

# 258 milliards de raisons de préparer l'indépendance

## Cross-default, spread et CDPQ, la mécanique de transition.

La dette obligataire du Québec provincial ne disparaît pas au jour de l'indépendance. Elle change de signataire. La transition financière n'est pas un saut dans le vide, mais un déménagement technique où les contrats existants restent valides et où les créanciers continuent d'être remboursés, à condition que la séquence soit bien gérée.

Au 31 mars 2025, la dette brute du gouvernement du Québec s'établissait à **258 milliards** de dollars, soit environ 30 000 dollars par habitant ou trois fois et demie le budget annuel de la santé. Ce sont les marchés obligataires qui financent la dette brute, et c'est donc elle qui est directement

exposée aux risques de transition. Sur ce total, 74 % est libellé en dollars canadiens, 12 % en dollars américains, 11 % en euros et 3 % en autres devises. Le risque de change sur ces 26 % en devises étrangères est déjà neutralisé par des contrats de *swap* ISDA, véritables forfaits à prix fixe qui transfèrent le risque à la banque partenaire : peu importe ce que fait le taux de change, le gouvernement paie toujours le montant convenu en dollars canadiens à la signature. Dans le cadre ISDA, la non-résiliation automatique en cas de changement de souveraineté constitue la règle générale, mais certains contrats incluent des clauses de résiliation pour *illegality* (article 5(b)(i) du Master Agreement ISDA 2002) ou de *force majeure* (article 5(b)(ii)) qui pourraient être invoquées selon la rédaction exacte du contrat. Une revue juridique contrat par contrat, conduite par des spécialistes du droit des dérivés financiers, serait indispensable avant la date d'indépendance.

Le vrai risque contractuel se cache dans les *Global Notes*, format standard des émissions québécoises sur le marché américain, soumises au droit de l'État de New York. Ces contrats contiennent deux clauses dangereuses. La première, dite *default by change of sovereignty*, permet aux créanciers d'exiger un remboursement immédiat si l'émetteur subit une transformation politique majeure. La seconde, le *cross-default*, fonctionne comme un bail où une seule facture impayée donne au propriétaire le droit d'expulser le locataire de tout l'appartement : un défaut technique sur une petite série d'obligations rendrait l'ensemble de la dette émise sous droit de New York immédiatement exigible. Un défaut sur quelques centaines de millions pourrait déclencher des réclamations sur des dizaines de milliards.

La solution ne serait pas le remboursement anticipé, mais la *consent solicitation*, qui fonctionne comme une assemblée de copropriété : le ministère des Finances mandaterait une banque d'affaires pour contacter les porteurs enregistrés à la Depository Trust Company de New York, leur proposant de voter la modification des clauses problématiques en échange d'une prime de 0,10 % à 0,25 % de la valeur nominale, soit entre 10 et 25 cents par tranche de 100 dollars. Sur 10 milliards de dette concernée, cette prime représenterait entre 10 et 25 millions de dollars, payés une seule fois, comme des frais de notaire pour sécuriser un transfert de propriété. Si une majorité qualifiée, généralement entre 66 % et 75 % des porteurs, approuve la modification, la clause est changée pour tous sans qu'un seul dollar de capital ne soit remboursé. Un gouvernement qui engage cette démarche dix-huit à vingt-quatre mois avant l'indépendance formelle dispose du temps nécessaire pour la mener à bien sans alarmer les marchés.

Le gouvernement constituerait à l'avance une réserve couvrant douze à dix-huit mois de remboursements, technique dite de pré-financement. La future Banque centrale du Québec mobiliserait ses réserves de change et négocierait des ententes de *swap* entre banques centrales pour garantir la liquidité du système financier si les flux de capitaux se tendaient. Un État qui garantit la liquidité de son système bancaire en période de turbulence retire aux marchés leur principal levier de pression.

Le cadre juridique international applicable à la succession de la dette provinciale repose sur le principe de continuité des obligations contractuelles : le Québec souverain assumerait la dette provinciale de plein droit, sans renégociation. La Convention de Vienne sur la succession d'États de 1983, bien que non encore entrée en vigueur, fournit le cadre de référence pour la négociation de la part fédérale. Son article 38 pose la règle de base : aucune dette de l'État prédécesseur ne passe automatiquement à l'État successeur sans accord tenant compte des bénéfices reçus.



« **Lorsque l'État successeur est un État nouvellement indépendant, aucune dette d'État de l'État prédécesseur ne passe à l'État nouvellement indépendant, à moins qu'un accord entre eux n'en dispose autrement au vu du lien entre la dette d'État de l'État prédécesseur liée à son activité dans le territoire auquel se rapporte la succession d'États et les biens, droits et intérêts qui passent à l'État nouvellement indépendant.** » -- Article 38, Convention de Vienne sur la succession d'États en matière de biens, archives et dettes d'État, Nations Unies (1983).

La Commission Bélanger-Campeau posait dès 1991 la bonne posture de départ :

« *que le gouvernement énonce son intention de négocier sa juste part des biens et de la dette.* » -- Commission sur l'avenir politique et constitutionnel du Québec, *Rapport*, Assemblée nationale du Québec (1991).

La question de la dette odieuse, soit la portion de la dette fédérale contractée sans bénéfice pour le territoire québécois, constitue un levier de négociation juridiquement fondé.

Ce que le droit international laisse indéterminé, les agences de notation le tranchent en chiffres. Une note de crédit souveraine fonctionne comme la cote de crédit d'un particulier : plus elle est haute, moins on paie cher pour emprunter. En mars 2025, le Québec est noté Aa2 chez Moody's et AA- chez Fitch. S&P a abaissé sa note à A+ en avril 2025, première réduction depuis 1993, en invoquant les déficits persistants, le ralentissement démographique et l'incertitude commerciale liée aux tarifs américains. Cette divergence illustre que la note souveraine est une évaluation prospective variant selon les hypothèses retenues, non un fait objectif. Ce que les trois agences s'accordent à souligner, c'est que le cadre institutionnel canadien, incluant le filet de sécurité fédéral et la prévisibilité des transferts, constitue un facteur de soutien implicite à la note québécoise. Au jour de l'indépendance, ce paramètre disparaît.

Le Québec serait alors noté selon des critères différents : dette rapportée au PIB, stabilité institutionnelle, crédibilité de la banque centrale, balance des paiements. La comparaison avec les pays baltes est éclairante mais imparfaite : l'Estonie de 1991 reconstruisait une économie post-soviétique de zéro, sans infrastructure bancaire ni cadre réglementaire établi. Le Québec part d'une économie de 550 milliards avec un secteur financier mature, ce qui suggère une remontée de la note nettement plus rapide. La Slovaquie fournit un précédent plus proche : note initiale BBB progressant vers AA en moins de quinze ans.

Le *spread* mesure l'écart de taux entre deux emprunteurs. Concrètement, 100 points de base représentent 1 % de taux d'intérêt supplémentaire : sur 258 milliards, 100 points de base coûtent 2,6 milliards par an. Le *spread* actuel oscille entre 40 et 70 points de base. Au moment de l'indépendance, un élargissement de 100 à 200 points de base supplémentaires est probable, soit un surcoût annuel de 2,6 à 5,2 milliards le temps que les marchés évaluent le nouveau cadre. Ce surcoût est un investissement de transition. L'indépendance permet de rapatrier environ 30 milliards en impôts annuellement versés à Ottawa (incluant péréquation et transferts fédéraux). La marge nette liée à l'élimination des doublons administratifs (douanes, agence du revenu, transports) représente plusieurs milliards annuels. Un surcoût d'emprunt de 2,6 à 5,2 milliards en période de transition est donc absorbable dans cette marge, ce qui rendrait la transition financièrement proche de la neutralité dès les premières années.

La Caisse de dépôt et placement du Québec jouerait un rôle déterminant : sa participation à la première émission souveraine fonctionnerait comme le premier billet mis dans le chapeau d'un musicien de rue, signal qui convainc les autres passants de suivre. Ce mécanisme de *credit enhancement* réduit la prime de risque : la CDPQ, mieux informée que n'importe quelle banque étrangère, juge l'État viable et les marchés le lisent ainsi. La CDPQ n'agirait pas seule : le gouvernement constituerait un syndicat d'émission en sollicitant des banques d'affaires internationales comme Goldman Sachs, Deutsche Bank ou BNP Paribas, dont la participation prouverait que la crédibilité du Québec repose sur un réseau international engageant sa propre réputation. La CDPQ souscrirait 20 à 30 % de la première émission au taux du marché, le syndicat distribuant le reste, ce qui réduit le risque de sous-souscription, comprime le taux souverain et préserve les obligations fiduciaires de la Caisse envers les retraités québécois.

La séquence complète se déroulerait en deux temps causalement liés. Dix-huit à vingt-quatre mois avant l'indépendance, la revue juridique des prospectus sous droit de New York permet d'identifier les clauses de *cross-default*, ce qui déclenche le mandat à une banque d'affaires pour conduire les *consent solicitations* ; en parallèle, le pré-financement des échéances et la constitution des réserves de change retirent aux marchés leur levier de pression. Ces conditions réunies, le gouvernement peut au jour de l'indépendance reconnaître explicitement la dette provinciale, publier un cadre fiscal crédible et lancer la première émission souveraine avec la CDPQ et le syndicat international.

Le gouvernement du Québec pourrait dès maintenant mandater le ministère des Finances pour auditer chaque clause de souveraineté dans ses contrats obligatoires et publier un cadre de gestion de la dette souveraine. Les marchés récompensent la prévisibilité : un gouvernement qui documente publiquement sa capacité à gérer la transition réduit l'incertitude perçue et, avec elle, le coût futur de son indépendance. Un Québec qui brûle l'une de ces étapes paie le prix en points de base pendant une décennie.

Louis-Martin Carrière