Ce texte a initialement été publié le 14 mars 2019. À ce moment, le(s) conseiller(s) étai(en)t affilié(s) avec Patrimoine Hollis, une division de l'Industrielle Alliance Valeurs mobilières inc.

Québec, le 14 mars 2019

Lettre ouverte

au premier ministre du Québec, Monsieur François Legault,
et au ministre des Finances du Québec, Monsieur Éric Girard

Le Fonds des générations : une erreur de 300 millions de dollars par année se prépare

Monsieur le Premier Ministre du Québec,

Monsieur le Ministre des Finances du Québec,

Vous trouverez ci-jointe une lettre ouverte au sujet de la gestion du Fonds des générations. Notre document est présenté en trois parties :

- À la page 2, on retrouve un résumé du texte
- Aux pages 3 à 9, on retrouve la version complète de la lettre
- Aux pages 10 à 14, on retrouve une version plus courte de la lettre

Veuillez agréer, Monsieur le Premier Ministre et Monsieur le Ministre des Finances, l'expression de notre considération distinguée.

Et nous signons, l'équipe de planification financière intégrée du cabinet.

Éric Brassard, FCPA, FCA, Pl. Fin, Associé,

Jean-Raymond Castelli, Avocat Associé

Robin Lévesque, LL.B., CPA, CMA

Vincent Bouchard, CPA, CMA, M. Fisc.

Jérémy Gauthier, CPA, CA

Francis Couture, CPA, CA, CFA

Catherine Gosselin, CPA, CGA, LL.M. Fisc.

Jonathan Beauchesne, CPA, CMA, M. Sc., M. Fisc., CFA

Marc-Antoine Perron, CPA, CA

Bernard Poulin, CPA, CA

Marc-André Vachon, LL.B., MBA, M. Fisc.

Le Fonds des générations : une erreur de 300 millions de dollars par année se prépare

Résumé

Le gouvernement a décidé d'utiliser une partie des sommes du Fonds des générations pour rembourser la dette du Québec. Il est question ici d'un retrait de 10 milliards de dollars.

La création du Fonds des générations fut une excellente décision prise en 2006. Elle visait à gérer adéquatement la dette du Québec. Au lieu de réduire directement la dette, les sommes qui y étaient destinées ont été remises à la Caisse de dépôt et placement du Québec pour qu'elle les gère en vue d'en maximiser le rendement plutôt que de se contenter d'en réduire les intérêts. Le seul objectif du Fonds est d'amoindrir le fardeau de la dette du Québec, et ce fut effectivement le cas depuis 2006.

Au 31 décembre 2017, le rendement moyen du Fonds des générations était de 9,5 % sur cinq ans et de 6,1 % sur dix ans. Durant cette même période, le coût de la dette était de 2,7 % pour les cinq dernières années et de 3,3 % sur dix ans. Il a donc été manifestement profitable de confier les sommes à la Caisse de dépôt, et ce malgré la crise de 2008. Cette décision avantagera les prochaines générations. Pourquoi changer les choses maintenant ?

Voici un fait très important : les intérêts sur la dette sont payés dans le cadre des opérations courantes et sont donc pris en compte dans le budget présenté par le gouvernement chaque année. En revanche, le rendement du Fonds des générations n'est pas pris en compte dans les revenus du gouvernement dans son budget annuel et reste dans le Fonds des générations. On peut donc avoir l'impression qu'on ne peut pas profiter immédiatement de la réduction des intérêts pour dépenser ailleurs. Ce simple jeu comptable peut entraîner de mauvaises décisions si on n'a aucune vue d'ensemble et qu'on met l'accent sur un seul des deux volets.

Il ne nous semble pas financièrement rentable de prendre une telle décision, qui appauvrira simplement les prochaines générations de 300 millions de dollars par année. L'argument lié à la réduction des intérêts ne tient pas la route, car il y aura plutôt un manque à gagner considérable. En réalité, le gouvernement se privera d'un rendement nettement supérieur au coût des intérêts, comme il l'a indiqué lui-même à de nombreuses reprises. L'argument de la prudence est artificiel et incohérent puisqu'il y a des sommes bien plus importantes, dont l'usage est prévu à plus court terme, qui demeurent dans les marchés sans qu'on s'en inquiète. Le seul argument cohérent est celui de s'accorder une marge de manœuvre immédiate pour avoir la possibilité de dépenser davantage. Il existe cependant d'autres méthodes pour se donner cette marge de manœuvre sans nuire aux rendements futurs et aux prochaines générations. Il ne faut surtout pas que cet objectif légitime nous empêche d'avoir une vue d'ensemble de la situation. Nous suggérons donc de laisser la Caisse de dépôt faire son travail de gestion et de faire fructifier les sommes du Fonds des générations, ce qui constitue un excellent moyen de réduire l'endettement net du Québec. La politique initiale suivie depuis 2006 devrait donc être maintenue en ne retirant pas un sou de ce Fonds pour rembourser le capital de la dette.

QUÉBEC
686, Grande Allée Est, bureau 100, Québec (Québec) G1R 2K5
Téléphone : 418 682-5853 Télécopieur : 418 682-3534
Sans frais : 1 877 682-5853

MONTRÉAL
1411, rue Peel, bureau 500, Montréal (Québec) H3A 1S5
Téléphone : 514 395-2020

associes@bgy.ca

Québec, le 14 mars 2019

Lettre ouverte (version complète)

au premier ministre du Québec, Monsieur François Legault,
et au ministre des Finances du Québec, Monsieur Éric Girard

Le Fonds des générations : une erreur de 300 millions de dollars par année se prépare

Monsieur le Premier Ministre du Québec,

Monsieur le Ministre des Finances du Québec,

Nous vous écrivons aujourd'hui au sujet de votre décision d'utiliser une partie des sommes du Fonds des générations pour rembourser la dette du gouvernement du Québec. Il est question ici d'un retrait de 10 G$ (10 milliards de dollars). Rappelons que le gouvernement libéral précédent avait également soulevé cette possibilité. Il explique sa décision dans le document budgétaire de mars 2018 que l'on peut consulter en suivant ce lien : Budget 2018-2019 Fonds des générations (veuillez aussi lire la note à la toute fin du présent texte). La mise à jour économique de décembre 2018 traite aussi de ce sujet (Sommaire économique déc 2018).

La présente lettre ouverte est de nature strictement financière. Elle ne comporte aucune intention ou allégeance politique ni aucun point de vue politique, et ce, de quelque nature que ce soit. Notre objectif est simplement de contribuer au débat financier puisque les réflexions, arguments et éléments à considérer font écho aux décisions financières usuelles qu'a à prendre sur une base courante la population du Québec quant à ses finances personnelles.

Nous croyons qu'il est déplorable qu'une telle décision soit prise, surtout quand il est précisé à la population que les principaux objectifs de cette décision sont de réduire les intérêts sur la dette et de créer une plus grande marge de manœuvre au gouvernement. En réalité, le gouvernement se privera d'un rendement nettement supérieur au coût des intérêts, comme il l'a indiqué lui-même à de nombreuses reprises. Cette décision pourrait donc avoir pour conséquence un manque à gagner important. Pour ce qui est de disposer d'une marge de manœuvre accrue, il est malheureux de prendre une mauvaise décision financière pour cette raison, alors qu'il existe d'autres solutions. Les arguments soulevés comportent de faux raisonnements financiers et cette décision aura uniquement pour effet d'appauvrir les prochaines générations.

QUÉBEC
686, Grande Allée Est, bureau 100, Québec (Québec) G1R 2K5
Téléphone : 418 682-5853 Télécopieur : 418 682-3534
Sans frais : 1 877 682-5853

MONTRÉAL
1411, rue Peel, bureau 500, Montréal (Québec) H3A 1S5
Téléphone : 514 395-2020

associes@bgy.ca

LES NOTIONS DE BASE

Pour les lecteurs moins informés, voici quelques points essentiels à la compréhension de ce texte.

- La création du Fonds des générations fut une excellente décision prise en 2006. Elle visait à gérer adéquatement la dette du Québec. Au lieu de réduire directement la dette, les sommes qui y étaient destinées ont été remises à la Caisse de dépôt et placement du Québec pour qu'elle les gère en vue d'en maximiser le rendement plutôt que de se contenter d'en réduire les intérêts. Le seul objectif du Fonds est d'amoindrir le fardeau de la dette du Québec, et ce fut effectivement le cas depuis 2006.

- Au 31 décembre 2017, le rendement moyen du Fonds des générations était de 9,5 % sur cinq ans et de 6,1 % sur dix ans. Durant cette même période, le coût de la dette était de 2,7 % pour les cinq dernières années et de 3,3 % sur dix ans. Il a donc été manifestement profitable de confier les sommes à la Caisse de dépôt, et ce malgré la crise de 2008. Cette décision avantagera les prochaines générations. Pourquoi changer les choses maintenant ?

- Lorsqu'on établit une politique de placement, il faut, entre autres, établir l'horizon de placement, autrement dit, le moment où on compte utiliser les sommes en cause. Une personne souhaitant utiliser des sommes dans 6 mois pour acheter une maison n'a pas le même horizon de placement qu'une personne qui épargne pour sa retraite qui commencera dans 30 ans.

    - Le Fonds des générations n'a pas vraiment d'horizon de placement prévisible. À la limite, on pourrait ne jamais retirer les sommes, tant qu'il sera plus rentable de les laisser dans l'économie que de rembourser la dette.

    - En conséquence, si un jour la dette du Québec est de 250 G$ et que les sommes disponibles dans le Fonds des générations sont du même ordre, on pourra alors dire que la dette sera éteinte en substance[1]. C'est cette approche que le Fonds a adoptée depuis 2006, et on atteindra beaucoup plus rapidement cet objectif si on laisse l'argent dans le Fonds.

- La Caisse de dépôt gère 310 G$. Le Fonds des générations ne représente environ que 13 G$ de cette somme. La Caisse gère, notamment, les sommes de la RRQ, de la SAAQ, de la CNESST, et surtout les sommes disponibles afin de pourvoir aux régimes de retraite des employés de l'État (dont le Fonds d'amortissement des régimes de retraite ou FARR). Ces sommes ne sont pas toutes sous la responsabilité directe du gouvernement, mais elles sont toutes destinées à offrir des avantages aux Québécois, d'une manière ou d'une autre.

    - S'il s'avère réellement pertinent de réduire le risque ou de faire preuve de prudence, il faudrait alors penser à réduire le risque des placements visant à combler les besoins dans ces domaines et non seulement celui du Fonds des générations. L'horizon de placement de ces mandats est bien plus court que celui du Fonds des générations, puisqu'il faut prévoir des paiements réguliers, encore plus, dans certains cas, si on tient compte du vieillissement de la population.

---

[1] Nous sommes conscients qu'il y a bien d'autres points à prendre en compte, surtout dans le domaine de la gestion des risques et des taux d'intérêt sur le marché. Le but ici est toutefois de montrer l'objectif global du Fonds des générations.

- Les entreprises de cotation qui établissent la cote de crédit du Québec soustraient déjà le montant du Fonds des générations du solde de la dette afin d'établir la dette du Québec (Dette du Québec). Il y a très peu de liens à faire entre le remboursement de la dette en utilisant le Fonds des générations et l'établissement de la cote du crédit du Québec (surtout compte tenu du montant peu élevé du Fonds). Il n'y a aucun lien à faire non plus avec un soi-disant cercle vertueux (page 24 du document budgétaire de mars 2018), car les sommes du Fonds des générations réduisent déjà la dette du gouvernement pour établir la dette totale. En 2006, les entreprises de cotation ont très bien accueilli le Fonds des générations et ont compris qu'il s'agit d'un outil visant à réduire l'endettement du Québec, qui, combiné à un contrôle annuel des déficits, démontre que le Québec gère bien son endettement net.

- Voici un fait très important : les intérêts sur la dette sont payés dans le cadre des opérations courantes et sont donc pris en compte dans le budget présenté par le gouvernement chaque année. En revanche, le rendement du Fonds des générations n'est pas pris en compte dans les revenus du gouvernement dans son budget annuel et reste dans le Fonds des générations[2]. On peut donc avoir l'impression qu'on ne peut pas profiter immédiatement de la réduction des intérêts pour dépenser ailleurs. Ce simple jeu comptable peut entraîner de mauvaises décisions si on n'a aucune vue d'ensemble et qu'on met l'accent sur un seul des deux volets. Nous en discutons davantage ici-bas, puisqu'il s'agit probablement de l'aspect à la base de la décision du gouvernement.

LES ARGUMENTS

On présente souvent trois arguments pour justifier le retrait des sommes du Fonds des générations.

- **Économiser des intérêts :** il est impossible d'économiser des intérêts! C'est mal informer la population que d'affirmer une telle chose. Il y a toujours un coût de renonciation pour le gouvernement. Économiser 4 % en intérêt n'est pas un avantage si de l'autre côté on perd 7 % en rendement[3]. C'est un peu comme si quelqu'un affirmait avoir économisé sur ses coûts d'épicerie parce qu'il est allé manger au restaurant au lieu de cuisiner lui-même! Les prochaines générations seront appauvries de 3 %, soit environ 300 M$ (300 millions de dollars) par année en considérant les 10 G$ qui seront retirés du Fonds (sans même tenir compte du rendement composé). Affirmer à la population qu'on économisera des intérêts si on utilise les sommes du Fonds des générations pour réduire la dette, sans toutefois faire les nuances essentielles, est un manque de rigueur évident. Dans tous les cas, une somme de 300 M$ est importante en soi, même si elle peut s'avérer moins matérielle en comparaison d'autres éléments économiques (comme le PIB, le budget total du Québec, etc.). Il s'agit d'une somme colossale, encore plus lorsqu'on la cumule sur plusieurs années.

- **Prudence :** la question de la prudence, étant donné le contexte des marchés boursiers élevés et des bons rendements passés, est à tout le moins un manque de cohérence gouvernemental, et nous apparaît un argument erroné. Le gouvernement soulève aussi ce point dans un article publié en 2018 (CAQ et fonds des générations).

---

2 En fait, les revenus du Fonds sont d'abord additionnés et ensuite soustraits.

3 Aux fins de ce texte, nous avons établi que la Caisse de dépôt pourra réaliser un rendement de 7 % en moyenne dans les prochaines années et que le coût marginal futur de la dette du gouvernement du Québec sera de 4 %. On pourrait discuter longtemps de ces hypothèses, mais la conclusion sera toujours la même : le rendement de la Caisse sera supérieur au coût de la dette sur une longue période.

- Le Fonds des générations n'a pas vraiment d'horizon de placement et il s'agit du contexte idéal pour conserver un portefeuille bien investi dans les marchés. Il y aura assurément certaines années où les rendements seront négatifs, mais, à long terme, on sera avantagé de laisser les sommes dans ce Fonds. Ce fut d'ailleurs le cas au tout début du Fonds lors de la crise financière de 2008, ce qui ne l'a pas empêché de réaliser un rendement intéressant sur plusieurs années. Lorsqu'on n'a pas besoin des sommes à court terme, ce n'est pas un problème que les rendements soient négatifs de temps à autre, pourvu qu'on demeure dans le marché et qu'on soit avantagé à long terme[4].

- Tenter de prévoir les tendances du marché à court terme (*market timing)* pour un gouvernement est une approche très audacieuse. Mais si l'objectif est effectivement d'éviter une baisse de marché à court terme, le gouvernement devrait indiquer le moment où les sommes seront réinvesties dans le Fonds. Mais, il n'a jamais été question de remettre les sommes. Il s'agit plutôt d'effectuer un retrait pur et simple. La question de la prudence à court terme n'est donc pas un argument.

- Un argument important contre cette prétendue stratégie de prudence est que le Fonds des générations ne représente qu'une infime portion des sommes gérées directement ou indirectement par l'État pour le futur. Si on voulait vraiment faire preuve de prudence et éviter une baisse de marché, ce sont les sommes gérées pour les régimes de retraite des employés de l'État qu'il faudrait aussi retirer. Ces sommes sont beaucoup plus élevées et ont un horizon de placement relativement plus proche. Il est donc illogique de parler de prudence pour 10 G$, alors qu'on laisse par ailleurs des sommes considérables dans le marché. Pourquoi ne pas rembourser la dette avec ces sommes aussi? On pourrait rembourser une grande partie de la dette du Québec et réemprunter ensuite selon les besoins annuels. On économiserait des milliards en intérêts selon la logique du gouvernement. Pourtant, ce serait une très mauvaise décision parce qu'on perdrait de l'autre côté des sommes beaucoup plus substantielles en rendement réalisé par la Caisse de dépôt. Personne n'a jamais envisagé de vider la Caisse de dépôt pour payer la dette. Pourquoi en serait-il ainsi pour le Fonds des générations? Le manque de cohérence ici est frappant.

- On pourrait être tenté de dire : « Les rendements boursiers ont été très bons au cours des dernières années et les taux d'intérêt n'ont cessé de baisser récemment. Cela ne peut durer continuellement. » Eh bien oui, c'est ainsi depuis des décennies. Le rendement d'un portefeuille diversifié l'emporte sur le taux d'intérêt de la dette gouvernementale, et ce, sur une longue période, et il n'y a rien d'inhabituel là-dedans. La théorie financière est claire sur ce point. Oui, les taux d'intérêt augmenteront et reviendront à des niveaux plus habituels. Il en a été ainsi durant de longues années et cela n'a pas empêché les titres de croissance d'être plus avantageux par rapport aux taux de la dette sur une longue période. C'est pratiquement un désaveu envers la gestion de la Caisse de dépôt que d'affirmer qu'elle ne pourra pas surpasser le taux de la dette sur une longue période.

- Contrairement à ce que l'on peut penser, il peut s'avérer très imprudent de sortir des sommes du Fonds des générations, puisque c'est la seule option qui peut assurément faire perdre de l'argent à long terme.

---

[4] L'année 2018 a été difficile sur les marchés financiers mondiaux, ce qui n'a cependant pas empêché la Caisse de dépôt de réaliser un rendement positif de 4 %.

- **La marge de manœuvre** : maintenant, abordons l'argument de la marge de manœuvre et le fait que les intérêts soient payés dans les opérations courantes, alors que le rendement du Fonds demeure dans le Fonds. Si on prend par exemple 4 % de 10 G$, c'est 400 M$ d'intérêts qui seront inclus par année à titre de dépense aux opérations normales du gouvernement dans le futur. On pourrait croire que cette approche réduit la marge de manœuvre du gouvernement, car elle l'empêche de dépenser ces 400 M$ pour les services publics. Les sommes découlant du 7 % de rendement (700 M$), quant à elles, demeurent dans le Fonds. Il serait dommage qu'un simple jeu comptable nous amène à perdre 300 M$ (700 M$ moins 400 M$) par année pour les prochaines générations. Il est tout à fait légitime de vouloir se donner un jour ou l'autre une marge de manœuvre quant aux intérêts qu'on n'aurait pas payés si on avait remboursé 10 G$ de dette afin de permettre au gouvernement de dépenser davantage, ou de montrer un surplus plus important, selon son objectif réel. C'est probablement le principal aspect à la base de la décision du gouvernement mais il y a toutefois d'autres façons d'atteindre cet objectif.

    - Le Fonds pourrait verser au gouvernement un dividende annuel (comme Hydro-Québec, la SAQ ou Loto Québec) équivalent aux intérêts qu'on aurait eus en moins dans le budget des opérations si on avait appliqué le Fonds contre la dette. Les 10 M$ demeureraient dans le Fonds et continueraient leur travail. Voilà une solution simple et réalisable. On obtiendrait le même résultat si les sommes annuelles prévues par la loi devant être envoyées aux Fonds étaient réduites des intérêts qu'on aurait payés en moins si on avait remboursé la dette.

    - Il existe même une autre option intéressante d'un point de vue financier. On pourrait tout simplement réemprunter ces intérêts au lieu de les retirer du Fonds. Cette option permettrait de laisser encore plus d'argent dans le Fonds. Oui, la dette augmenterait de 400 M$, mais il y aurait 400 M$ de plus dans le Fonds. Par la même occasion, précisons qu'à la limite, si on était rusé, c'est en fait 50 G$ qu'on devrait emprunter sur le marché des obligations pour le donner à la Caisse de dépôt par l'entremise du Fonds des générations. Ce sont 50 G$ qui travailleraient à 7 % et qui n'en coûteraient que 4 %. Ce serait un fier service à rendre aux prochaines générations, surtout si, de surcroît, ces sommes étaient investies dans l'économie du Québec. Mais bon, il s'agit d'un autre débat et il n'est pas nécessaire de se rendre jusque-là. Nous sommes bien conscients qu'un nouvel emprunt de cette envergure pourrait avoir des incidences sur la perception des marchés financiers envers le Québec. Le but ici est simplement de visualiser le concept global.

    - Il est donc faux d'avancer que la seule façon de s'accorder une marge de manœuvre est de sortir des sommes du Fonds pour rembourser la dette.

CONCLUSION

En conclusion, il ne nous semble pas financièrement rentable de prendre une telle décision, qui appauvrira tout simplement les prochaines générations de 300 M$ par année. L'argument lié à la réduction des intérêts ne tient pas la route, car il y aura plutôt un manque à gagner considérable. L'argument de la prudence est artificiel et incohérent puisqu'il y a des sommes bien plus importantes, dont l'usage est prévu à plus court terme, qui demeurent dans les marchés sans qu'on s'en inquiète. Le seul argument cohérent est celui de s'accorder une marge de manœuvre immédiate pour avoir la possibilité de dépenser davantage. Il existe cependant d'autres méthodes pour se donner cette marge de manœuvre sans nuire aux rendements futurs et aux prochaines générations. Il ne faut surtout pas que cet objectif légitime nous empêche d'avoir une vue d'ensemble de la situation. Nous suggérons donc de laisser la Caisse de dépôt faire son travail de gestion et de faire fructifier les sommes du

Fonds des générations, ce qui constitue un excellent moyen de réduire l'endettement net du Québec. La politique initiale suivie depuis 2006 devrait donc être maintenue en ne retirant pas un sou de ce Fonds pour rembourser le capital de la dette.

Veuillez agréer, Monsieur le Premier Ministre et Monsieur le Ministre des Finances, l'expression de notre considération distinguée.

Et nous signons, l'équipe de planification financière intégrée du cabinet.

Éric Brassard, FCPA, FCA, Pl. Fin, Associé,

Jean-Raymond Castelli, Avocat Associé

Robin Lévesque, LL.B., CPA, CMA

Vincent Bouchard, CPA, CMA, M. Fisc.

Jérémy Gauthier, CPA, CA

Francis Couture, CPA, CA, CFA

Catherine Gosselin, CPA, CGA, LL.M. Fisc.

Jonathan Beauchesne, CPA, CMA, M. Sc., M. Fisc., CFA

Marc-Antoine Perron, CPA, CA

Bernard Poulin, CPA, CA

Marc-André Vachon, LL.B., MBA, M. Fisc.

NOTE LIÉE AU TEXTE BUDGÉTAIRE CITÉ PRÉCÉDEMMENT EN DÉBUT DE LA LETTRE

(BUDGET 2018-2019 FONDS DES GÉNÉRATIONS)

Même si ce n'est pas forcément lié au débat actuel sur le Fonds des générations, nous tenions à commenter des passages du texte qui traitent de la différence entre les mauvaises dettes et les bonnes dettes (pages 9 et 34 principalement, mais en plusieurs autres endroits aussi). Les mauvaises dettes seraient liées aux déficits annuels passés et les bonnes dettes aux investissements ayant des incidences sur plusieurs années. L'erreur ici est d'omettre la distinction entre le passé et le futur. En effet, cette distinction peut avoir son utilité lorsqu'on planifie le futur. Elle peut en outre permettre d'éviter les mauvaises dettes et de favoriser les bonnes. Mais quand il est question de dettes passées (celles qui sont déjà là), il est erroné de se demander s'il s'agit d'une bonne ou d'une mauvaise dette. Une dette est une dette. Qu'elle ait servi à sauver la vie d'un enfant ou qu'elle provienne d'une mau-

vaise soirée au casino ne devrait pas être pris en compte quand vient le temps de décider de la rembourser ou non. La dette est bien réelle et il faut l'accepter et se demander quel est le meilleur moyen de la gérer. S'il est préférable de laisser l'argent dans le Fonds des générations, car cette stratégie est plus intéressante à long terme, il faut le faire, peu importe si cette dette passée est une bonne ou une mauvaise dette. Se priver d'un bon rendement à long terme sous prétexte qu'il s'agit d'une soi-disant mauvaise dette est carrément une deuxième erreur! Ainsi, l'objectif du gouvernement de diminuer les anciennes dettes découlant des déficits annuels est un faux problème.

Au passage, on peut même mettre en doute cette distinction entre les bonnes et les mauvaises dettes. Il est en effet discutable d'affirmer que tous les déficits d'opération sont forcément de mauvaises dettes. Le salaire d'un professeur s'inscrit dans les dépenses courantes, mais assurer une bonne éducation pour nos enfants aura aussi un effet sur plus d'un exercice financier. Un bon système d'éducation ne se fait assurément pas au détriment des prochaines générations, bien au contraire. Il en va de même pour la rémunération des infirmières ou des médecins, qui contribuent à maintenir la bonne santé de la population à long terme, et pour bien d'autres dépenses courantes. Se limiter à l'idée qu'il doive exister un actif tangible pour définir une bonne dette est trop limitatif. Enfin, il s'agit encore une fois d'un autre débat!

Lorsqu'il est question de la gestion des dettes des particuliers dans les dossiers de planification financière intégrée, la différence entre les bonnes et les mauvaises dettes n'est pas associée à la source passée de ces dettes, mais bien à leurs caractéristiques. Une bonne dette a un taux d'intérêt bas, idéalement déductible d'impôt et n'impliquant aucune contrainte démesurée sur le budget mensuel (la mensualité s'intègre bien dans le budget du ménage). Les mauvaises dettes ont les caractéristiques inverses. Encore ici, la distinction entre le passé (il y a une dette et il faut la gérer) et le futur (est-ce que j'engage cette nouvelle dette?) est cruciale.

Québec, le 14 mars 2019

Lettre ouverte (version courte)

au premier ministre du Québec, Monsieur François Legault,
et au ministre des Finances du Québec, Monsieur Éric Girard

Le Fonds des générations : une erreur de 300 millions de dollars par année se prépare

Monsieur le Premier Ministre du Québec,

Monsieur le Ministre des Finances du Québec,

Nous vous écrivons aujourd'hui au sujet de votre décision d'utiliser une partie des sommes du Fonds des générations pour rembourser la dette du gouvernement du Québec. Il est question ici d'un retrait de 10 G$ (10 milliards de dollars). Rappelons que le gouvernement libéral précédent avait également soulevé cette possibilité. Il explique sa décision dans le document budgétaire de mars 2018 que l'on peut consulter en suivant ce lien : Budget 2018-2019 fonds des générations. La mise à jour économique de décembre 2018 traite aussi de ce sujet : (Sommaire économique déc 2018).

La présente lettre ouverte est de nature strictement financière. Elle ne comporte aucune intention ou allégeance politique ni aucun point de vue politique, et ce, de quelque nature que ce soit. Notre objectif est simplement de contribuer au débat financier puisque les réflexions, arguments et éléments à considérer font écho aux décisions financières usuelles qu'a à prendre sur une base courante la population du Québec quant à ses finances personnelles.

Nous croyons qu'il est déplorable qu'une telle décision soit prise, surtout quand il est précisé à la population que les principaux objectifs de cette décision sont de réduire les intérêts sur la dette et de créer une plus grande marge de manœuvre au gouvernement. En réalité, le gouvernement se privera d'un rendement nettement supérieur au coût des intérêts, comme il l'a indiqué lui-même à de nombreuses reprises. Cette décision pourrait donc avoir pour conséquence un manque à gagner important. Pour ce qui est de disposer d'une marge de manœuvre accrue, il est malheureux de prendre une mauvaise décision financière pour cette raison, alors qu'il existe d'autres solutions. Les arguments soulevés comportent de faux raisonnements financiers et cette décision aura uniquement pour effet d'appauvrir les prochaines générations.

La création du Fonds des générations fut une excellente décision prise en 2006. Elle visait à gérer adéquatement la dette du Québec. Au lieu de réduire directement la dette, les sommes qui y étaient destinées ont été remises à la Caisse de dépôt et placement du Québec pour qu'elle les gère en vue d'en maximiser le rendement plutôt que de se contenter d'en réduire les intérêts. Le seul objectif du Fonds est d'amoindrir le fardeau de la dette du Québec, et ce fut effectivement le cas depuis 2006.

Au 31 décembre 2017, le rendement moyen du Fonds des générations était de 9,5 % sur cinq ans et de 6,1 % sur dix ans. Durant cette même période, le coût de la dette était de 2,7 % pour les cinq dernières années et de 3,3 % sur dix ans. Il a donc été manifestement profitable de confier les sommes à la Caisse de dépôt, et ce malgré la crise de 2008. Cette décision avantagera les prochaines générations. Pourquoi changer les choses maintenant ?

Voici un fait très important : les intérêts sur la dette sont payés dans le cadre des opérations courantes et sont donc pris en compte dans le budget présenté par le gouvernement chaque année. En revanche, le rendement du Fonds des générations n'est pas pris en compte dans les revenus du gouvernement dans son budget annuel et reste dans le Fonds des générations[5]. On peut donc avoir l'impression qu'on ne peut pas profiter immédiatement de la réduction des intérêts pour dépenser ailleurs. Ce simple jeu comptable peut entraîner de mauvaises décisions si on n'a aucune vue d'ensemble et qu'on met l'accent sur un seul des deux volets. Nous en discutons davantage ici-bas, puisqu'il s'agit probablement de l'aspect à la base de la décision du gouvernement.

LES ARGUMENTS

On présente souvent trois arguments pour justifier le retrait des sommes du Fonds des générations.

- **Économiser des intérêts :** il est impossible d'économiser des intérêts! C'est mal informer la population que d'affirmer une telle chose. Il y a toujours un coût de renonciation pour le gouvernement. Économiser 4 % en intérêt n'est pas un avantage si de l'autre côté on perd 7 % en rendement[6]. C'est un peu comme si quelqu'un affirmait avoir économisé sur ses coûts d'épicerie parce qu'il est allé manger au restaurant au lieu de cuisiner lui-même! Les prochaines générations seront appauvries de 3 %, soit environ 300 M$ (300 millions de dollars) par année en considérant les 10 G$ qui seront retirés du Fonds (sans même tenir compte du rendement composé). Affirmer à la population qu'on économisera des intérêts si on utilise les sommes du Fonds des générations pour réduire la dette, sans toutefois faire les nuances essentielles, est un manque de rigueur évident.

- **Prudence :** la question de la prudence, étant donné le contexte des marchés boursiers élevés et des bons rendements passés, est à tout le moins un manque de cohérence gouvernemental, et nous apparaît un argument erroné. Le gouvernement soulève aussi ce point dans un article publié en 2018 (CAQ et fonds des générations).

    - La Caisse de dépôt gère 310 G$. Le Fonds des générations ne représente environ que 13 G$ de cette somme. La Caisse gère, notamment, les sommes de la RRQ, de la SAAQ, de la CNESST, et surtout les sommes disponibles afin de pourvoir aux régimes de retraite des employés de l'État (dont le Fonds d'amortissement des régimes de retraite ou FARR). Ces sommes ne sont pas toutes sous la responsabilité directe du gou-

[5] En fait, les revenus du Fonds sont d'abord additionnés et ensuite soustraits.

[6] Aux fins de ce texte, nous avons établi que la Caisse de dépôt pourra réaliser un rendement de 7 % en moyenne dans les prochaines années et que le coût marginal futur de la dette du gouvernement du Québec sera de 4 %. On pourrait discuter longtemps de ces hypothèses, mais la conclusion sera toujours la même : le rendement de la Caisse sera supérieur au coût de la dette sur une longue période.

vernement, mais elles sont toutes destinées à offrir des avantages aux Québécois, d'une manière ou d'une autre. S'il s'avère réellement pertinent de réduire le risque ou de faire preuve de prudence, il faudrait penser à réduire le risque des placements visant à combler les besoins dans ces domaines (en particulier les sommes gérées pour les régimes de retraite des employés de l'État) et non seulement celui du Fonds des générations. L'horizon de placement de ces mandats est bien plus court que celui du Fonds des générations, puisqu'il faut prévoir des paiements réguliers, encore plus, dans certains cas, si on tient compte du vieillissement de la population.

- ♦ Il est donc illogique de parler de prudence pour 10 G$, alors qu'on laisse par ailleurs des sommes considérables dans le marché. Pourquoi ne pas rembourser la dette avec ces sommes aussi? On pourrait rembourser une grande partie de la dette du Québec et réemprunter ensuite selon les besoins annuels. On économiserait des milliards en intérêts selon la logique du gouvernement. Pourtant, ce serait une très mauvaise décision parce qu'on perdrait de l'autre côté des sommes beaucoup plus substantielles en rendement réalisé par la Caisse de dépôt. Personne n'a jamais envisagé de vider la Caisse de dépôt pour payer la dette. Pourquoi en serait-il ainsi pour le Fonds des générations? Le manque de cohérence ici est frappant.

- o Tenter de prévoir les tendances du marché à court terme (*market timing)* pour un gouvernement est une approche très audacieuse. Mais si l'objectif est effectivement d'éviter une baisse de marché à court terme, le gouvernement devrait indiquer le moment où les sommes seront réinvesties dans le Fonds. Mais, il n'a jamais été question de remettre les sommes. Il s'agit plutôt d'effectuer un retrait pur et simple. La question de la prudence à court terme n'est donc pas un argument.

- o Le Fonds des générations n'a pas vraiment d'horizon de placement et il s'agit du contexte idéal pour conserver un portefeuille bien investi dans les marchés. Il y aura assurément certaines années où les rendements seront négatifs, mais, à long terme, on sera avantagé de laisser les sommes dans ce Fonds. Ce fut d'ailleurs le cas au tout début du Fonds lors de la crise financière de 2008, ce qui ne l'a pas empêché de réaliser un rendement intéressant sur plusieurs années. L'année 2018 a été difficile sur les marchés financiers mondiaux, ce qui n'a cependant pas empêché la Caisse de dépôt de réaliser un rendement positif de 4 %. Lorsqu'on n'a pas besoin des sommes à court terme, ce n'est pas un problème que les rendements soient négatifs de temps à autre, pourvu qu'on demeure dans le marché et qu'on soit avantagé à long terme.

- o On pourrait être tenté de dire : « Les rendements boursiers ont été très bons au cours des dernières années et les taux d'intérêt n'ont cessé de baisser récemment. Cela ne peut durer continuellement. » Eh bien oui, c'est ainsi depuis des décennies. Le rendement d'un portefeuille diversifié l'emporte sur le taux d'intérêt de la dette gouvernementale, et ce, sur une longue période, et il n'y a rien d'inhabituel là-dedans. La théorie financière est claire sur ce point. Oui, les taux d'intérêt augmenteront et reviendront à des niveaux plus habituels. Il en a été ainsi durant de longues années et cela n'a pas empêché les titres de croissance d'être plus avantageux par rapport aux taux de la dette sur une longue période. C'est pratiquement un désaveu envers la gestion de la Caisse de dépôt que d'affirmer qu'elle ne pourra pas surpasser le taux de la dette sur une longue période.

- o Contrairement à ce que l'on peut penser, il peut s'avérer très imprudent de sortir des sommes du Fonds des générations, puisque c'est la seule option qui peut assurément faire perdre de l'argent à long terme.

- **La marge de manœuvre** : maintenant, abordons l'argument de la marge de manœuvre et le fait que les intérêts soient payés dans les opérations courantes, alors que le rendement du Fonds demeure dans le Fonds. Si on prend par exemple 4 % de 10 G$, c'est 400 M$ d'intérêts qui seront inclus par année à titre de dépense aux opérations normales du gouvernement dans le futur. On pourrait croire que cette approche réduit la marge de manœuvre du gouvernement, car elle l'empêche de dépenser ces 400 M$ pour les services publics. Les sommes découlant du 7 % de rendement (700 M$), quant à elles, demeurent dans le Fonds. Il serait dommage qu'un simple jeu comptable nous amène à perdre 300 M$ (700 M$ moins 400 M$) par année pour les prochaines générations. Il est tout à fait légitime de vouloir se donner un jour ou l'autre une marge de manœuvre quant aux intérêts qu'on n'aurait pas payés si on avait remboursé 10 G$ de dette afin de permettre au gouvernement de dépenser davantage, ou de montrer un surplus plus important, selon son objectif réel C'est probablement le principal aspect à la base de la décision du gouvernement mais il y a toutefois d'autres façons d'atteindre cet objectif.

    - Le Fonds pourrait verser au gouvernement un dividende annuel (comme Hydro-Québec, la SAQ ou Loto Québec) équivalent aux intérêts qu'on aurait eus en moins dans le budget des opérations si on avait appliqué le Fonds contre la dette. Les 10 M$ demeureraient dans le Fonds et continueraient leur travail. Voilà une solution simple et réalisable. On obtiendrait le même résultat si les sommes annuelles prévues par la loi devant être envoyées aux Fonds étaient réduites des intérêts qu'on aurait payés en moins si on avait remboursé la dette.

    - Il existe même une autre option intéressante d'un point de vue financier. On pourrait tout simplement réemprunter ces intérêts au lieu de les retirer du Fonds. Cette option permettrait de laisser encore plus d'argent dans le Fonds. Oui, la dette augmenterait de 400 M$, mais il y aurait 400 M$ de plus dans le Fonds. Par la même occasion, précisons qu'à la limite, si on était rusé, c'est en fait 50 G$ qu'on devrait emprunter sur le marché des obligations pour le donner à la Caisse de dépôt par l'entremise du Fonds des générations. Ce sont 50 G$ qui travailleraient à 7 % et qui n'en coûteraient que 4 %. Ce serait un fier service à rendre aux prochaines générations, surtout si, de surcroît, ces sommes étaient investies dans l'économie du Québec. Mais bon, il s'agit d'un autre débat et il n'est pas nécessaire de se rendre jusque-là. Nous sommes bien conscients qu'un nouvel emprunt de cette envergure pourrait avoir des incidences sur la perception des marchés financiers envers le Québec. Le but ici est simplement de visualiser le concept global.

    - Il est donc faux d'avancer que la seule façon de s'accorder une marge de manœuvre est de sortir des sommes du Fonds pour rembourser la dette.

CONCLUSION

En conclusion, il ne nous semble pas financièrement rentable de prendre une telle décision, qui appauvrira tout simplement les prochaines générations de 300 M$ par année. L'argument lié à la réduction des intérêts ne tient pas la route, car il y aura plutôt un manque à gagner considérable. L'argument de la prudence est artificiel et incohérent puisqu'il y a des sommes bien plus importantes, dont l'usage est prévu à plus court terme, qui demeurent dans les marchés sans qu'on s'en inquiète. Le seul argument cohérent est celui de s'accorder une marge de manœuvre immédiate pour avoir la possibilité de dépenser davantage. Il existe cependant d'autres méthodes pour se donner cette marge de manœuvre sans nuire aux rendements futurs et aux prochaines générations. Il ne faut surtout pas que cet objectif légitime nous empêche d'avoir une vue d'ensemble de la situation. Nous suggérons donc de laisser la Caisse de dépôt faire son travail de gestion et de faire fructifier les sommes du

Fonds des générations, ce qui constitue un excellent moyen de réduire l'endettement net du Québec. La politique initiale suivie depuis 2006 devrait donc être maintenue en ne retirant pas un sou de ce Fonds pour rembourser le capital de la dette.

Veuillez agréer, Monsieur le Premier Ministre et Monsieur le Ministre des Finances, l’expression de notre considération distinguée.

Et nous signons, l'équipe de planification financière intégrée du cabinet.

Éric Brassard, FCPA, FCA, Pl. Fin, Associé,

Jean-Raymond Castelli, Avocat Associé

Robin Lévesque, LL.B., CPA, CMA

Vincent Bouchard, CPA, CMA, M. Fisc.

Jérémy Gauthier, CPA, CA

Francis Couture, CPA, CA, CFA

Catherine Gosselin, CPA, CGA, LL.M. Fisc.

Jonathan Beauchesne, CPA, CMA, M. Sc., M. Fisc., CFA

Marc-Antoine Perron, CPA, CA

Bernard Poulin, CPA, CA

Marc-André Vachon, LL.B., MBA, M. Fisc.