient un impact négatif quant à la cote de crédit émise

par *Moody's*. Parallèlement, la présence de lois et réformes aurait pour effet de favoriser le rehaussement de l'évaluation faite par *Moody's*.

Maintenant que les corrélations entre les variables ont été traitées, l'analyse de régression permettra de démontrer la force du modèle pour l'agence de notation *Moody's*. Pour ce faire, la variable correspondante à *Moody's* sera croisée avec toutes les autres variables préalablement sélectionnées. Le tableau 10 présente les résultats obtenus.

Tableau 10 - Modèle de régression(Moody's)

	Constante	Coefficient	Confiance
Appui à la souveraineté	18,26	0,05	0.07.
Parti québécois au pouvoir	18,26	-0,59	0.08.
Référendum	18,26	0,41	0.59
Dette (% PIB)	18,26	-0,07	0.01*
Réformes	18,26	1,31	0.06.

R carré ajusté: 0.1345

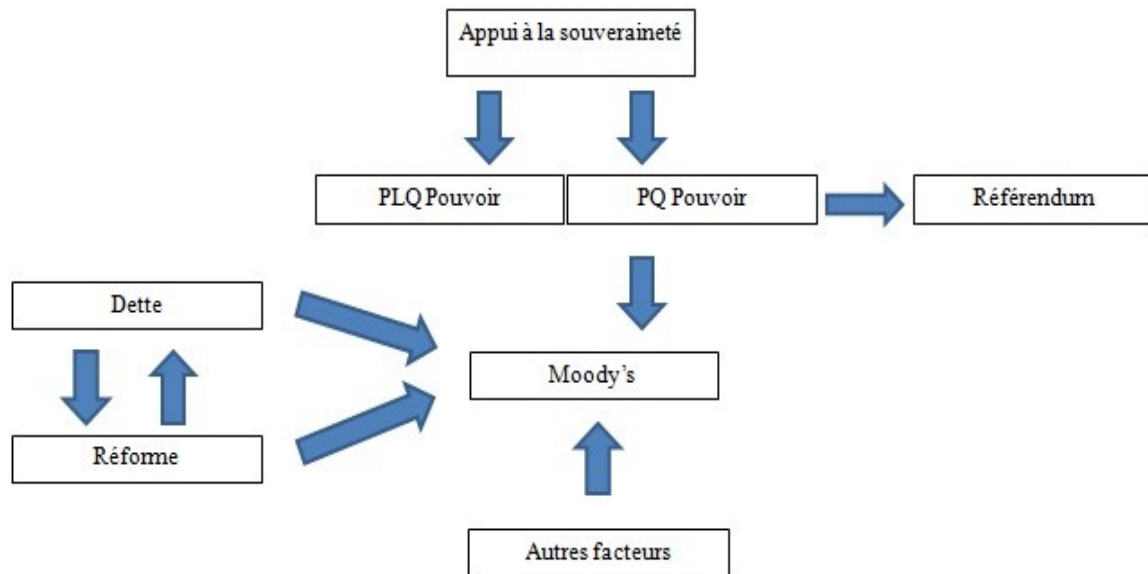
Confiance en l'échantillon: 0.06408

Sources: Pinard, Durand, Yale, Léger Marketing, Gouvernement du Québec et Moody's

De prime abord, une seule des variables est significative à un niveau de confiance de 95 %, soit la dette du gouvernement du Québec. Néanmoins, trois autres variables, c'est-à-dire l'appui à la souveraineté, la présence du Parti québécois au pouvoir et la présence de lois et réformes, sont significatives à un niveau de confiance de 90 %. Le modèle présenté expliquerait uniquement 13,5 % de la variation de la cote de crédit émise par *Moody's* envers le Québec et serait significatif à 93,6 % de confiance. Nul doute que ce modèle n'est pas optimal pour cette agence de notation. On peut donc conclure que d'autres variables régissent les évaluations effectuées par *Moody's*. Cette agence de notation semble davantage qualitative, voire neutre, dans son évaluation. Les facteurs institutionnels semblent prépondérants aux facteurs fiscaux dans l'émission des cotes de crédit.

Bref, en schématisant la logique expliquant l'attribution des cotes de crédit du Québec par l'agence de notation *Moody's* avec les variables qui ont été sélectionnées, on obtient la figure 2 illustrée ci-dessous.

Figure 2 - Schéma causal (Moody's)



Globalement, trois variables sélectionnées ont une incidence limitée sur l'évaluation de *Moody's*, soit la dette du gouvernement du Québec, la présence du Parti québécois au pouvoir et la présence de lois et réformes visant à baliser les finances publiques. Toutefois, comme il a été démontré, ces facteurs ne permettent pas d'expliquer une partie importante de l'évaluation faite par la firme *Moody's*. Conséquemment, d'autres facteurs, possiblement institutionnels, jouent un rôle prépondérant dans l'émission des cotes de crédit pour cette agence de notation. Elle accorderait donc une importance moins élevée aux facteurs fiscaux et économiques pour focaliser davantage sur les politiques publiques, voire les politiques de gouvernance²²³.

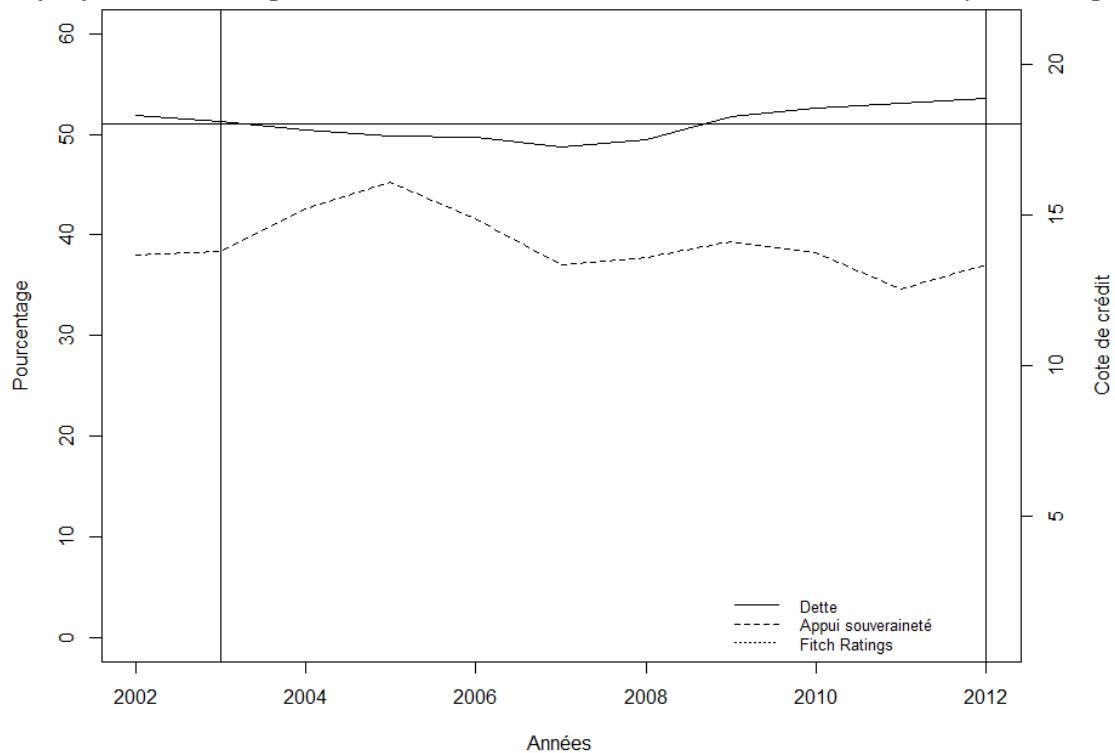
4.3.3 Fitch Ratings

Le graphique 13 fait référence à la cote de crédit attribuée par l'agence de notation *Fitch Ratings*. Celle-ci n'émettait pas d'évaluation pour la province québécoise avant 2002. Conséquemment, cette analyse sera problématique puisqu'elle ne tiendra pas compte : de

²²³ The World Bank Group. Worldwide Governance Indicators, [en ligne], <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home> (Page consultée le 27 juin 2014).

l'impact des référendums, puisque ceux-ci ont eu lieu en 1980 et 1995; de l'alternance au pouvoir entre le Parti libéral du Québec et le Parti québécois, puisque la période allant de 2002 à 2012 est quasi exclusivement associée à l'ère libérale de Jean Charest et; de l'impact de la mise en place des réformes visant à encadrer les finances publiques du Québec, on ne pourra donc pas déterminer si l'implantation de réformes a eu un impact sur les évaluations de *Fitch Ratings*.

Graphique 13 - Dette du gouvernement du Québec, notation financière et nationalisme (Fitch Ratings)



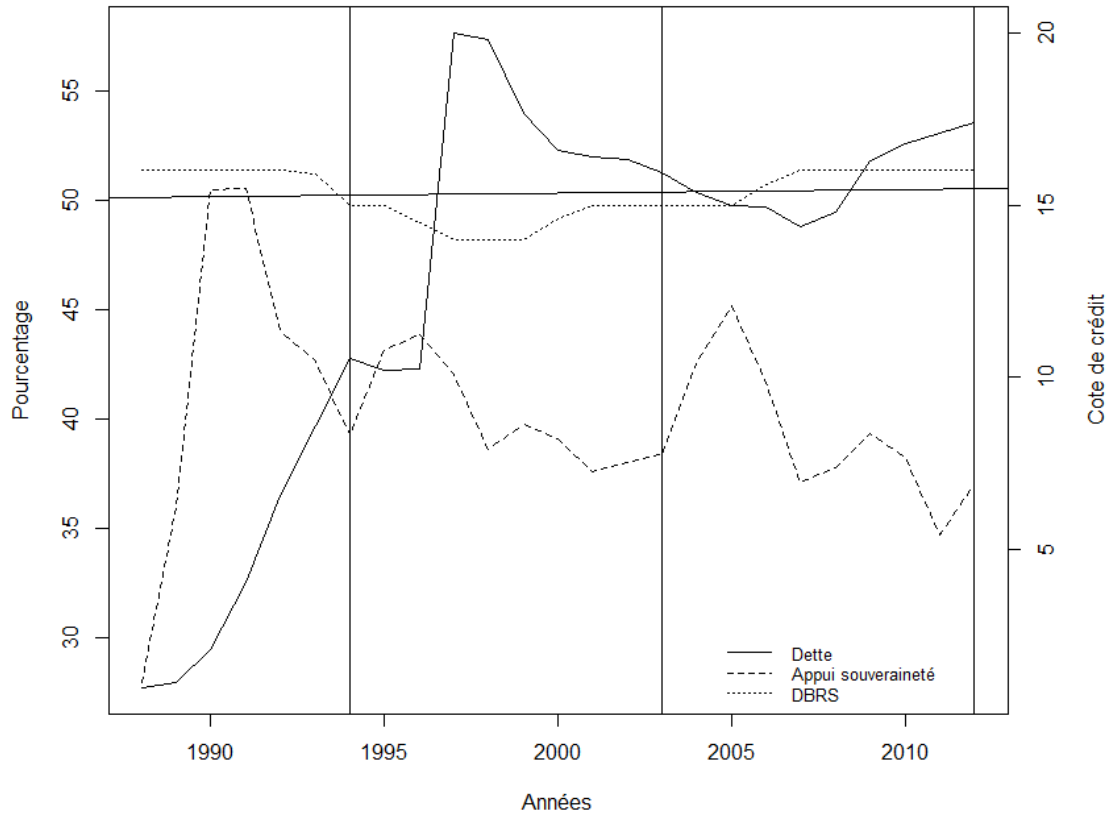
Comme on peut le constater, le Québec a une cote de crédit de AA- entre 2002 et 2012. Malgré certaines variations au niveau de la dette du gouvernement du Québec et au niveau de l'appui à la souveraineté, l'évaluation faite par la firme *Fitch Ratings* demeure stoïque. Le manque de données au sein de notre cadre spatio-temporel, ainsi que la non-variation de la cote de crédit du Québec, rend l'analyse de cette section obsolète.

4.3.4 Dominion Bond Rating Service

Comme on peut le constater, le graphique 14 renvoi à l'évolution de la cote de crédit du Québec selon la firme canadienne *Dominion Bond Rating Service (DBRS)*, variant de A (fort) à A (faible) entre 1987 et 2012. Une première dévaluation a lieu en 1993, puis une

seconde en 1996. Par la suite, la cote de crédit du Québec est revue à la hausse à deux reprises, soit en 2000 et en 2006.

Graphique 14 - Dette du gouvernement du Québec, notation financière et nationalisme (DBRS)



Suite à une observation primaire, l'appui à la souveraineté ne semble pas jouer un rôle dans les fluctuations des évaluations faites par *DBRS*. Toutefois, la cote de crédit émise par l'agence de notation canadienne semble être influencée par la mise en place des lois et réformes comptables jumelée à la diminution de la dette du gouvernement du Québec.

Le tableau 11 révèle les coefficients de corrélation entre les variables sélectionnées et la firme *Dominion Bond Rating Service*.

Tableau 11 - Corrélation entre les variables (DBRS)

	DBRS	Appui à la souveraineté	Parti québécois au pouvoir	Référendum	Dette (% PIB)	Réformes
DBRS	1,00	-0,09	-0,83	-0,10	-0,50	-0,27
Appui à la souveraineté	-0,09	1,00	-0,02	0,13	-0,18	-0,29
Parti québécois au pouvoir	-0,83	-0,02	1,00	0,29	0,42	0,16
Référendum	-0,10	0,13	0,29	1,00	-0,09	-0,27
Dette (% PIB)	-0,50	-0,18	0,42	-0,09	1,00	0,89
Réformes	-0,27	-0,29	0,16	-0,27	0,89	1,00

Sources: Pinard, Durand, Yale, Léger Marketing, Gouvernement du Québec et DBRS

Premièrement, on peut dénoter qu'il existe une corrélation négative triviale, voire quasi faible, entre l'évaluation de *DBRS* et l'appui à la souveraineté du Québec. Cela signifie que plus l'appui à la souveraineté augmente, plus la cote de crédit du Québec risque de baisser. Étant donné la faiblesse de cette relation, il est préférable de ne pas trop en tenir compte. Deuxièmement, la présence du Parti québécois au pouvoir est corrélée négativement et fortement avec la cote de crédit émise par *DBRS*. Cela résulte du fait que les pires cotes de crédit obtenues par la province ont été enregistrées sous la gouverne du PQ. La présence du Parti québécois semble donc plus propice à entraîner une dévaluation de la part de l'agence de notation canadienne. Toutefois, la présence d'une relation fallacieuse entre ces deux variables ne serait pas surprenante. Comme dans le cas de *Fitch Ratings*, le manque de données sur la période à l'étude peut également être un facteur tributaire de ce résultat. Troisièmement, on dénote la présence d'une corrélation négative faible entre la tenue d'un référendum et l'évaluation de *Dominion Bond Rating Service*. Malgré le fait que la cote de crédit du Québec demeure inchangée en 1995, elle venait tout juste d'être dévaluée en 1993 et elle le sera une fois de plus en 1996. La tenue du référendum sous un fond de marasme des finances publiques expliquerait en partie cette corrélation. Quatrièmement, il existe une corrélation négative forte entre la dette du

gouvernement du Québec et la cote de crédit émise par *DBRS*. C'est donc dire que plus le niveau d'endettement augmente, plus les chances de dévaluation sont grandes. Ultimement, les réformes seraient corrélées négativement dans une perspective faible, voire moyenne. La piste de la relation fallacieuse refait une fois de plus surface puisque la cote de crédit du Québec augmente à deux reprises suite à la mise en place des lois et réformes comptables.

Bref, trois variables semblent avoir une incidence sur les évaluations faites par l'agence de notation *Dominion Bond Rating Service*. Dans un premier temps, la présence du Parti québécois au pouvoir semble avoir un impact négatif sur la cote de crédit du Québec. D'une part, cette affirmation pourrait s'avérer fallacieuse puisque les données collectées ne sont pas suffisantes pour établir une corrélation entre l'alternance des partis politiques au pouvoir et les cotes de crédit émises par *DBRS*. D'autre part, l'augmentation proportionnelle de la dette du gouvernement du Québec précédant l'arrivée au pouvoir du Parti québécois risque d'avoir joué un rôle important sur la dévaluation de la cote de crédit du Québec. Qui plus est, la première décote survient sous un gouvernement libéral alors que la seconde survient lorsque la méthodologie concernant le calcul de la dette du Québec est remise en question, ce qui mènera au début des réformes comptables initiées par le gouvernement Bouchard. Dans un second temps, la dette du gouvernement du Québec possède un impact important dans le processus d'évaluation de la firme *DBRS*. Plus le niveau d'endettement de la province augmente, plus les cotes de crédit du gouvernement du Québec diminuent. Finalement, les réformes entreprises auraient un effet négatif sur les cotes de crédit émises par *DBRS*. Cette relation est sans doute fallacieuse puisque les cotes de crédit du gouvernement du Québec augmentent à deux reprises suite à la mise en place de ces réformes. Cette corrélation sera examinée plus explicitement lors de l'analyse de corrélations partielles.

Pour tenter de déterminer la validité des corrélations énumérées précédemment, on requiert l'utilisation des corrélations partielles. Celles-ci se retrouvent dans le tableau 12.

Tableau 12 - Corrélations partielles (DBRS)

Variables	Variable supplémentaire	Résultat
Parti québécois au pouvoir et DBRS	Dette (% PIB)	-0,79
Dette (% PIB) et DBRS	Réformes	-0,59
Réformes et DBRS	Parti québécois au pouvoir	-0,25
Réformes et DBRS	Dette (% PIB)	0,44
Réformes et Dette (% PIB)	DBRS	0,90

Sources: Pinard, Durand, Yale, Léger Marketing, Gouvernement du Québec et DBRS

Comme on peut le constater, la corrélation existante entre la présence du Parti québécois au pouvoir et la cote de crédit émise par la firme *DBRS* est confirmée lorsque l'on utilise la dette du gouvernement du Québec à titre de variable contrôle, rendant cette relation plausible. Néanmoins, la faible taille de l'échantillon recueilli en ce qui a trait à l'impact de l'alternance des partis politiques au pouvoir ne permet pas de définir, hors de tout doute, qu'un gouvernement dirigé par le Parti québécois aurait réellement des conséquences négatives aussi fortes sur les cotes de crédit émises par la firme canadienne. Un bémol sera donc émis au sujet de ce résultat. Quant à la relation entre la dette du gouvernement du Québec et l'agence de notation *DBRS*, à laquelle on jumèle la présence de réformes, on obtient un résultat plus élevé qu'initialement prévu. Malgré cette variation, la corrélation entre ces deux variables demeure forte et négative, passant de -0.50 à -0.59. En ce qui a trait à la corrélation entre les réformes et la cote de crédit émise par *DBRS* avec comme variable contrôle la présence du Parti québécois au pouvoir, on acquiert un résultat similaire au coefficient de corrélation. Toutefois, lorsque l'on

croise les réformes et l'évaluation de *DBRS* avec la dette du gouvernement du Québec, une relation fallacieuse apparaît. La corrélation serait maintenant positive et moyenne entre les deux variables. Considérant l'évolution de la cote de crédit du Québec, il est préférable de faire primer la seconde option comme étant celle qui prévaut. Finalement, la corrélation entre les réformes et la dette du gouvernement du Québec, à laquelle on introduit la variable *DBRS*, confirme la forte corrélation positive existante entre les deux variables.

À ce stade, l'utilisation d'une analyse de régression multiple peut venir étayer davantage les observations de l'analyse bivariée effectuée ci-dessus. Le tableau 13 démontre les résultats du croisement de la variable *DBRS* avec les autres variables sélectionnées.

Tableau 13 - Modèle de régression(DBRS)

	Constante	Coefficient	Confiance
Appui à la souveraineté	17,67	-0,02	0.25
Parti québécois au pouvoir	17,67	-1,20	5.63e-05***
Référendum	17,67	0,54	0.27
Dette (% PIB)	17,67	-0,02	0.34
Réformes	17,67	0,19	0.69

R carré ajusté: 0.6873

Confiance en l'échantillon: 3.15e-05

Sources: Pinard, Durand, Yale, Léger Marketing, Gouvernement du Québec et DBRS

De prime abord, une seule des variables semble être significative à 95 %, soit la présence du Parti québécois au pouvoir. Dans son ensemble, le modèle demeure tout de même significatif et expliquerait environ 69 % de la variation de la cote de crédit du Québec émise par *DBRS*. Certaines notions méritent toutefois de plus amples explications.

La relative courte période sur laquelle les données ont été collectées peut influencer les résultats. En effet, le fait qu'il n'y ait que trois alternances de partis politiques au pouvoir a une incidence sur les conclusions que l'on peut tirer de cette analyse. Comme une

décote survient à la fin de l'ère d'un gouvernement libéral en 1993, c'est plutôt un gouvernement péquiste qui sera soumis à la faiblesse de la cote de crédit du Québec. La dévaluation ayant lieu sous le règne d'un gouvernement péquiste en 1996 est attribuable à la reconnaissance d'une déficience méthodologique en ce qui concerne le calcul de la dette du gouvernement du Québec. La sous-évaluation du niveau d'endettement de la province n'est ultimement pas le résultat d'un seul parti politique, mais bien de l'ensemble des gouvernements successifs, les rendant tous imputables de la situation.

Afin de rectifier les résultats obtenus, la variable concernant la présence du Parti québécois au pouvoir sera soustraite de l'analyse effectuée. Comme le démontre le tableau 14, cette abstraction fait subir des variations importantes aux conclusions antérieures.

Tableau 14 - Modèle de régression sans la présence du Parti québécois au pouvoir(DBRS)

	Constante	Coefficient	Confiance
Appui à la souveraineté	19,59	-0,01	0.65
Référendum	19,59	0,05	0.94
Dette (% PIB)	19,59	-0,10	0.01**
Réformes	19,59	1,17	0.08.

R carré ajusté: 0.2874

Confiance en l'échantillon: 0.02761

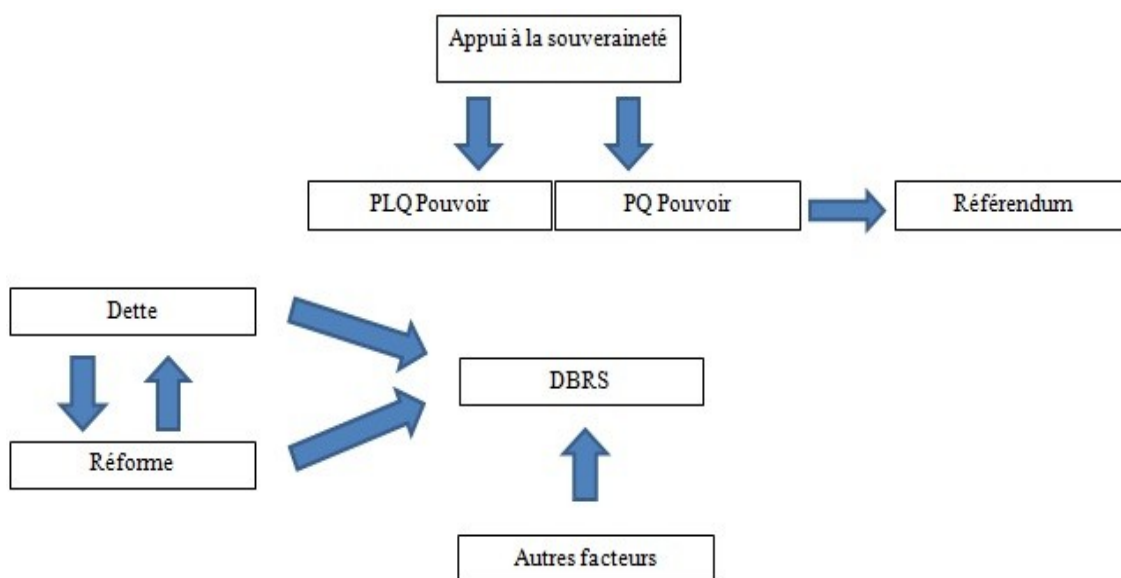
Sources: Pinard, Durand, Yale, Léger Marketing, Gouvernement du Québec et DBRS

Le modèle semble beaucoup plus vraisemblable après l'élimination de la variation de la présence du Parti québécois au pouvoir. Deux éléments sont significatifs : d'une part, la dette du gouvernement du Québec est significative à 95 % de confiance et d'autre part, la présence de réformes est significative à 90 % de confiance. Quant à la validité du modèle, celui-ci expliquerait 29 % de la variation des évaluations faites par l'agence de notation DBRS. Dans son ensemble, le modèle serait également significatif à 95 %. Cette

représentation sera donc privilégiée par rapport à celle élaborée précédemment pour la firme *DBRS*.

Bref, on pourrait une fois de plus schématiser la logique prévalant dans l'attribution des cotes de crédit du Québec pour l'agence canadienne *Dominion Bond Rating Service*. La figure 3 démontre les relations applicables au cas à l'étude.

**Figure 3 - Schéma causal
DBRS**



Une fois de plus, l'appui à la souveraineté varie indépendamment du parti politique au pouvoir. Quant à la tenue d'un référendum, celle-ci est exclusive au Parti québécois. En ce qui a trait aux évaluations de la firme *DBRS*, celles-ci varient principalement selon deux facteurs identifiés lors de cette recherche, soit la dette du gouvernement du Québec ainsi que les réformes entreprises pour contrôler le niveau d'endettement de la province. Toutefois, ces deux facteurs n'expliqueraient que 29 % de la variation de la cote de crédit émise par la firme canadienne, laissant ainsi 71 % de la variation aux autres facteurs, c'est-à-dire aux facteurs institutionnels, fiscaux et économiques. Pour des raisons méthodologiques, on préfère exclure la présence du Parti québécois au pouvoir pour cette firme.

4.4 Conclusion

Pour conclure, il convient de faire un retour sur les éléments étayés dans ce chapitre. Tout d'abord, on a défini et analysé l'évolution de la variable composite que représente l'appui à la souveraineté. Par la suite, un bilan de l'endettement selon l'alternance des partis politiques au pouvoir a été effectué. Finalement, les variables présélectionnées, soit l'appui à la souveraineté, la présence du Parti québécois au pouvoir, la tenue d'un référendum, la dette du gouvernement du Québec en pourcentage et la présence de lois et réformes comptables ont été croisées avec les évaluations des agences de notation retenues dans ce mémoire, c'est-à-dire *Standard & Poor's*, *Moody's*, *Fitch Ratings* et *DBRS*.

En retenant les résultats obtenus lors de l'analyse de cette section, on est en mesure d'établir un tableau synthèse des corrélations pour chacune des variables selon les différentes agences de notation comme le démontre le tableau 15.

Tableau 15 - Synthèse

	Standard & Poor's	Moody's	Fitch Ratings	Dominion Bond Rating Service
Appui à la souveraineté	Triviale	Triviale	ND	Triviale
Parti québécois au pouvoir	Triviale	Petite	ND	ND
Référendum	Triviale	Triviale	ND	Petite
Dette (% PIB)	Grande	Petite	ND	Grande
Réformes	Moyenne/Grande	Petite	ND	Moyenne

Sources: Pinard, Durand, Yale, Léger Marketing, Gouvernement du Québec, Standard & Poor's, Moody's, Fitch Ratings et DBRS

Pour chacune des agences, l'appui à la souveraineté n'a guère d'incidence sur leurs évaluations. Quant à la présence du PQ au pouvoir, celle-ci n'a pas réellement d'impact ou celui-ci est minime. Le résultat important pour la firme *DBRS* est lié à la faiblesse de l'échantillon comparativement aux deux autres agences, c'est pourquoi il est préférable de ne pas en tenir compte. De même, la tenue d'un référendum est triviale, le résultat de *DBRS* découlant d'un seul référendum et non des deux. En ce qui a trait à la dette du gouvernement en pourcentage du PIB, celle-ci semble être un facteur prépondérant dans

l'évaluation des agences *Standard & Poor's* et *DBRS*. En ce qui concerne la firme *Moody's* cette variable ne possède qu'un faible impact dans le processus d'analyse. Par ailleurs, la présence de lois et réformes comptables semble avoir une incidence moyenne ou forte pour les agences *Standard & Poor's* et *DBRS*. Une fois de plus, *Moody's* accorde une faible importance à cette variable. Ultimement, on pourrait qualifier les agences *Standard & Poor's* et *DBRS* comme étant plutôt libérales, voire quantitatives, alors que *Moody's* pencherait vers la neutralité en accordant plus de place à des variables qualitatives non-énumérées dans ce mémoire.

Conclusion

Afin de conclure ce mémoire, une récapitulation des éléments abordés semble essentielle. Une pluralité de problématiques a été identifiée dans cette recherche, on peut penser à la question des finances publiques du Québec, au rôle méconnu des agences de notation et à l'importance accordée aux composantes du nationalisme québécois dans l'évaluation des cotes de crédit de la province.

C'est d'ailleurs sous cette perspective que la question spécifique de ce mémoire est fondée. Un questionnement légitime se développe : est-ce que le nationalisme québécois est une variable spécifique prépondérante pour les agences de notation lors du processus d'émission des cotes de crédit du Québec? Autrement dit, est-ce que la présence du Parti québécois au pouvoir, la tenue d'un référendum ou encore l'appui à la souveraineté ont une incidence sur les variations des cotes de crédit de la province?

Deux hypothèses ont été émises initialement. Premièrement, le nationalisme québécois n'est pas une variable spécifique prépondérante pour les agences de notation lors du processus d'émission des cotes de crédit du Québec. Les résultats obtenus dans ce mémoire valident cette hypothèse pour trois des quatre agences de notation à l'étude. D'une part, les variables concernant le nationalisme seraient triviales dans l'évaluation de la firme *Standard & Poor's*. En ce qui a trait à l'agence de notation *Moody's*, l'analyse démontre que les composantes ayant comme fondement le nationalisme ont une importance triviale, voire petite dans le cas de la présence du Parti québécois au pouvoir, lors du processus d'émission des cotes de crédit. Quant à la firme de notation financière canadienne *DBRS*, celle-ci ne semble pas être influencée par les fluctuations attribuables au nationalisme. Néanmoins, il serait souhaitable d'émettre une certaine forme de réserve en ce qui concerne l'importance accordée à la présence du Parti québécois au pouvoir ainsi qu'à la tenue d'un référendum, puisque *DBRS* n'évalue pas le Québec avant 1987 comparativement aux deux autres agences mentionnées ci-dessus. Finalement, malgré le manque de données pour l'agence de notation *Fitch Ratings*, il serait possible d'extrapoler et de soutenir que le nationalisme québécois n'a pas d'incidence dans l'évaluation des cotes de crédit du Québec. Comme cette variable spécifique ne produit pas d'impact tangible sur les évaluations des autres agences de notation, il serait étonnant qu'elle en

produise chez la firme européenne. Globalement, le nationalisme québécois n'influencerait donc pas les évaluations des agences de notation. Deuxièmement, l'importance octroyée à la variable de la dette fluctue selon les agences de notation. Cette hypothèse est également confirmée suite à la démonstration effectuée dans ce mémoire. Toutefois, bien que les corrélations entre la dette du gouvernement du Québec et les cotes émises par les agences varient entre petite, moyenne et grande, les coefficients des modèles de régression démontrent que la variation de la dette du gouvernement du Québec entraîne une diminution de la cote de crédit d'environ -0,07 à -0,10 point par point de dette.

Pour en arriver à ces résultats, quatre chapitres ont été présentés. Le premier a été consacré aux aspects méthodologiques, c'est-à-dire le cadre théorique et analytique. On a énoncé certaines problématiques et abordé leurs pertinences. Une revue de la littérature concernant la notion de dette a été effectuée et jumelée aux approches connexes dans le domaine de la notation financière. La question générale de recherche ainsi que les hypothèses ont été formulées. Certaines mises au point ont été effectuées quant aux approches privilégiées dans l'élaboration de ce mémoire.

Le deuxième chapitre relève des finances publiques. On y a établi une définition de la notation de dette. Par la suite, la question de la dette du gouvernement du Québec a été étayée, de même que les perspectives relatives à la réduction du niveau de l'endettement. Une réflexion quant aux chocs externes permet d'effectuer une transition vers la notation financière.

Le troisième chapitre est réservé aux agences de notation. Un bref historique de la notation financière souveraine a été explicité. De plus, on a défini le rôle des agences de notation dans le système financier international. Une liste des écueils récurrents attribués à la notation financière a été traitée. Cette section du mémoire se termine avec la présentation de l'évolution des cotes de crédit du Québec pour les quatre agences à l'étude dans ce mémoire, soit *Standard & Poor's*, *Moody's*, *Fitch Ratings* et *Dominion Bond Rating Service*.

Le quatrième chapitre est consacré à la variable spécifique du nationalisme. Tout d'abord, on a défini les balises du nationalisme. Subséquemment, un bilan fiscal prenant en compte l'alternance des partis politiques au pouvoir a été réalisé. Puis, les variables présélectionnées ont été croisées avec les cotes de crédit du Québec.

Bien que la démonstration opérée dans ce mémoire soit en concordance avec nos hypothèses initiales, la prépondérance accordée aux facteurs institutionnels, dans le cas du Québec, les lois et réformes comptables, ont une incidence primaire dans les variations observées. Pour chacune des agences de notation en présence, cette variable contribue au rehaussement de la cote de crédit du Québec.

Globalement, on peut tirer comme constat que l'application de politiques publiques visant l'assainissement des finances publiques a un effet bénéfique important sur l'évaluation des agences de notation, la *Loi sur l'élimination du déficit et l'équilibre budgétaire* ou encore la création du *Fonds des générations* en sont des exemples.

Bibliographie

AGENCE FRANCE-PRESSE. *Élections: les Québécois plutôt "insatisfaits"*, La Presse, [en ligne], <http://www.lapresse.ca/actualites/elections-quebec-2012/201209/08/01-4572316-elections-les-quebecois-plutot-insatisfaits.php> (Page consultée le 15 août 2013).

AGLIETTA, Michel et Sandra RIGOT. *Crise et rénovation de la finance*, France, Odile Jacob, 2009, 365 p.

ALBEROLA, Émile et Stéphanie GIAMPORCARO-SAUNIÈRE. «Les agences d'analyse et de notation extra-financière: quels services pour quels investisseurs?» *Revue d'économie financière*, No 85, 2006, pp. 171-189.

ALTERNATIVES ÉCONOMIQUES. *Entretien avec Michel Aglietta: La sortie de la récession promet d'être lente*, avril 2009, [en ligne], http://www.alternatives-economiques.fr/michel-aglietta---la-sortie-de-la-recession-promet-d-etre-lente-fr_art_830_42525.html (Page consultée le 9 juillet 2013).

ASSEMBLÉE NATIONALE. *Loi sur l'élimination du déficit et de l'équilibre budgétaire*, Gazette officielle du Québec, 22 janvier 1997, 129^e année, n° 3, [en ligne], <http://www2.publicationsduquebec.gouv.qc.ca/dynamicSearch/telecharge.php?type=5&file=1996C55F.PDF> (Page consultée le 2 mars 2013).

ATTALI, Jacques. *Tous ruinés dans dix ans? Dette publique: la dernière chance*, Espagne, Fayard, 2011 p. 144.

BEAULIEU, Mario et Christian GAGNON. *Les 40 ans du «coup de la Brink's»: Les libéraux fédéraux sont coupables*, [en ligne], <http://www.ledevoir.com/politique/quebec/287902/les-40-ans-du-coup-de-la-brink-s-les-liberaux-federaux-sont-coupables> (Page consultée le 9 septembre 2013).

BIASUTTI, Jean-Pierre et Laurent BRAQUET. *Comprendre la dette publique*, France, Éditions Bréal, 2012, 127 p.

BILAN DU SIÈCLE. *Création du parti Option nationale*, [en ligne], <http://bilan.usherbrooke.ca/bilan/pages/evenements/23991.html> (Page consultée le 15 août 2013).

BILAN DU SIÈCLE. *Création du parti Québec solidaire*, Université de Sherbrooke, [en ligne], <http://bilan.usherbrooke.ca/bilan/pages/evenements/23736.html> (Page consultée le 15 août 2013).

BILAN DU SIÈCLE. *Élection des libéraux de Robert Bourassa à l'Assemblée nationale du Québec*, [en ligne], <http://bilan.usherbrooke.ca/bilan/pages/evenements/2147.html> (Page consultée le 25 mai 2014).

BILAN DU SIÈCLE. *Transfert vers l'Ontario de milliers de certificats en valeurs mobilières par des camions de la Brinks*, [en ligne], <http://bilan.usherbrooke.ca/bilan/pages/evenements/21205.html> (Page consultée le 9 septembre 2013).

- BLANQUÉ, Pascal. *Grammatica Economica: Lecture de Keynes, Friedman et Hayek*, France, Économica, 2012, 168 p.
- BLÉRALD, Philippe-Alain. «Théorie du marché politique et rationalité des politiques publiques», *Revue française de science politique*, Vol. 42, N° 2, 1991, pp. 235-263.
- BOIVIN, Simon. *PQ et référendum: Charest reste vague sur l'impact économique*, Le Soleil, [en ligne], <http://www.lapresse.ca/le-soleil/dossiers/elections-quebecoises/201209/01/01-4570390-pq-et-referendum-charest-reste-vague-sur-limpact-economique.php> (Page consultée le 18 août 2014).
- BORDUAS, Paul-Émile et al. *Manifeste Refus Global*, [en ligne], http://www.mbamsh.qc.ca/index.php?option=com_content&view=article&id=32&Itemid=57 (Page consultée le 9 février 2014).
- BOUGUERRA, Faïza. «Réformes du cadre législatif et réglementaire des agences de rating», *Revue française de gestion*, février 2008, n° 182, pp. 63-80.
- BOYD, Colin. *Gary Geddes*, Encyclopédie canadienne, [en ligne], <http://www.thecanadianencyclopedia.com/articles/fr/gary-geddes> (Page consultée le 24 août 2013).
- BRENDER, Anton Florence PISANI et Émile GAGNA. *La crise des dettes souveraines*, Paris, La Découverte, 2012, 126 p.
- BROUSSEAU-POULIOT, Vincent. *Le Québec cancre d'une classe surdouée*, La Presse, 28 juillet 2011, [en ligne], <http://affaires.lapresse.ca/economie/quebec/201107/28/01-4421562-dette-le-quebec-cancro-dune-classe-surdouee.php> (Page consultée le 20 février 2013).
- BUCHANAN, James et Gordon TULLOCK. *The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy*, États-Unis, Liberty Fund, 2004, 337 p.
- BUTTONWOOD. «Markets seem to be paying no attention to the views of the ratings agencies», *The Economist*, 20 juillet 2013, p. 63.
- CAMPEAU, Jean. Budget 1995-1996. «Discours sur le budget et renseignements supplémentaires», *Gouvernement du Québec*, 9 mai 1995, 283 p.
- CENTRE NATIONAL DE RESSOURCES TEXTUELLES ET LEXICALES. *Dette*, [en ligne], <http://www.cnrtl.fr/definition/dette> (Page consultée le 23 septembre 2013).
- CHAVAGNEUX, Christian. «Quel est le bon niveau de dette publique?», *L'Économie politique*, 2012/03, n° 55, p.5-6.
- CHINARDET, Claude. «Les conditions de succès de la théorie de Keynes: les a-t-on oubliées?», *Vie & sciences de l'entreprise*, janvier 2012, N° 190, p. 118-121.

CIRANO. *La dette provinciale en proportion du PIB plus importante pour le Québec que celle de l'ensemble des provinces et de l'Ontario*, Le Québec économique, [en ligne], <http://qe.cirano.qc.ca/node/1123> (Page consultée le 19 février 2014).

CLOUTIER, Édouard, Jean-Herman GUAY et Daniel LATOUCHE. *Le virage: l'évolution de l'opinion publique au Québec depuis 1960 ou comment le Québec est devenu souverainiste*, Montréal, Québec / Amérique, 1992, 181 p.

COUTROT, Thomas, Guillaume ETIEVANT, Jean-Marie HARRIBEY, Pierre KHALIFA, Frédéric LEMAIRE, Marc MANGENOT, Christiane MARTY et Stéphanie TREILLET. *Pour sortir du piège de la dette publique*, Attac, janvier 2012, [en ligne], <http://www.france.attac.org/articles/pour-sortir-du-piege-de-la-dette-publique> (Page consultée le 8 juillet 2013).

DANIEL, Fred, Walter ENGERT, Dinah MACLEAN, Jason ANDREOU, Clyde GOODLET, David LONGWORTH, Carol-Ann NORTHCOTT, Sean O'CONNOR et Robert TURNBULL. *La Banque du Canada, prêteur de dernier ressort*, Banque du Canada, [en ligne], <http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2010/06/daniel-f.pdf> (Page consultée le 24 août 2013).

DBRS. [en ligne], <http://www.dbrs.com/> (Page consultée le 20 août 2013).

DBRS. *Short-Term and Long-Term Rating Relationships*, DBRS, [en ligne], <http://www.dbrs.com/research/236758/short-term-and-long-term-rating-relationships.pdf> (Page consultée le 24 août 2013).

DIDIER, Samuel et Nicolas WEILL. *Les dessous du triple A. Agences de notation: récit de l'intérieur*, Montreuil, Omniscience, 2012, 187 p.

DOSTALER, Gilles. *Le libéralisme de Hayek*, Paris, La Découverte, 2001, 122 p.

DUTRISAC, Robert. *Il y a 25 ans, la nuit des longs couteaux - Une Constitution inachevée*, Le Devoir, [en ligne], <http://www.ledevoir.com/politique/canada/122165/il-y-a-25-ans-la-nuit-des-longs-couteaux-une-constitution-inachevee> (Page consultée le 17 juillet 2014).

DUTRISAC, Robert. «Suspension de la loi sur le déficit zéro», *Le Devoir*, 13 mai 2009, p. b5

FILLION, Gérald. *C'est donc Krugman qui avait raison?*, Radio-Canada, 26 avril 2013, [en ligne], <http://blogues.radio-canada.ca/geraldfillion/2013/04/26/lechec-de-lausterite/> (Page consultée le 14 août 2013).

FINANCEMENT-QUÉBEC. [en ligne], <http://www.finances.gouv.qc.ca/fr/page.asp?sectn=10&contn=97> (Page consultée le 24 août 2013).

FINANCEMENT-QUÉBEC. *Cote de crédit*, Ministère des finances et de l'économie, [en ligne], <http://www.finances.gouv.qc.ca/fr/page.asp?sectn=10&contn=97> (Page consultée le 24 août 2013).

FINANCES QUÉBEC. « Comptes publics 2006-2007. États financiers consolidés du gouvernement du Québec », *Gouvernement du Québec*, mars 2007, 156 p.

FINANCES QUÉBEC. « La dette du gouvernement du Québec », *Gouvernement du Québec*, 2007, 37 p.

FINANCES QUÉBEC. « La dette du gouvernement du Québec », *Gouvernement du Québec*, mars 2010, 42 p.

FINANCES QUÉBEC. *Le Fonds des générations*, Gouvernement du Québec, [en ligne], <http://www.budget.finances.gouv.qc.ca/fondsdesgenerations/> (Page consultée le 4 mars 2013).

FITCH RATINGS. [en ligne], <http://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/fitch-home.jsp> (Page consultée le 20 août 2013).

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL. *Le FMI et la bonne gouvernance*, FMI, [en ligne], <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/fre/govf.htm> (Page consultée le 8 octobre 2014).

FRIEDMAN, Milton. *Capitalism and Freedom*, Chicago, The University of Chicago Press, 2002, 208 p.

GAILLARD, Norbert. *A Century of Sovereign Ratings*, New-York, Springer, 2012, 206 p.

GAILLARD, Norbert. *Ces Français qui dirigent les agences de notation*, [en ligne], <http://www.atlantico.fr/decryptage/agences-notation-dirigeants-moodys-standard-poors-fitch-dette-151768.html> (Page consultée le 8 décembre 2013).

GAILLARD, Norbert. *Les agences de notation*, France, La Découverte, 2010, 126 p.

GELOSO, Vincent. *Du Grand Rattrapage au Déclin Tranquille. Une histoire économique et sociale du Québec de 1900 à nos jours*, Montréal, Les Éditions Accent Grave, 2013, 213 p.

GILL, Louis. *Rembourser la dette publique: la pire des hypothèses*, Montréal, Chaire d'études socio-économiques de l'UQÀM, 2006, 117 p.

GINON, Pierre. *La crise de la dette: un point de vue marxiste*, La Riposte, 2 juillet 2013, [en ligne], <http://www.lariposte.com/La-crise-de-la-dette-un-point-de.html> (Page consultée le 8 juillet 2013).

GOUVERNEMENT DU QUÉBEC. « Données historiques depuis 1970-1971 », *Gouvernement du Québec*, novembre 2012, 24 p.

GOUVERNEMENT DU QUÉBEC. *Les années marquantes de la Révolution tranquille*, [en ligne], <http://www.revolutiontranquille.gouv.qc.ca/index.php?id=54> (Page consultée le 9 février 2014).

GRIFFIN, John M., Jordan NICKERSON et Dragon Yongjun TANG. «Rating Shopping or Catering? An Examination of the Response to Competitive Pressure for CDO Credit Ratings», *U.S. Securities and Exchange Commission*, mai 2012, 65 p.

GUAY, Jean-Herman. *Statistiques en sciences sociales avec R*, Québec, Presses de l'Université Laval, 2013, 205 p.

HARVARD BUSINESS SCHOOL. *1907: The Banker's Panic*, [en ligne], <http://www.library.hbs.edu/hc/crises/1907.html> (Page consultée le 11 mars 2014).

HASSENTEUFEL, Patrick. *Sociologie politique: l'action publique*, Paris, Armand Colin, 2008, 294 p.

HOLBECQ, André-Jacques et Philippe DERUDDER. *La dette publique, une affaire rentable*, France, Éditions Yves Michel, 2011, 163 p.

INSTITUT DE LA STATISTIQUE. [en ligne], <http://www.stat.gouv.qc.ca/> (Page consultée le 20 août 2013).

JOANIS, Marcelin et Claude MONTMARQUETTE. «La problématique de la dette publique au Québec: causes, conséquences, solutions», *CIRANO*, Septembre 2005, 48 p.

JONES, Bryan. *Politics and the Architecture of Choice: Bounded Rationality and Governance*, United States of America, The University of Chicago Press, 2001, 232 p.

KEYNES, John Maynard. *The General Theory of Employment, Interest and Money*, États-Unis, BN Publishing, 2008, 239 p.

KRUGMAN, Paul. *Not Enough Inflation*, NY Times, 2 mai 2013, [en ligne], <http://www.nytimes.com/2013/05/03/opinion/krugman-not-enough-inflation.html> (Page consultée le 10 juillet 2013).

KRUGMAN, Paul. *Pourquoi les crises reviennent toujours*, France, Éditions du Seuil, 2009, pp. 107-124.

KRUGMAN, Paul. *The One Perfects Solution*, The New York Times, 25 avril 2013, [en ligne], http://www.nytimes.com/2013/04/26/opinion/krugman-the-one-percents-solution.html?nl=todaysheadlines&emc=edit_th_20130426&r=1& (Page consultée le 13 août 2013).

LADREIT DE LACHARRIÈRE, Marc. *Le droit de noter. Les agences de notation face à la crise*, France, Grasset, 2012, 184 p.

LAKOMSKI-LAGUERRE, Odile. «Introduction à Schumpeter», *L'Économie politique*, 2006, n° 29, pages 82-98.

LANGOHR, Herwig et Patricia LANGOHR. *The Rating Agencies and Their Credit Ratings. What They Are, How They Work, And Why They Are Relevant*, England, Wiley Finance, 2008, 510 p.

LAROUSSE. *Régulation (école de la)*, Dictionnaire de l'économie, 2000, [en ligne], <http://www.larousse.fr/archives/economie/page/208> (Page consultée le 8 juillet 2013).

LE CERCLE TURGOT, dir. Nicolas BOUZOU. *Rigueur ou relance? Le dilemme de Buridan, ou la politique économique face à la dette*, Paris, Groupe Eyrolles, 2011, 216 p.

LÉGER MARKETING. *Intentions de vote référendaire au Québec*, [en ligne], http://leger360.com/admin/voting_int/Intentions_de_vote_referendaire_au_Quebec2012.pdf (Page consultée le 23 mai 2014).

LÉVESQUE, Gérard D. «Budget 1985-1986. Énoncé de politiques budgétaires du gouvernement», *Gouvernement du Québec*, décembre 1985, 49 p.

LÉVESQUE, René. *Québec: Good Neighbour in Transition*, Ministère des Relations internationales, Francophonie et Commerce extérieur, [en ligne], http://www.mrifce.gouv.qc.ca/document/spdi/fonddoc/FDOC_alloc_1574_19770125_lev esque-rene.htm (Page consultée le 14 juin 2013).

MARX, Karl. *Le Capital: Édition populaire*, France, Les Presses universitaires de France, 1919, 417 p.

MARX, Karl et Friedrich ENGELS. *Manifeste du Parti communiste*, France, Librairie Générale Française, 2007, 156 p.

MINISTÈRE DES FINANCES ET DE L'ÉCONOMIE. [en ligne], <http://www.finances.gouv.qc.ca/fr/page.asp?sectn=2> (Page consultée le 24 août 2013).

MINISTÈRE DES FINANCES ET DE L'ÉCONOMIE. «Budget 1998-1999. Réforme de la comptabilité gouvernementale», *Gouvernement du Québec*, 1998, 27 p.

MINISTÈRE DES FINANCES ET DE L'ÉCONOMIE. *Cote de crédit*, [en ligne], <http://www.finances.gouv.qc.ca/fr/page.asp?sectn=10&contn=97>, (Page consultée le 20 novembre 2013).

MINISTÈRE DES FINANCES ET DE L'ÉCONOMIE. *Facteurs de croissance de la dette brute*, [en ligne], <http://www.finances.gouv.qc.ca/fr/page.asp?sectn=36&contn=330> (Page consultée le 4 octobre 2013).

MINISTÈRE DES FINANCES ET DE L'ÉCONOMIE. *Les bons du Trésor du Québec*, [en ligne], <https://www.btq.finances.gouv.qc.ca/pls/btqw/f?p=304:1:> (Page consultée le 4 octobre 2013).

MINISTÈRE DES FINANCES ET DE L'ÉCONOMIE. *Les concepts de dette*, [en ligne], <http://www.finances.gouv.qc.ca/fr/page.asp?sectn=36&contn=328> (Page consultée le 23 septembre 2013).

MINISTÈRE DES TRANSPORTS DU QUÉBEC. 1980-1995: ralentissement économique et consolidation des acquis, [en ligne], http://www.mtq.gouv.qc.ca/portal/page/portal/100ans/capsules_historiques/1980_1995 (Page consultée le 9 février 2014).

MOODY'S. [en ligne], https://www.moodys.com/pages/default_ca.aspx (Page consultée le 20 août 2013).

MOODY'S. «Rating Methodology. Sovereign Bond Ratings», *Moody's Investors Service*, septembre 2013, 36 p.

MOODY'S CORPORATION. Moody's History: A Century of Market Leadership, [en ligne], <https://www.moodys.com/Pages/atc001.aspx> (Page consultée le 26 novembre 2013).

MUCHERIE, Matthieu. *La courbe de Laffer*, [en ligne], <http://www.melchior.fr/La-courbe-de-Laffer.3911.0.html> (Page consultée le 7 mars 2014).

OUROUSSOFF, Alexandra. *Triple A. Une anthropologie dans les agences de notation*, France, Belin, 2013, 141 p.

PAGET-BLANC, Éric et Nicolas PAINVIN. *La notation financière. Rôle des agences et méthodes de notation*, Belgique, DUNOD, 2007, 292 p.

PARIENTY, Arnaud. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance Douglass North*, Alternatives Économiques, [en ligne], http://www.alternatives-economiques.fr/institutions--institutional-change-and-economic-performance-douglass-north_fr_art_222_25320.html (Page consultée le 24 août 2013).

PARIZEAU, Jacques. « Budget 1980-1981. Discours sur le budget », *Gouvernement du Québec*, mars 1980, 101 p.

PARIZEAU, Jacques. « Budget 1982-1983. Discours sur le budget », *Gouvernement du Québec*, mai 1982, 128 p.

PARIZEAU, Jacques. *Ne surdramatisons pas notre endettement*, [en ligne], <http://www.ledevoir.com/politique/quebec/378283/ne-surdramatisons-pas-notre-endettement> (Page consultée le 23 septembre 2013).

PERSPECTIVE MONDE. *Échec de l'accord constitutionnel du lac Meech*, [en ligne], <http://perspective.usherbrooke.ca/bilan/servlet/BMEve?codeEve=474> (Page consultée le 30 août 2014).

PIERSON, Paul. *Dismantling the Welfare State? Reagan, Thatcher, and the Politics of Retrenchment*, USA, Cambridge University Press, 2007, 213 p.

PINARD, Maurice, Claire DURAND et FRANÇOIS YALE. *Archives des sondages portant sur la souveraineté du Québec de 1962 à 2008*, [en ligne], http://www.mapageweb.umontreal.ca/durandc/Souverainete/recherche_souverainete.html (Page consultée le 23 mai 2014).

POSCA, Julia. «Agences de notation: Au coeur des dérives de la finance», *Institut de recherche et d'informations socio-économiques (IRIS)*, 13 novembre 2012, 21 p.

RAYMOND, Grégory. *Chute de Lehman Brothers: Tout ce que vous devez savoir sur ce qu'il s'est passé depuis*, Le Huffington Post, [en ligne], http://www.huffingtonpost.fr/2012/09/14/lehman-brothers-crise-subprimes-grece-fed-bce-euro_n_1884756.html (Page consultée le 13 juin 2013).

REINHART, Carmen et Kenneth ROGOFF. «Growth in a Time of Debt», *American Economic Review*, 100 (2), pp. 573-578.

SIOURD, Audrey. *La reprise, c'est pour quand?, L'éclatement de la bulle Internet et la déprime boursière*, Radio-Canada, [en ligne], http://www.radio-canada.ca/nouvelles/dossiers/economie_mondiale/boulets.html (Page consultée le 13 juin 2013).

SMITH, Adam. *La richesse des nations: tome II*, Paris, Flammarion, 1991, 637 p.

STANDARD AND POOR'S. [en ligne], <http://www.standardandpoors.com/home/en/us> (Page consultée le 20 août 2013).

STANDARD AND POOR'S. *A History of Standard & Poor's*, [en ligne], <http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/> (Page consultée le 26 novembre 2013).

STATISTIQUE CANADA. [en ligne], <http://www.statcan.gc.ca/start-debut-fra.html> (Page consultée le 20 août 2013).

STIGLITZ, Joseph. *Le rapport Stiglitz: pour une vraie réforme du système monétaire et financier international*, France, Les liens qui libèrent, 2010, 298 p.

STIGLITZ, Joseph. *Le triomphe de la cupidité*, France, Les liens qui libèrent, 2010, pp. 305-312.

STIGLITZ, Joseph. *Quand le capitalisme perd la tête*, France, Librairie Générale Française, 2009, p. 453.

THE ASSOCIATED PRESS. *Moody's upgrades U.S. credit rating to stable*, USA today, [en ligne], <http://www.usatoday.com/story/money/business/2013/07/18/moodys-upgrades-outlook-us-government-debt/2554691/> (Page consultée le 20 août 2013).

THE R PROJECT FOR STATISTICAL COMPUTING. [en ligne], <http://www.r-project.org/> (Page consultée le 20 août 2013).

THE WORLD BANK GROUP. *Worldwide Governance Indicators*, [en ligne], <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home> (Page consultée le 27 juin 2014).

TOUSSAINT, Éric. *Les banques bluffent en toute légalité*, Centre de recherche sur la mondialisation, [en ligne], <http://www.mondialisation.ca/les-banques-bluffent-en-toute-legalite/5340448> (Page consultée le 13 juin 2013).

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Office of Credit Ratings*, [en ligne], <http://www.sec.gov/about/offices/ocr.shtml> (Page consultée le 9 décembre 2013).

VÉRIFICATEUR GÉNÉRAL DU QUÉBEC. «Rapport du Vérificateur général du Québec à l'Assemblée nationale pour l'année 2010-2011. Vérification de l'information financière et autres travaux connexes. Chapitre 2: États financiers consolidés du gouvernement», *Vérificateur général du Québec*, février 2011, 32 p.

WALTER, Christian dir. *Nouvelles normes financières. S'organiser face à la crise*, France, Springer, 2010, 250 p.

WAPSHOTT, Nicholas. *Keynes Hayek: The Clash That Defined Modern Economics*, United States of America, W.W. Norton, 2011, 382 p.

YALE, François. *L'évolution de l'appui à la souveraineté du Québec: effets de la formulation de la question et effets de contexte*, Montréal, Université de Montréal, 2008, 108 p.