



Chaire en
**fiscalité et en
finances publiques**

LE FONDS DES GÉNÉRATIONS OÙ EN SOMMES-NOUS?

Cahier de recherche 2017/09

YVES ST-MAURICE

LUC GODBOUT

AVEC LA COLLABORATION DE SUZIE ST-CERNY

NOVEMBRE 2017



UNIVERSITÉ DE
SHERBROOKE

REMERCIEMENTS

La Chaire de recherche en fiscalité et en finances publiques de l'Université de Sherbrooke tient à remercier de son appui renouvelé le ministère des Finances du Québec et désire lui exprimer sa reconnaissance pour le financement dont elle bénéficie afin de poursuivre ses activités de recherche.

MISSION DE LA CHAIRE DE RECHERCHE EN FISCALITÉ ET EN FINANCES PUBLIQUES

La Chaire de recherche en fiscalité et en finances publiques (CFFP) a été mise sur pied le 15 avril 2003. Au Québec, les lieux communs et officiels où praticiens, cadres de l'État et chercheurs peuvent échanger sur les nouveaux défis touchant la fiscalité et les finances publiques sont rares. De plus, la recherche dans ces domaines est généralement de nature unidisciplinaire et néglige parfois l'aspect multidisciplinaire des relations entre l'État et ses contribuables. La Chaire de recherche en fiscalité et en finances publiques tire sa raison d'être de ces deux réalités. La mission principale de la Chaire est de stimuler la recherche et la formation interdisciplinaires par le regroupement de professeurs et de chercheurs intéressés par la politique économique de la fiscalité.

Pour plus de détails sur la Chaire de recherche en fiscalité et en finances publiques, vous pouvez consulter son site officiel à l'adresse suivante : <http://cftp.recherche.usherbrooke.ca>.

Yves St-Maurice est consultant en économie et collabore à titre de professionnel de recherche à la Chaire de recherche en fiscalité et en finances publiques de l'Université de Sherbrooke.

Luc Godbout est professeur titulaire à l'Université de Sherbrooke et chercheur principal en finances publiques à la Chaire de recherche en fiscalité et en finances publiques.

Avec la collaboration de **Suzie St-Cerny**, professionnelle de recherche à la Chaire de recherche en fiscalité et en finances publiques de l'Université de Sherbrooke.

Les auteurs collaborent aux travaux de la Chaire de recherche en fiscalité et en finances publiques, qu'ils remercient pour l'appui financier qui a rendu possible la réalisation de cette étude. Les auteurs tiennent également à remercier **Gabriel Duchesneau Striganuk** qui a contribué, lors de son passage à titre de professionnel de recherche à la Chaire, à l'élaboration du projet ayant mené au présent cahier de recherche.

Chaire de recherche en fiscalité et en finances publiques

École de gestion, Université de Sherbrooke

2500, boul. de l'Université

Sherbrooke (Québec) J1K 2R1

Téléphone : 819 821-8000, poste 67133

Courriel : cftp.eg@USherbrooke.ca

RÉSUMÉ

Le Fonds des générations a été créé en 2006 par la Loi sur la réduction de la dette et instituant le Fonds des générations dans le but de réduire l'endettement du gouvernement. Cette loi a subi plusieurs modifications depuis. À mi-chemin entre sa création et la date fixée pour l'atteinte des cibles de réduction de la dette, soit le 31 mars 2026, il devient légitime de se demander si les objectifs du Fonds des générations seront atteints. Même si l'avenir comporte toujours une certaine dose d'incertitudes, il semble que le Fonds des générations sera en mesure de répondre aux attentes.

Cette conclusion est le fruit de l'analyse d'une dizaine de scénarios regroupés en fonction de trois grandes questions. On a d'abord créé un scénario de référence en supposant que le Fonds poursuivait ses activités comme prévu dans la Loi. Cet exercice a permis de bien comprendre le fonctionnement du Fonds et a fourni un solide point de comparaison. On s'est ensuite demandé quelle aurait été la situation de l'endettement du gouvernement si le Fonds n'avait pas été créé. On a constaté que, sous certaines conditions très strictes, le gouvernement aurait peut-être pu réussir à respecter ses objectifs de réduction de la dette, mais qu'il aurait quand même fallu que tous les revenus dédiés au Fonds aient été versés annuellement à la réduction de la dette, incluant les économies réalisées sur le service de la dette. L'enjeu est que, sans une loi, rien n'aurait assuré le respect de ces conditions.

Une autre question a été de se demander comment évoluerait le Fonds si certains décaissements étaient faits pour rembourser une portion de la dette. Comme l'avenir est incertain, l'objectif était de sécuriser les sommes déjà accumulées pour éviter les risques, d'une part politiques, par une utilisation à d'autres fins que le remboursement de la dette, et d'autre part économiques, comme une crise financière/récession. Un remboursement ponctuel de la dette aurait permis de respecter les cibles de la Loi, mais advenant une crise financière/récession, la meilleure option demeure toujours de poursuivre les opérations sans aucun décaissement avant 2025-2026. Toutefois, dans tous les scénarios étudiés, il ressort qu'une crise financière/récession rendrait plus difficile l'atteinte des objectifs de réduction de la dette et que des actions devraient peut-être être posées pour s'assurer de la pleine atteinte des cibles fixées dans la Loi.

Finalement, la dernière série de scénarios cherchait à illustrer les effets possibles d'une diminution des versements au Fonds en simulant une utilisation partielle des sommes du Fonds pour financer, par exemple, une réduction de l'impôt sur les particuliers. Malgré les effets positifs sur la croissance économique d'une réduction d'impôt, ces scénarios éloignent le gouvernement de ses objectifs de réduction de la dette, ce qui en fait des options non optimales.

À la lumière des résultats obtenus, la préférence rationnelle conduit le gouvernement à poursuivre le fonctionnement actuel du Fonds en continuant de laisser les sommes s'accumuler de la même façon qu'au cours des dernières années. L'effet de levier sur lequel le gouvernement comptait pour atteindre ses objectifs de réduction de la dette produit les résultats escomptés. En ajoutant à l'analyse d'autres éléments, comme les risques politiques et le respect de l'esprit de la Loi, dans ce cas, la « deuxième meilleure solution » pourrait être de poursuivre les versements annuels prévus au Fonds tout en utilisant, en tout ou en partie, les sommes accumulées dans le Fonds pour procéder à un remboursement de la dette.

TABLE DES MATIÈRES

1. Mise en contexte	1
2. Mieux comprendre le Fonds des générations	3
2.1 Contours de la dette.....	3
2.2 Contexte de la mise en place du Fonds	8
2.3 Cibles dans la Loi.....	9
2.4 Sources de financement	11
2.5 Évolution financière du Fonds des générations	13
3. Scénario de référence (scénario 1)	15
3.1 Hypothèses d'évolution des sources de financement	16
3.2 Valeur marchande et valeur comptable.....	21
3.3 Résultats du scénario de référence	22
4. Scénarios d'endettement en l'absence de création du Fonds	25
4.1 Scénario 2 : Le Fonds n'a jamais été créé.....	25
4.2 Scénario 3 - Les revenus dédiés au Fonds directement versés annuellement à la dette brute	26
4.3 Scénario 4 - Les revenus dédiés au Fonds directement versés à la dette, incluant les économies sur le service de la dette.	29
5. Scénarios de décaissement des sommes accumulées dans le Fonds	32
5.1 Scénario 5 – Versement unique en 2025-2026	32
5.2 Scénario 6 - Versement à la dette en 2017-2018 et en 2025-2026	34
5.3 Scénario 7 - Crise financière/récession en 2021-2023 et versement unique au 31 mars 2026.....	36
5.4 Scénario 8 – Versement en 2017-2018 et en 2025-2026 avec une crise financière/récession en 2021-2023.....	38
6. Scénarios de réduction des versements au Fonds	41
6.1 Scénario 9 - Réduction récurrente des versements de 1,5 G\$ par année, à partir de 2018.....	41
6.2 Scénario 10 - Réduction récurrente des versements de 1,5 G\$ par année, à partir de 2018 et crise financière/récession	43
7. Synthèse et options de politique	46
8. Conclusion	51

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 :	Dettes brute du gouvernement du Québec au 31 mars 2017.....	4
Tableau 2 :	Facteurs de croissance de la dette brute du gouvernement du Québec.....	4
Tableau 3 :	Relation entre les trois concepts de dette du gouvernement du Québec.....	6
Tableau 4 :	Évolution du service de la dette.....	7
Tableau 5 :	Cote de crédit de la dette à long terme du gouvernement du Québec.....	8
Tableau 6 :	Évolution financière du Fonds des générations.....	14
Tableau 7 :	Projections des versements au Fonds de 2022-2023 à 2025-2026.....	17
Tableau 8 :	Scénario de référence (scénario 1) – Ratios d’endettement.....	23
Tableau 9 :	Scénario 2 - Le Fonds n’a jamais été créé.....	26
Tableau 10 :	Scénario 3 - Sommes dédiées au Fonds affectées à la diminution des nouveaux emprunts.....	28
Tableau 11 :	Scénario 4 - Versements annuels à la dette brute dès la création du Fonds, incluant les économies sur le service de la dette.....	31
Tableau 12 :	Scénario 5 - Versement à la dette de la valeur du Fonds au 31 mars 2026.....	33
Tableau 13 :	Scénario 6 - Versement de la valeur du Fonds à la dette au 31 mars 2018 et au 31 mars 2026.....	35
Tableau 14 :	Scénario 7 - Crise financière/récession en 2021-2023 et versement unique au 31 mars 2026.....	38
Tableau 15 :	Scénario 8 - Versement en 2017-2018 et en 2025-2026 et crise financière/récession en 2021-2023.....	39
Tableau 16 :	Scénario 9 - Réduction récurrente de 1,5 G\$ en impôt à partir de 2018-2019, indexée, et prélevée à même le Fonds.....	43
Tableau 17 :	Scénario 10 - Réduction récurrente des versements de 1,5 G\$ par année, à partir de 2018 et indexée par la suite et crise financière en 2021-2023.....	45
Tableau 18 :	Synthèse des résultats des simulations sur les ratios d’endettement.....	47
Tableau 19 :	Synthèse des résultats des simulations sur le service de la dette.....	47

1. MISE EN CONTEXTE

Le Fonds des générations (ci-après appelé le « Fonds ») a été créé en 2006 par l'adoption de la Loi sur la réduction de la dette et instituant le Fonds des générations (ci-après appelée la « Loi »). Ses activités ayant débuté le 1^{er} janvier 2007, il a fêté cette année ses dix ans d'opération. Compte tenu des sommes de plus en plus importantes accumulées dans le Fonds, des questionnements, des critiques et des remises en question reviennent régulièrement hanter le pouvoir politique. Sans vouloir nécessairement trancher sur le bien-fondé ou non de la création de ce Fonds, un bilan objectif de ses dix années d'activités peut contribuer à alimenter la réflexion.

Il ne s'agit pas ici de débattre des objectifs de la Loi, qui sont tenus pour acquis. L'étude ne cherche donc pas à savoir si les objectifs sont trop ou pas suffisamment exigeants, si l'endettement du gouvernement du Québec est problématique ou non. C'est un autre débat. Le but est de voir si l'outil mis en place en 2006 remplit ses fonctions et peut permettre d'atteindre les objectifs pour lesquels il a été créé.

Les objectifs inscrits dans la Loi sont établis par rapport à l'exercice 2025-2026. Il reste donc encore une dizaine d'années pour les atteindre, mais ce dixième anniversaire est l'occasion de prendre un temps de réflexion par rapport aux acquis du Fonds et de se demander si de nouvelles options pourraient être envisageables pour les années à venir. Étant donné les changements survenus dans l'environnement économique et financier depuis la création du Fonds, le moment semble propice pour faire le point et tester d'autres scénarios ou options pour l'avenir.

Ce rapport veut donc apporter un éclairage aux décideurs et à la population à propos des conséquences que pourraient avoir certaines décisions quant à l'utilisation des sommes accumulées dans le Fonds. La situation financière du gouvernement semble montrer une embellie, car les résultats préliminaires du gouvernement indiquent un surplus qui approcherait 2,5 G\$¹ au cours de l'exercice 2016-2017². Cette situation risque de susciter de forts débats pour l'utilisation des surplus qui s'annoncent, d'autant plus que la situation économique s'améliore. Dans un tel contexte, les sommes accumulées dans le Fonds feront l'objet de convoitise. À la veille d'une mise à jour du Plan économique du Québec, la Chaire de recherche en fiscalité et en finances publiques croit utile de rappeler les objectifs du Fonds et de montrer les conséquences possibles de certaines décisions qui pourraient être prises par rapport aux sommes accumulées dans le Fonds.

¹ Il s'agit du solde budgétaire selon la Loi sur l'équilibre budgétaire, soit après les versements au Fonds et après les provisions pour éventualités.

² Ministère des Finances du Québec, *Rapport mensuel sur les opérations financières – Préliminaires au 31 mars 2017*. Volume 11, numéro 11, 22 juin 2017.

Pour mieux comprendre le fonctionnement et les objectifs du Fonds, le cahier de recherche explique d'abord les différents concepts de dette utilisés par le gouvernement. On rappelle ensuite le contexte des finances publiques qui prévalait en 2006 et qui a été le prélude à la création du Fonds. Les cibles de la Loi ainsi que les sources de financement du Fonds sont ensuite décrites, tout en mettant en relief les diverses modifications subies par cette Loi depuis sa création jusqu'à aujourd'hui.

Après avoir projeté l'évolution du Fonds jusqu'à l'exercice 2025-2026, il devenait possible d'analyser plusieurs options et de les comparer à un scénario de référence. Globalement, dix scénarios ont été construits, incluant notre scénario de référence. Les scénarios possibles sont quasi infinis, mais, globalement, ils peuvent se résumer à deux grandes catégories : un décaissement des sommes accumulées dans le Fonds pour la réduction de l'endettement tel que permis par la Loi ou une réduction des versements au Fonds afin que le gouvernement consacre ces sommes à d'autres fins.

Avant d'aborder ces enjeux, il est apparu intéressant d'analyser l'évolution de l'endettement du gouvernement si le Fonds n'avait pas été créé. Trois scénarios ont été construits en ce sens. Ils ont un caractère davantage pédagogique, car ils permettent de mieux comprendre le fonctionnement du Fonds et ses effets sur l'endettement. Finalement, une synthèse des résultats de l'ensemble de nos scénarios permettra en regard des sommes accumulées dans le Fonds de dégager les meilleures options de politique pour le gouvernement.

2. MIEUX COMPRENDRE LE FONDS DES GÉNÉRATIONS

2.1 Contours de la dette

Le Fonds a été mis en place en 2006 par le ministre des Finances de l'époque, M. Michel Audet, pour réduire l'endettement du gouvernement du Québec. Lors de sa mise en place, le niveau de la dette prenait des proportions inquiétantes, surtout par rapport à l'évolution de l'économie. Le service de la dette ou les dépenses en frais d'intérêt grugeaient une part importante du budget du gouvernement. Or, avant même d'analyser les caractéristiques du fonctionnement du Fonds, il est important de bien comprendre les différents concepts de dette utilisés par le gouvernement pour évaluer son niveau d'endettement.

2.1.1 Concepts de dette

Il existe différents concepts de dette dans le bilan des finances publiques du Québec. Bien saisir leurs particularités est essentiel pour comprendre exactement de quoi il est question lorsqu'on discute de l'endettement du gouvernement. Ces différents concepts seront d'ailleurs fréquemment utilisés tout au long du rapport. Globalement, la dette du gouvernement est l'ensemble des sommes qu'il a empruntées sur les marchés financiers, mais elle peut aussi inclure d'autres éléments comme des obligations envers les employés, notamment pour les régimes de retraite.

La dette est donc un stock qui grossit ou diminue selon les emprunts ou les remboursements faits en cours d'année par le gouvernement. Plusieurs éléments peuvent exiger une augmentation des emprunts. Par exemple, un déficit ou un solde budgétaire négatif suppose que les dépenses ont été supérieures aux revenus, ce qui nécessitera une entrée de fonds supplémentaire pour payer les dépenses. Il faudra donc emprunter. Un nouvel investissement en infrastructure demandera aussi un emprunt, de la même façon qu'un individu contractera une hypothèque pour acheter une maison.

Le gouvernement utilise principalement trois concepts de dette : la dette brute, la dette nette et la dette représentant les déficits cumulés. La dette brute se définit comme suit :

- **Dette brute** : Somme de la dette émise sur les marchés financiers, appelée la dette consolidée, et des passifs nets au titre des régimes de retraite et des avantages sociaux futurs des employés des secteurs public et parapublic, de laquelle est soustrait le solde du Fonds (tableau 1).

Tableau 1 : Dette brute du gouvernement du Québec au 31 mars 2017

(en millions de dollars)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Dette directe consolidée	185 124	192 649	199 822	206 413	213 020	219 315	226 084
Plus: Passif net au titre des régimes de retraite et des avantages sociaux futurs	26 745	24 868	24 054	22 734	21 048	19 125	16 827
Moins : Fonds des générations	-8 522	-10 564	-13 052	-15 886	-19 102	-22 729	-26 718
DETTE BRUTE	203 347	206 953	210 824	213 261	214 966	215 711	216 193
En % du PIB	53,4	52,7	52,0	50,9	49,7	48,4	47,1

Source : Ministère des Finances du Québec, *Le plan économique du Québec – Budget 2017-2018*. Tableau E.2, page E.4.

Le tableau 2 aide à mieux comprendre comment évolue la dette brute, un des concepts qui sera fréquemment utilisé dans notre analyse du Fonds. Il indique clairement que la croissance future de la dette brute viendra principalement des immobilisations nettes du gouvernement, notamment des investissements en infrastructures (routes, ponts, bâtiments, etc.).

Tableau 2 : Facteurs de croissance de la dette brute du gouvernement du Québec

(en millions de dollars)

	Dette au début de l'exercice	Déficit (surplus) budgétaire ⁽¹⁾	Placements, prêts et avances	Investissement net dans les réseaux	Immobilisations nettes ⁽²⁾	Autres facteurs ⁽³⁾	Versements au Fonds des générations	Variation totale	Dette à la fin de l'exercice	En % du PIB
2000-2001	116 761	-427	1 701	841	578	1 108		3 801	120 562	52,4
2001-2002	120 562	-22	1 248	934	1 199	-9		3 350	123 912	51,9
2002-2003	123 912	728	1 921	631	1 706	237		5 223	129 135	51,7
2003-2004	129 135	358	1 367	560	1 186	625		4 096	133 231	51,4
2004-2005	133 231	664	1 303	1 486	1 006	-796		3 663	136 894	50,4
2005-2006	136 894	-37	1 488	1 013	1 179	-809		2 834	139 728	49,9
2006-2007	139 728	-109	2 213	1 002	1 177	1 078	-584	4 777	144 505	49,7
2007-2008	144 505	0	2 658	487	1 457	767	-649	4 720	149 225	48,8
2008-2009	149 225	0	966	622	2 448	-28	-719	3 289	152 514	48,5
Avec réseaux consolidés ligne par ligne ⁽⁴⁾										
2009-2010	157 630	3 174	1 746		4 226	-2 733	-725	5 688	163 318	51,9
2010-2011	163 318	3 150	2 507		4 923	298	-760	10 118	173 436	52,9
2011-2012	173 436	2 628	1 861		5 071	1 228	-840	9 948	183 384	53,2
2012-2013	183 384	3 476 ⁽⁵⁾	659		4 863	445	-961	8 482	191 866	54,2
2013-2014	191 866	2 824	1 349		3 977	-788	-1 421	5 941	197 807	54,3
2014-2015	197 807	1 143 ⁽⁶⁾	2 146		2 980	1 160	-1 279	6 150	203 957	54,9
2015-2016	203 957	-2 191	808		2 695	-338	-1 584	-610	203 347	53,4
2016-2017	203 347	-250	2 970		2 481	447	-2 042	3 606	206 953	52,7
2017-2018	206 953	0	2 047		3 777	535	-2 488	3 871	210 824	52,0
2018-2019	210 824	0	1 989		3 323	-41	-2 834	2 437	213 261	50,9
2019-2020	213 261	0	1 811		3 159	-49	-3 216	1 705	214 966	49,7
2020-2021	214 966	0	1 818		2 287	267	-3 627	745	215 711	48,4
2021-2022	215 711	0	1 840		2 134	497	-3 989	482	216 193	47,1

(1) Pour les années 2006-2007 à 2009-2010, le solde budgétaire est celui après la réserve de stabilisation.

(2) Les investissements effectués dans le contexte d'ententes de partenariat public-privé sont compris dans les immobilisations nettes.

(3) Les autres facteurs comprennent notamment la variation des autres comptes, comme les «comptes à recevoir» (comptes débiteurs) et les «comptes à payer» (comptes créditeurs).

(4) La consolidation ligne par ligne des réseaux de la santé et des services sociaux et de l'éducation a eu pour effet d'augmenter la dette brute de 5 116 M\$ au 31 mars 2009. Ce montant représente la dette des réseaux contractés en leur nom propre, qui n'était pas incluse dans la dette du gouvernement auparavant. Les données antérieures à 2009-2010 n'ont pu être redressées et ne sont donc pas comparables.

(5) Ce montant inclut la perte de 1 876 M\$ provenant des activités abandonnées consécutives à la fermeture de la centrale de Gentilly-2 d'Hydro-Québec.

(6) Solde budgétaire excluant l'impact des modifications comptables. Après la prise en compte des modifications comptables s'élevant à 418 M\$, le solde budgétaire est déficitaire de 725 M\$.

Source : Ministère des Finances du Québec, *Le plan économique du Québec – Budget 2017-2018*. Tableau E.3, page E.11.

Comme le gouvernement prévoit atteindre l'équilibre budgétaire au cours des prochaines années, la dette brute ne sera pas influencée par des déficits dans les opérations courantes. Ses revenus seront donc suffisants pour couvrir l'ensemble de ses dépenses, ce qui n'était pas le cas, par exemple, lors de l'exercice 2009-2010, alors que le déficit dans les opérations courantes avait été de 3 174 M\$. Ce déficit avait dû être financé par des emprunts, augmentant d'autant la dette brute.

Les placements, prêts et avances sont aussi une source importante de croissance de la dette brute. En 2016-2017, l'investissement de 1,3 G\$ dans le programme C Series de Bombardier se retrouve dans ce poste, car le gouvernement a dû emprunter pour obtenir les fonds nécessaires. Les immobilisations nettes représentent généralement les investissements en infrastructures réalisés par le gouvernement. Quant aux sommes déposées dans le Fonds, elles constituent un actif financier qui vient réduire la dette brute. Le gouvernement a l'obligation de verser une part de ses revenus au Fonds. Il s'agit essentiellement d'une épargne gouvernementale visant le remboursement futur de la dette.

Ainsi, pour l'exercice 2017-2018, il est prévu que la dette brute du gouvernement augmentera de 3 871 M\$. Les immobilisations nettes, les placements, prêts et avances ainsi que certains autres facteurs (p. ex. : variations des comptes à recevoir et à payer) devraient augmenter la dette brute de 6 359 M\$ alors que les sommes versées au Fonds contribueront à diminuer la dette brute de 2 488 M\$.

Les deux autres concepts de dette utilisés par le gouvernement sont la dette nette et la dette représentant les déficits cumulés, qui se définissent comme suit :

- **Dette nette** : Passifs du gouvernement du Québec moins ses actifs financiers. Elle représente la dette qui a servi à financer les investissements en immobilisations ainsi que celle qui a servi à financer des dépenses courantes. La dette nette est obtenue en soustrayant de la dette brute les actifs financiers du gouvernement, nets des autres éléments de passif.
- **Dette représentant les déficits cumulés** : Correspond à la différence entre les passifs du gouvernement du Québec et l'ensemble de ses actifs, financiers et non financiers. Elle s'obtient en soustrayant de la dette brute les actifs financiers, nets des autres éléments de passif, ainsi que les actifs non financiers. On y ajoute ensuite la réserve de stabilisation.

Ce dernier concept de dette est celui que le gouvernement surnomme « la mauvaise dette », donc celle à l'encontre de laquelle il n'y a aucun actif ou celle qui aurait servi « à payer l'épicerie ».

Le tableau 3 permet de mieux visualiser la relation qui existe entre les trois concepts de dette du gouvernement. Ainsi, pour déterminer la dette représentant les déficits cumulés, il faut d'abord soustraire de la dette brute les actifs financiers, nets des autres éléments du passif, pour obtenir la dette nette. On enlève ensuite les actifs non financiers et on ajoute la réserve de stabilisation

pour obtenir la dette représentant les déficits cumulés. La réserve de stabilisation est une somme qui est réservée pour assurer le maintien de l'équilibre budgétaire advenant qu'un déficit apparaisse aux états financiers du gouvernement. Ce mécanisme est décrit dans la Loi sur l'équilibre budgétaire. Par exemple, si le solde budgétaire du gouvernement est en déficit de 1 G\$ pour une année donnée, on utilisera la réserve de stabilisation pour effacer le déficit et ramener le solde budgétaire à zéro. Finalement, on peut conclure que la dette représentant les déficits cumulés représente la somme de tous les déficits réalisés par le gouvernement à laquelle on ajoute le solde de la réserve de stabilisation.

Tableau 3 : Relation entre les trois concepts de dette du gouvernement du Québec
Dette du gouvernement du Québec au 31 mars
(en millions de dollars)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
DETTE BRUTE⁽¹⁾	203 347	206 953	210 824	213 261	214 966	215 711	216 193
<i>En % du PIB</i>	53,4	52,7	52,0	50,9	49,7	48,4	47,1
Moins: Actifs financiers, nets des autres éléments de passif	-18 322	-21 739	-24 321	-26 269	-28 031	-30 116	-32 453
DETTE NETTE	185 025	185 214	186 503	186 992	186 935	185 595	183 740
<i>En % du PIB</i>	48,6	47,2	46,0	44,6	43,2	41,6	40,0
Moins : Actifs non financiers	-67 095	-69 576	-73 353	-76 676	-79 835	-82 122	-84 256
Plus: Réserve de stabilisation	2 191	2 441	2 441	2 441	2 441	2 441	2 441
DETTE REPRÉSENTANT LES DÉFICITS CUMULÉS⁽²⁾	120 121	118 079	115 591	112 757	109 541	105 914	101 925
<i>En % du PIB</i>	31,5	30,1	28,5	26,9	25,3	23,7	22,2

(1) La dette brute exclut les emprunts effectués par anticipation et tient compte des sommes accumulées au Fonds des générations.

(2) Conformément à la Loi sur la réduction de la dette et instituant le Fonds des générations, la dette représentant les déficits cumulés est constituée des déficits cumulés présentés dans les états financiers du gouvernement, augmentés du solde de la réserve de stabilisation.

Source : Ministère des Finances du Québec, *Le plan économique du Québec – Budget 2017-2018*. Tableau E.1, page E.3.

Si on reprend l'exemple précédent de l'investissement de 1,3 G\$ du gouvernement dans le programme C Series de Bombardier, on constate que seulement la dette brute sera affectée étant donné qu'un actif financier est comptabilisé en contrepartie. Par conséquent, la dette nette et la dette représentant les déficits cumulés ne seront pas influencées par cette transaction. Finalement, comme la dette est un stock, elle est évaluée à une date précise, soit au 31 mars de chaque année, ce qui correspond à la date de fin de l'année financière du gouvernement.

2.1.2 Service de la dette

Le service de la dette est la conséquence de l'endettement; il s'agit des intérêts payés sur la dette qui font partie du budget annuel du gouvernement. Il comprend deux éléments distincts, en relation avec le tableau 1 précédent. Il y a d'abord les intérêts payés sur la dette émise sur les marchés financiers, ou encore les emprunts du gouvernement, qu'on appelle aussi la dette directe (tableau 4). Il faut ajouter à cela les intérêts sur le passif au titre des régimes de retraite et des avantages sociaux futurs. Le service de la dette global présenté dans le budget du gouvernement représente donc la somme de ces deux éléments.

Tableau 4 : **Évolution du service de la dette du gouvernement du Québec**
(en millions de dollars)

	2016-2017	2017-2018	2018-2019
Service de la dette directe	7 326	7 865	8 062
Intérêts sur le passif au titre des régimes de retraite et des avantages sociaux futurs ⁽¹⁾	2 361	2 003	1 696
TOTAL	9 687	9 868	9 758
Variation en %	-3,2	1,9	-1,1

(1) Ces intérêts correspondent aux intérêts sur les obligations relatives aux régimes de retraite et aux avantages sociaux futurs des employés du secteur public et parapublic, diminués des revenus de placement du Fonds d'amortissement des régimes de retraite et des fonds consacrés aux avantages sociaux futurs.

Source : Ministère des Finances du Québec, *Le plan économique du Québec – Budget 2017-2018*. Tableau D.10, page D.20.

Dans le cadre du présent cahier de recherche, on fera toujours référence au service de la dette global, sans faire de distinction entre les deux composantes. Aucune distinction ne sera faite non plus entre la dette directe consolidée et le passif au titre des régimes de retraite et des avantages sociaux futurs. On considérera la somme de ces deux catégories comme étant la dette portant intérêt, et elle sera égale à la dette brute à laquelle on ajoutera la valeur comptable du Fonds. Par conséquent, la dette portant intérêt du gouvernement s'élevait à 217 517 M\$ au 31 mars 2017, ce qui représente la somme de la dette brute à la même date, soit 206 953 M\$, et du Fonds, soit 10 564 M\$ (tableau 1). Considérant que le service de la dette global au cours de l'exercice 2017-2018 s'est élevé à 9 868 M\$, on peut estimer que le coût moyen de la dette au cours de cet exercice s'est élevé à 4,54 %.

2.1.3 Cote de crédit

La cote de crédit d'une organisation donne une image de sa capacité à rembourser le capital et les intérêts sur sa dette. Il existe des agences spécialisées dans l'évaluation des cotes de crédit

des gouvernements et des grandes sociétés publiques, dont Moody's, Standard & Poor's et DBRS figurent parmi les plus connues. Ces agences analysent de nombreux facteurs pour évaluer la cote de crédit d'un emprunteur. Pour le gouvernement du Québec, elles regarderont des critères tels que le niveau d'endettement actuel et prévu, le niveau des liquidités, la situation budgétaire (surplus ou déficit), la compétitivité fiscale du Québec, la structure de son économie ainsi que l'évolution de la conjoncture et du marché du travail. Le tableau 5 indique la cote actuelle de la dette à long terme du gouvernement du Québec selon quatre agences de notation, en fonction de leur échelle propre, ainsi que leur perspective.

Tableau 5 : Cote de crédit de la dette à long terme du gouvernement du Québec

AGENCE DE NOTATION	COTE	PERSPECTIVE
Moody's	Aa2	Stable
Fitch Ratings	AA -	Stable
Standard & Poor's	AA -	Stable
DBRS	A high	Stable

Source : Ministère des Finances du Québec. Site Web : http://www.finances.gouv.qc.ca/fr/Financement_Quebec97.asp. Consulté le 12 septembre 2017.

Évidemment, meilleure est la cote de crédit du gouvernement, meilleures seront les conditions de financement. Les objectifs de réduction de l'endettement véhiculés par le Fonds sont des éléments importants dans la détermination de la cote de crédit du gouvernement. L'objectif de maintien de l'équilibre budgétaire va dans le même sens, tout comme la conjoncture économique favorable. C'est pourquoi la cote de crédit du gouvernement a tendance à s'améliorer depuis quelques années. Par exemple, en juin 2017, l'agence de notation Standard & Poor's a rehaussé la cote de crédit du gouvernement du Québec, la faisant passer de A+ à AA- avec une perspective stable, un geste qu'elle n'avait pas fait depuis 1993. C'était aussi la première amélioration de la cote de crédit du gouvernement du Québec depuis celles accordées par DBRS et Moody's en 2006 lors de la création du Fonds, ce qui démontre que le Fonds est un élément important dans la détermination de la cote de crédit du gouvernement par les agences de notation³.

2.2 Contexte de la mise en place du Fonds

Pour bien comprendre les fondements du Fonds, il est important de revenir sur le contexte qui a entraîné sa création. D'abord, au 31 mars 2006, le Québec était la province canadienne la plus endettée. Le ratio dette totale/PIB s'élevait à 42,7 %, alors que la moyenne canadienne était de

³ Source : Gouvernement du Québec. Site web du premier ministre : <https://www.premier-ministre.gouv.qc.ca/actualites/communiqués/details.asp?idCommunique=3223>. Consulté le 23 septembre 2017.

25 %⁴. Si cette dette avait été utilisée pour des investissements dans les infrastructures publiques (routes, bâtiments, etc.), des bénéfices en auraient été retirés par la société et par les générations futures. Le problème résidait dans le fait que, selon le gouvernement, près de 75 % de cette dette avait été accumulée pour payer des dépenses courantes. Par conséquent, les générations futures devaient rembourser une dette pour laquelle elles ne retireraient aucun bénéfice. Il y avait donc un problème d'équité intergénérationnelle à corriger.

Le gouvernement voyait aussi d'autres avantages à retirer d'une diminution de l'endettement. Cela pouvait alléger le service de la dette de manière à créer une marge de manœuvre pour assurer la pérennité des programmes sociaux, surtout dans un contexte de vieillissement de la population et du ralentissement de la croissance de la population. Lors de la présentation du Fonds en 2006, le gouvernement évaluait qu'en 2005-2006, le service de la dette représentait 12,7 cents pour chaque dollar de revenus budgétaires⁵. C'était le troisième poste de dépenses après la santé et l'éducation. Cela justifiait que des actions soient mises en place pour baisser ce ratio. Réduire l'endettement diminuerait aussi la sensibilité des finances publiques à d'éventuelles hausses de taux d'intérêt. L'investissement privé pourrait être davantage stimulé et le Québec bénéficierait d'un environnement favorable à la croissance économique et à l'augmentation du niveau de vie de la population. Bref, il n'y avait que des bienfaits à diminuer l'endettement du gouvernement.

Pour montrer le sérieux de sa démarche, le gouvernement de l'époque ne voulait pas que le remboursement de la dette se fasse au gré des disponibilités budgétaires, mais selon un plan connu et prévisible. On comprenait également que l'objectif de réduction de l'endettement prendrait du temps. On ne pouvait régler rapidement une situation qui s'était créée sur plusieurs décennies. Le gouvernement voulait donc un outil permanent pour assurer la pérennité de la démarche. Il fallait aussi que les efforts consentis ou les sommes accumulées soient réservés uniquement pour le remboursement de la dette. La solution qui s'imposait naturellement était de créer par une loi un fonds voué spécifiquement au remboursement de la dette. C'est dans ce contexte que le Fonds a été créé par la Loi, qui a été adoptée le 15 juin 2006. Quant aux activités du Fonds, elles ont débuté le 1^{er} janvier 2007. Le moment était aussi bien choisi étant donné que, à cette période, on se rappellera que le Québec avait un budget équilibré.

2.3 Cibles dans la Loi

Lors de son adoption, l'objectif inscrit dans la Loi était de ramener la dette totale en pourcentage du PIB à 25 % en 2025, soit au niveau de la moyenne canadienne au moment de la création du

⁴ Les concepts de dette présentés dans la section précédente n'étaient pas utilisés au moment de la création du Fonds. La sous-section suivante donne des informations supplémentaires à ce sujet.

⁵ Ministère des Finances Québec, *Le Fonds des générations – Pour favoriser l'équité entre les générations, la pérennité des programmes sociaux et la prospérité*. Mars 2006, page 21.

Fonds. La dette totale représentait la somme de la dette directe consolidée et du passif net au titre des régimes de retraite. C'était en somme la dette qui portait intérêt.

L'article 1 de la Loi fixait alors les objectifs de réduction de la dette en pourcentage du PIB de la façon suivante :

- 38 % au plus tard le 31 mars 2013;
- 32 % au plus tard le 31 mars 2020;
- 25 % au plus tard le 31 mars 2026.

À la suite des recommandations formulées par le Groupe de travail sur la comptabilité du gouvernement, regroupant des représentants du vérificateur général du Québec et du ministère des Finances, le gouvernement a mis en œuvre, en décembre 2007, une réforme majeure de ses conventions comptables. Cette réforme élargissait le périmètre comptable du gouvernement pour y inclure les réseaux de la santé et des services sociaux et aussi de l'éducation, ce qui modifiait considérablement le cadre de référence comptable qui était en vigueur au moment de la création de la Loi.

C'est à ce moment qu'un nouveau concept de dette pour analyser la situation financière du gouvernement est apparu : la dette brute. Ce nouveau concept avait comme conséquence d'augmenter la dette du gouvernement d'environ 21 G\$, l'équivalent de 7 points de pourcentage du PIB⁶. De plus, la crise financière de 2008 et les conditions économiques difficiles qui en ont découlé avaient laissé leurs marques et les déficits avaient augmenté considérablement, faisant hausser la dette. Compte tenu de ce nouvel environnement comptable et budgétaire, le gouvernement a décidé de réviser les objectifs de la Loi.

C'est en juin 2010 que des modifications à la Loi ont été adoptées, changeant ainsi les objectifs de réduction de la dette. Les nouveaux objectifs devenaient ceux que l'on connaît aujourd'hui, soit :

Pour l'année financière 2025-2026,

- la dette représentant les déficits cumulés ne pourra excéder 17 % du produit intérieur brut du Québec;
- la dette brute ne pourra excéder 45 % de ce produit.

Les sources de financement indiquées dans la Loi ont aussi été modifiées au fil des ans.

⁶ Ministère des Finances du Québec, *Plan budgétaire – Budget 2010-2011*, page G.5.

2.4 Sources de financement

Lors de la création du Fonds, il était inconcevable d'augmenter les impôts et les taxes pour alimenter le Fonds. Il fallait donc trouver des sources de revenus qui n'auraient pas cet effet négatif. Sept sources répondant à ce critère avaient donc été identifiées :

- les redevances hydrauliques versées par Hydro-Québec et par les producteurs privés d'hydroélectricité;
- une partie des bénéfices que procurera à Hydro-Québec la vente d'électricité à l'extérieur du Québec et qui proviendra de ses nouvelles capacités de production;
- les redevances sur l'eau captée;
- la vente d'actifs;
- les dons, les legs et les autres contributions reçus par le ministre des Finances;
- les biens non réclamés du ministre du Revenu;
- les revenus provenant du placement des sommes constituant le Fonds.

Le gouvernement se réservait aussi le droit d'ajouter d'autres sources de revenus, et ce, en fonction de l'évolution de la situation. La Loi autorisait aussi le gouvernement à utiliser la réserve de stabilisation pour verser des sommes au Fonds. La gestion des sommes versées au Fonds était confiée à la Caisse de dépôt et placement du Québec, qui agissait comme fiduciaire. Le gouvernement indiquerait à cette dernière la politique de placement appropriée à mettre en œuvre.

Il était déjà prévu, lors de la création du Fonds, que les sommes qui seraient accumulées au début ne seraient pas immédiatement affectées au remboursement de la dette. On voulait profiter pendant au moins quelques années d'un effet de levier en faisant fructifier les sommes accumulées dans le Fonds à un taux supérieur au coût des fonds du gouvernement. Lors de la présentation du Budget 2007-2008, le solde prévu au Fonds était de 41,7 G\$ au 31 mars 2026 et il n'y avait aucun remboursement prévu de la dette.

Au cours des années, les sources de financement se sont élargies. Lors de la première modification de la Loi en juin 2010, le gouvernement avait ajouté de nouvelles sources de revenus. La première provenait de la hausse graduelle, sur une période de cinq ans, de 1 ¢/kWh du coût de fourniture de l'électricité patrimoniale à compter de 2014-2015. La Loi sur Hydro-Québec devait donc être modifiée afin qu'une somme de 315 millions de dollars, majorée d'autant annuellement pour atteindre 1 575 millions de dollars à partir de 2018-2019, soit versée au Fonds à même les dividendes que verserait Hydro-Québec au gouvernement à l'égard de chacun de ses exercices à compter de celui se terminant le 31 décembre 2014.

Cette nouvelle source de revenus ne se concrétisera jamais, car lors de la présentation du Budget 2013-2014, le ministre des Finances et de l'Économie, M. Nicolas Marceau, l'a annulée. Elle a été

remplacée par une indexation annuelle calquée sur l'indice des prix à la consommation de l'électricité patrimoniale à compter de 2014. C'est la totalité des sommes provenant de l'indexation qui sera maintenant versée au Fonds à compter de l'exercice 2014-2015. Cette source de revenus était toujours en vigueur en 2017.

En 2011, une autre modification à la Loi avait permis d'ajouter une source de revenus supplémentaires spécifiquement dédiés au Fonds. Ainsi, à compter de l'exercice 2014-2015, des sommes correspondant à 25 % des redevances nettes minières et gazières, perçues au-delà de 200 M\$, seraient ajoutées aux revenus dédiés au Fonds. Toutefois, lors du dépôt du budget 2013-2014, le ministre Nicolas Marceau a décidé que la totalité des redevances minières serait versée au Fonds à compter l'exercice 2015-2016. Cette source de revenus était aussi toujours en vigueur en 2017.

Outre les modifications apportées aux deux précédentes sources de revenus dédiés au Fonds, le budget 2013-2014 du ministre Marceau incluait d'autres changements. Par exemple, il avait été décidé que, à compter de l'exercice 2014-2015, un montant de 100 M\$ provenant de la hausse de la taxe sur les boissons alcooliques serait versé annuellement au Fonds. Toutefois, le ministre Marceau avait dû annoncer lors de la présentation de « Le point sur la situation économique et financière du Québec » en novembre 2013, que le retour de l'équilibre budgétaire, contrairement à ce qui avait été annoncé, ne se ferait pas au cours de l'exercice 2013-2014. Le retour à l'équilibre budgétaire avait été reporté à 2015-2016 et les déficits anticipés pour 2013-2014 et 2014-2015 s'élevaient maintenant respectivement à 2,5 G\$ et 1,75 G\$, avec comme conséquence une augmentation de la dette de 4,25 G\$.

Cette hausse de la dette devait donc être compensée pour assurer le respect des objectifs de la Loi en 2025-2026. Le ministre Marceau opta donc pour une augmentation des versements au Fonds de 425 M\$ par année, prélevés à même les revenus de la taxe spécifique sur les boissons alcooliques à compter de l'exercice 2016-2017. Ce montant s'ajoutait à celui de 100 M\$ annoncé dans le Budget 2013-2014. Par une annonce faite par le ministre Carlos Leitão dans le Budget de 2014-2015, ce montant a par la suite été réduit à 400 M\$ par année à compter de l'exercice 2016-2017, qui s'ajouterait aux 100 M\$ déjà prévus, pour un total de 500 M\$ par année.

Le budget 2013-2014 du ministre Marceau prévoyait également qu'une somme supplémentaire de 215 M\$ serait versée annuellement par Hydro-Québec à compter de l'exercice 2017-2018. Ce montant correspondait aux économies de l'entreprise générées par l'abandon de la réfection de la centrale nucléaire de Gentilly-2. Par contre, la fermeture de la centrale avait aussi eu pour effet d'augmenter le déficit et la dette d'un montant de 1 876 M\$ au cours de l'exercice 2012-2013, tel qu'indiqué à la note 2 du tableau 2.

Les versements dédiés au Fonds ont donc subi diverses modifications depuis sa création. Aujourd’hui, ils se résument aux huit éléments suivants :

- les redevances hydrauliques d’Hydro-Québec et des producteurs privés;
- les revenus d’H-Q liés à l’indexation du prix du bloc patrimonial;
- une contribution additionnelle de 215 millions de dollars d’Hydro-Québec;
- les revenus miniers;
- un montant de 500 M\$ de la taxe spécifique sur les boissons alcooliques;
- les biens non réclamés;
- les dons, legs et autres contributions reçus par le ministre des Finances;
- les revenus de placement du Fonds des générations.

Toutefois, en vertu des dispositions de la Loi, trois autres sources sont identifiées, même si elles ne génèrent présentement aucun versement parce qu’un décret est requis afin de fixer la partie de ces sommes qui doit être affectée au Fonds⁷ :

- une partie des bénéfices que procurera à Hydro-Québec la vente d’électricité à l’extérieur du Québec et qui proviendra de ses nouvelles capacités de production;
- les redevances sur l’eau captée;
- la vente d’actifs, de droits ou de titres du gouvernement.

2.5 Évolution financière du Fonds des générations

Le tableau 6 résume l’ensemble des versements et des retraits qui ont été faits au Fonds depuis sa création. Le tableau inclut également les projections réalisées par le ministère des Finances jusqu’à l’exercice 2021-2022. On remarquera également le versement de certains montants forfaitaires au cours des ans. Plus récemment, par exemple, un montant de 131 M\$ provenant du surplus cumulé de la Commission des normes, de l’équité, de la santé et de la sécurité du travail a été déposé au Fonds au cours de l’exercice 2015-2016. Un retrait de 1 G\$ a aussi été réalisé au cours de l’exercice 2013-2014 par le ministre Nicolas Marceau pour rembourser des emprunts venant à échéance, diminuant du même coup le niveau de la dette totale consolidée, soit la dette portant intérêt.

Les informations finales pour l’exercice 2016-2017 n’étaient pas encore disponibles lors de la réalisation du présent cahier de recherche. Les données de cet exercice demeurent donc une prévision.

⁷ Ministère des Finances du Québec, *Plan budgétaire – Budget 2014-2015*. Juin 2014, page H.10.

Tableau 6 : Évolution financière du Fonds des générations

(en millions de dollars)

	2006- 2007	2007- 2008	2008- 2009	2009- 2010	2010- 2011	2011- 2012	2012- 2013	2013- 2014	2014- 2015	2015- 2016	2016- 2017p	2017- 2018p	2018- 2019p	2019- 2020p	2020- 2021p	2021- 2022p
Valeur comptable au début	-	584	1 233	1 952	2 677	3 437	4 277	5 238	5 659	6 938	8 522	10 564	13 052	15 886	19 102	22 729
Revenus dédiés																
Redevances hydrauliques																
Hydro-Québec	65	367	548	569	560	591	625	670	660	641	671	680	687	703	724	733
Producteurs privés	11	46	88	89	90	91	92	93	101	100	103	99	100	102	104	107
Sous-total	76	413	636	658	650	682	717	763	761	741	774	779	787	805	828	840
Indexation du prix de l'électricité patrimoniale	-	-	-	-	-	-	-	-	71	98	164	215	245	325	415	500
Contribution additionnelle d'Hydro-Québec	500 ¹	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	215	215	215	215	215
Revenus miniers	-	-	-	-	-	-	-	-	-	161	77	123	241	297	352	382
Taxes spécifiques sur les boissons alcooliques	-	-	-	-	-	-	-	-	100	100	500	500	500	500	500	500
Biens non réclamés	5	-	1	7	16	9	12	19	32	55	55	30	30	30	30	30
Revenus de placement	3	36	-50	60	94	149	232	339	315	298	472	626	816	1 044	1 287	1 522
Total des revenus dédiés	584	449	587	725	760	840	961	1 121	1 279	1 453	2 042	2 488	2 834	3 216	3 627	3 989
Autres versements		200 ²	132 ³					300 ⁴		131 ⁵						
Remboursement de la dette (retrait)								(1 000)								
Total des versements	584	649	719	725	760	840	961	421	1 279	1 584	2 042	2 488	2 834	3 216	3 627	3 989
VALEUR COMPTABLE À LA FIN	584	1 233	1 952	2 677	3 437	4 277	5 238	5 659	6 938	8 522	10 564	13 052	15 886	19 102	22 729	26 718

p : prévisions

(1) Revenus provenant de la vente de la participation d'Hydro-Québec dans Transelec Chile.

(2) Versement de 200 M\$ à même les sommes affectées à la réserve budgétaire en 2006-2007.

(3) Versement de 132 M\$ à même la réserve de stabilisation découlant de la vente d'actifs de la Société immobilière du Québec.

(4) Versement de 300 M\$ provenant du Fonds d'information sur le territoire.

(5) Versement de 131 M\$ provenant du surplus cumulé de la Commission des normes du travail (aujourd'hui la Commission des normes, de l'équité, de la santé et de la sécurité du travail).

Source : Ministère des Finances du Québec, *Fonds des générations - Un engagement renouvelé pour favoriser l'équité entre les générations*. Mars 2017, Fascicule du Plan économique du Québec - Budget 2017-2018, page 30 et 51.

Toutefois, comme l'ont montré les résultats financiers préliminaires publiés en juin dernier, le gouvernement aurait dégagé un surplus de 2,5 G\$, selon la Loi sur l'équilibre budgétaire, soit 2,2 G\$ de plus que dans les prévisions budgétaires. Il est donc fort possible que les informations concernant la dette soient plus faibles que ce qui avait été montré dans le dernier budget. Selon les dernières prévisions officielles publiées par le ministère des Finances, la valeur comptable du Fonds des générations aurait atteint 10 564 M\$ au 31 mars 2017 et devrait atteindre 26 718 M\$ à la fin de l'exercice 2021-2022.

Les informations présentées jusqu'ici ne sont pas nouvelles. Elles ont déjà été publiées par le gouvernement et les sources sont bien identifiables. Les objectifs de la Loi et les raisons pour lesquelles elle a été mise en place sont bien documentés. Les différents concepts de dette véhiculés par le gouvernement ont été expliqués pour aider à mieux comprendre le jargon entourant le Fonds. Les sources de financement ont aussi été exposées.

Maintenant que les nombreux aspects entourant la création et le fonctionnement du Fonds sont mieux compris, la réflexion va davantage se porter sur l'évolution future du Fonds. Les objectifs fixés pour le Fonds se rapportent à l'exercice 2025-2026 alors que les informations publiées par le gouvernement s'arrêtent à l'exercice 2021-2022. Il faut donc projeter l'analyse jusqu'à cette date. Après avoir créé notre scénario de base ou de référence, il sera ensuite possible d'analyser les effets sur l'évolution du Fonds de certaines actions qui pourraient être prises par le gouvernement ou encore de changements importants dans la conjoncture économique. On sera alors en mesure de conclure si le Fonds peut atteindre ses objectifs de réduction de la dette au 31 mars 2026 et si d'autres options apparaissent être plus efficaces.

3. SCÉNARIO DE RÉFÉRENCE (SCÉNARIO 1)

Tout exercice désireux d'analyser objectivement l'évolution du Fonds selon différents scénarios doit projeter les versements annuels jusqu'à la date fixée dans la Loi pour l'atteinte des objectifs ou des cibles, soit le 31 mars 2026, ce qui permettra de valider le réalisme des objectifs visés. Pour construire la projection des différents versements dédiés au Fonds à partir de l'exercice 2022-2023 jusqu'à l'exercice 2025-2026, certaines hypothèses ont dû être posées. Les prévisions du ministère ont été conservées pour la période allant de l'exercice 2016-2017 à l'exercice 2021-2022. Elles ont été présentées au tableau 6 précédent. Les hypothèses émises pour la projection de huit catégories de versements seront décrites dans les sections suivantes. On appellera cette projection : le « scénario de référence » ou le « scénario 1 ».

3.1 Hypothèses d'évolution des sources de financement

Les huit catégories de versements projetées pour les exercices 2022-2023 à 2025-2026 sont les suivantes :

- les redevances hydrauliques d'Hydro-Québec;
- les redevances hydrauliques des producteurs privés;
- les revenus d'H-Q liés à l'indexation du prix du bloc patrimonial;
- une contribution additionnelle de 215 millions de dollars d'Hydro-Québec;
- les revenus miniers;
- un montant de 500 M\$ de la taxe spécifique sur les boissons alcooliques;
- les biens non réclamés;
- les revenus de placement du Fonds des générations.

Les résultats des projections sont présentés au tableau 7.

Tableau 7 : Projections des versements au Fonds de 2022-2023 à 2025-2026

(en millions de dollars)

	2014- 2015	2015- 2016	2016- 2017p	2017- 2018p	2018- 2019p	2019- 2020p	2020- 2021p	2021- 2022p	2022- 2023p	2023- 2024p	2024- 2025p	2025- 2026p
Valeur comptable au début	5 659	6 938	8 522	10 564	13 052	15 886	19 102	22 729	26 718	31 065	35 863	41 100
Revenus dédiés												
Redevances hydrauliques												
Hydro-Québec	660	641	671	680	687	703	724	733	750	764	779	794
Producteurs privés	101	100	103	99	100	102	104	107	108	110	112	114
Sous-total	761	741	774	779	787	805	828	840	858	875	892	909
Indexation du prix de l'électricité patrimoniale	71	98	164	215	245	325	415	500	584	705	797	899
Contribution additionnelle d'Hydro-Québec				215	215	215	215	215	215	215	215	215
Revenus miniers		161	77	123	241	297	352	382	401	421	442	464
Taxes spécifiques sur les boissons alcooliques	100	100	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
Biens non réclamés	32	55	55	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Revenus de placement	315	298	472	626	816	1 044	1 287	1 522	1 759	2 053	2 361	2 698
Total des revenus dédiés	1 279	1 453	2 042	2 488	2 834	3 216	3 627	3 989	4 347	4 799	5 237	5 715
Versement du surplus cumulé de la Commission des normes du travail		131 ¹										
Total des versements	1 279	1 584	2 042	2 488	2 834	3 216	3 627	3 989	4 347	4 799	5 237	5 715
VALEUR COMPTABLE À LA FIN	6 938	8 522	10 564	13 052	15 886	19 102	22 729	26 718	31 065	35 863	41 100	46 814
VALEUR MARCHANDE À LA FIN	8 182	9 562	11 662	14 215	17 121	20 419	24 134	28 217	32 663	37 567	42 915	48 749

p: prévisions

(1) Versement de 131 M\$ provenant du surplus cumulé de la Commission des normes du travail (aujourd'hui la Commission des normes, de l'équité, de la santé et de la sécurité du travail).

Source : Ministère des Finances, *Fonds des générations - Un engagement renouvelé pour favoriser l'équité entre les générations*. Mars 2017, Fascicule du Budget 2017-2018, pages 30 et 51.

3.1.1 Redevances hydrauliques d'Hydro-Québec

Tel que stipulé dans la Loi sur le régime des eaux (Section VIII – Redevances),

[...] le taux de la redevance est indexé le 1^{er} janvier de chaque année selon l'augmentation en pourcentage, par rapport à l'année précédente, de l'indice général des prix à la consommation pour le Canada, publié par Statistique Canada en vertu de la Loi sur la statistique (Lois révisées du Canada (1985), chapitre S-19). À cette fin, l'indice des prix à la consommation pour une année est la moyenne annuelle calculée à partir des indices mensuels pour les 12 mois se terminant le 30 septembre de l'année précédente. Si une moyenne annuelle ou le pourcentage calculé en vertu du deuxième alinéa ou si le taux de redevance ainsi indexé comporte plus de deux décimales, les deux premières seulement sont retenues et la deuxième est augmentée d'une unité si la troisième est égale ou supérieure à 5⁸.

Pour indexer le taux de redevance pour la période 2016-2021, la prévision de la croissance de l'indice des prix à la consommation du Canada a été tirée de la moyenne des prévisions du secteur privé du Budget fédéral 2017-2018⁹. Une moyenne des prévisions de plusieurs organisations privées, dont les grandes banques canadiennes, constitue probablement la source la plus fiable en ce qui concerne l'inflation au Canada. L'objectif de cet exercice était de retrouver les hypothèses posées pour évaluer le nombre de kilowattheures d'électricité générés des forces hydrauliques au cours de l'année pour calculer les revenus tirés de redevances hydrauliques d'Hydro-Québec au cours des exercices 2017-2018 à 2021-2022. Cela a permis de constater que la prévision de la croissance de la production réalisée par le ministère était quasi nulle sur la période. Par conséquent, les hypothèses sous-jacentes au calcul des revenus tirés des redevances hydrauliques étaient donc une production stable multipliée par le taux de redevances indexé selon la Loi sur le régime des eaux.

Pour projeter les revenus de redevances hydrauliques pour la période 2022-2023 à 2025-2026, il fallait donc poser des hypothèses sur l'évolution du nombre de kilowattheures produits et sur l'indice des prix à la consommation au Canada. Notre hypothèse de croissance de l'indice des prix à la consommation a été fixée à 2 %, tel qu'indiqué par les objectifs de la Banque du Canada, et la croissance de la production a été fixée à 0 %, ce qui correspond à la croissance moyenne nulle établie par le ministère pour les exercices 2017-2018 à 2021-2022.

3.1.2 Redevances hydrauliques privées

Les mêmes hypothèses que celles appliquées pour déterminer les redevances d'Hydro-Québec ont été utilisées, soit :

- les mêmes taux de redevances;

⁸ LégisQuébec, Loi sur le régime des eaux – Chapitre R13, Section VIII – Redevances, article 68. Consulté le 14 septembre 2017 sur le site : <http://legisquebec.gouv.qc.ca/fr/showDoc/cs/R-13?&digest>.

⁹ Ministère des Finances du Canada, *Bâtir une classe moyenne forte*, Budget 2017, Annexe 1, page 286.

- une croissance nulle de la production semblable à celle établie par le ministère des Finances à partir de l'exercice 2017-2018 jusqu'à l'exercice 2021-2022.

3.1.3 Indexation du bloc patrimonial

Selon la loi sur Hydro-Québec, la Société doit verser au Fonds la somme qui correspond aux revenus que le gouvernement attribue à l'indexation du coût moyen de fourniture de l'électricité patrimoniale depuis l'année 2014, et ce, pour chaque exercice se terminant à compter de cette année.

La croissance des versements liés à l'indexation du bloc patrimonial doit donc être calculée à partir des ventes de la Société en volume et de l'indexation du coût moyen de fourniture de l'électricité patrimoniale. En fait, la valeur du versement est la différence entre le montant après indexation et celui avant indexation. Il est donc aussi fonction de la quantité d'électricité patrimoniale utilisée pour répondre au besoin du Québec.

L'évolution du volume de l'électricité patrimoniale utilisée a été estimée à partir de la prévision des ventes telle que présentée dans le Plan d'approvisionnement d'Hydro-Québec 2017-2026¹⁰. Les taux de croissance annuels sont relativement faibles étant donné que le taux de croissance annuel moyen sur l'ensemble de la période 2016-2026 est de 0,4 %.

En ce qui concerne l'indexation du coût de fourniture, il est établi par décret annuellement et est calculé de la manière suivante :

[...] le coût moyen de fourniture de l'électricité patrimoniale doit correspondre au coût moyen fixé pour l'année précédente, indexé le 1^{er} janvier de chaque année selon le taux correspondant à la variation annuelle de l'indice moyen d'ensemble, pour le Québec, des prix à la consommation, pour la période de douze mois qui se termine le 31 mars de l'année qui précède celle pour laquelle une demande a été présentée en vertu de l'article 52.1¹¹.

À partir de l'année 2021-2022, le taux d'inflation estimé pour le Québec a été fixé à 1,5 %. Il est plus faible que pour l'ensemble du Canada compte tenu des pressions à la baisse sur la croissance économique due au vieillissement démographique plus prononcé au Québec que dans l'ensemble du Canada. À ce sujet, on peut mentionner que l'inflation au Québec s'est établie à 1,5 % entre 2009 et 2015 alors que, de 2016 à 2021, les Études économiques du Mouvement Desjardins prévoient une croissance moyenne de 1,4 %.

¹⁰ Hydro-Québec Distribution, *Plan d'approvisionnement 2017-2026, Réseau intégré*, novembre 2016, p. 10.

¹¹ Gazette officielle du Québec, 28 décembre 2016, 148^e année, no 52, p. 6384 et 6385.

3.1.4 Contribution additionnelle d'Hydro-Québec

La contribution additionnelle d'Hydro-Québec de 215 M\$ est prévue de 2017-2018 à 2043-2044¹². Comme mentionné précédemment, cette somme provient des économies de l'entreprise générées par l'abandon de la réfection de la centrale nucléaire de Gentilly-2.

3.1.5 Revenus miniers

Les taux de croissance annuels prévus par le ministère des Finances diminuent très rapidement sur la période 2017-2018 à 2021-2022. Ils passent de 59,7 % pour l'exercice 2017-2018 à 8,5 % pour l'exercice 2021-2022. Il est très audacieux de prévoir l'évolution de ces revenus sur une longue période. Ainsi, la hausse annuelle des revenus miniers a été maintenue constante à 5 % de 2022-2023 à 2025-2026.

3.1.6 Taxes spécifiques sur les boissons alcooliques

Les taxes spécifiques sur les boissons alcooliques ont été maintenues à 500 M\$ par année tout au long de la période, tel que prévu dans la Loi.

3.1.7 Biens non réclamés

Les versements provenant des biens non réclamés ont été maintenus à 30 M\$ par année sur l'ensemble de la période de projection.

3.1.8 Revenus de placement

Depuis la création du Fonds jusqu'à la fin de l'exercice 2015-2016, le taux de rendement annuel moyen de la valeur comptable du Fonds a été de 3,9 %. Ce rendement a été calculé à partir des revenus de placement au cours d'un exercice sur la valeur comptable du Fonds à la fin de l'exercice précédent. En revanche, si on calcule la moyenne du rendement annuel du Fonds publié par le ministère sur la même période¹³, mais calculé sur la base de l'année civile, il s'élèverait plutôt à 5,8 %. Le ministère des Finances table sur un rendement futur supérieur, ce qui pourrait se justifier, entre autres, par une hausse possible des taux d'intérêt au cours des prochaines années. Selon les prévisions du ministère, le taux de rendement prévu des placements sera graduellement en croissance pour atteindre environ 6,4 % au cours de l'exercice 2021-2022¹⁴.

¹² <http://www.budget.finances.gouv.qc.ca/fondsdesgenerations/>

¹³ Ministère des Finances du Québec, *Fonds des générations – Un engagement renouvelé pour favoriser l'équité entre les générations*, Le plan économique du Québec – Budget 2017-2018. Mars 2017, page 38.

¹⁴ La politique de placement du Fonds des générations vise un objectif de rendement annuel de 6,45 %, selon le document suivant : Ministère des Finances du Québec, *Le Point sur la situation économique et financière du Québec*. Automne 2013, page D.52.

- Le taux de 6,4 % a donc été utilisé pour la projection jusqu'en 2025-2026.
- Les versements mensuels au Fonds procurent également un rendement de 6,4 %.

Selon l'ensemble de nos hypothèses, la valeur comptable du Fonds à la fin de l'exercice 2025-2026 atteindrait 46 814 M\$. Lors de la présentation du Budget 2007-2008, le solde prévu au Fonds était de 41,7 G\$ pour la même date. Cela représente une amélioration de plus de 5 G\$.

3.2 Valeur marchande et valeur comptable

Le scénario de référence du tableau 7 précédent présente annuellement deux valeurs différentes pour le Fonds : la valeur marchande et la valeur comptable. La valeur marchande est en fait la somme qui serait obtenue si tous les placements du Fonds étaient vendus sur le marché. Quant à la valeur comptable, elle représente la valeur aux livres du placement. Par exemple, si le Fonds a en sa possession une obligation qui a été achetée 1 000 \$ à sa valeur comptable et portant intérêt à 5 % par année, il est possible que sa valeur marchande soit plus élevée que 1 000 \$, notamment si le taux d'intérêt d'une obligation de même type a baissé sur le marché. Par exemple, si le taux d'intérêt actuel est de 2 %, la valeur marchande sera plus élevée que la valeur comptable pour refléter le fait que l'acheteur de cette obligation sur le marché secondaire va obtenir un versement d'intérêt équivalent à 5 %, alors que les taux ne sont que de 2 % sur le marché. Si l'obligation vient à échéance dans un an, la valeur marchande de l'obligation sera donc de 1 029,41 \$ pour refléter que le rendement de l'obligation achetée soit équivalent à 2 %. Dans ce cas-ci, l'acheteur recevra après un an 1 050 \$, soit la valeur nominale de l'obligation plus le coupon de 50 \$. Comme il aura payé l'obligation 1 029,41 \$ sur le marché secondaire, son rendement aura été de 20,59 \$ (la différence entre 1 050 \$ et les 1 029,41 \$ payés). La somme de 20,59 \$ sur le prix d'achat de l'obligation de 1 029,41 \$ représente un rendement de 2 %, équivalent à ce qui prévalait sur le marché lors de l'achat de l'obligation sur le marché secondaire.

Selon nos estimations, le taux de rendement annuel moyen pour la valeur marchande du Fonds aurait été d'environ 7,15 % pour la période allant de 2006-2007, soit l'année correspondant à la création du Fonds, jusqu'à 2015-2016. Toutefois, le taux de rendement de la valeur comptable a été utilisé pour établir l'évolution de la valeur marchande. Par conséquent, cela tient pour acquis la valeur marchande du Fonds en 2015-2016, mais l'hypothèse est que cette valeur évoluera au même rythme que le rendement de la valeur comptable. C'est donc comme si nous avions vendu tous les titres à la fin de l'année 2015-2016 et que le rendement de la valeur marchande du Fonds serait celui du rendement de la valeur comptable par la suite.

- Le taux de rendement de la valeur comptable a été établi annuellement en divisant les revenus de placement gagnés au cours d'une année par la valeur comptable du Fonds au cours de l'année précédente.

- La valeur marchande du Fonds au cours d’une année est donc calculée en appliquant le rendement de la valeur comptable sur la valeur marchande de l’année précédente pour déterminer les revenus de placement de la valeur marchande, auxquels on ajoute les dépôts ou versements dédiés au Fonds au cours de la même année.

Le tableau 7 précédent illustre l’évolution des versements au Fonds, mais aussi de sa valeur comptable et de sa valeur marchande. Ainsi, selon notre scénario de référence, la valeur marchande du Fonds devrait atteindre 48 749 M\$ à la fin de l’exercice 2025-2026, soit 1 935 M\$ de plus que la valeur comptable.

3.3 Résultats du scénario de référence

Les projections du Fonds maintenant réalisées jusqu’à la date des cibles fixées dans la Loi, soit le 31 mars 2026, il est donc possible de vérifier si, selon les hypothèses posées, les objectifs seront atteints. Rappelons que les objectifs inscrits dans la Loi sont les suivants :

- Pour 2025-2026, la dette brute ne pourra excéder 45 % du PIB.
- La dette représentant les déficits cumulés ne pourra excéder 17 % du produit intérieur brut du Québec à la fin de l’exercice 2025-2026.

Il reste donc deux éléments manquants pour établir si les objectifs sont respectés : l’évolution du PIB nominal sur la période de projection et celui de la dette brute du gouvernement.

En ce qui concerne le taux de croissance appliqué à la dette portant intérêt pour les exercices 2022-2023 à 2025-2026, il a été établi à 2 %. Ce taux est semblable au taux prévu par le ministère des Finances pour les exercices 2016-2017 à 2021-2022, qui est de 2,2 %¹⁵. Cette hypothèse tient pour acquis que le solde budgétaire du gouvernement du Québec, selon la Loi sur l’équilibre budgétaire, sera nul sur toute la période de projection. Par conséquent, la dette représentant les déficits cumulés diminue au même rythme que les versements annuels faits au Fonds.

Il faut bien comprendre la distinction entre le surplus (déficit) du gouvernement et le surplus budgétaire (déficit) selon la Loi sur l’équilibre budgétaire. Le premier est formé de l’écart entre les revenus et les dépenses selon les conventions comptables du gouvernement. Le second ne comprend pas les revenus et les dépenses comptabilisés au Fonds. Par exemple, si le solde budgétaire selon la Loi sur l’équilibre budgétaire est nul et que les versements au Fonds sont de 1 279 M\$ comme en 2014-2015, cela signifie que le gouvernement avait un excédent de revenus du même montant par rapport à ses dépenses, donc un surplus. Par conséquent, même si le

¹⁵ La dette portant intérêt est la somme de la dette directe consolidée et des passifs au titre des régimes de retraite et des avantages sociaux futurs. Elle équivaut aussi à la dette brute à laquelle on ajoute la valeur comptable du Fonds. Selon le tableau 1, la dette portant intérêt était de 217 517 M\$ au 31 mars 2017 et de 242 911 M\$ au 31 mars 2022.

surplus selon la Loi sur l'équilibre budgétaire est nul, le gouvernement a enregistré un surplus budgétaire de 1 279 M\$ qui vient diminuer la dette représentant les déficits cumulés.

Le taux de croissance du PIB nominal pour les exercices 2022-2023 et les suivants a été fixé 3,0 %, soit légèrement inférieur à la tendance établie par le ministère des Finances pour la période de prévision des exercices 2016-2017 à 2021-2022, qui est de 3,2 %, en tenant compte d'une pression défavorable du vieillissement rapide de la population du Québec sur le taux de croissance du PIB.

Sur la base de l'ensemble des hypothèses retenues pour le scénario de référence, qui constitue notre scénario 1, pour l'exercice 2025-2026 :

- la valeur comptable du Fonds des générations est de 46 814 M\$;
- la valeur de la dette brute incluant le Fonds est de 216 121 M\$;
- la valeur de la dette brute excluant le Fonds est de 262 935 M\$;
- la dette représentant les déficits cumulés est de 81 829 M\$;
- et le PIB nominal est de 516 852 M\$.

Le tableau 8 présente l'évolution de la dette brute du gouvernement et des différents ratios reliés aux objectifs d'endettement inscrits dans la Loi :

Tableau 8 : Scénario de référence (scénario 1) – Ratios d'endettement

(en millions de dollars)

	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	2019-2020	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024	2024-2025	2025-2026
Fonds des générations											
Valeur comptable	8 522	10 564	13 052	15 886	19 102	22 729	26 718	31 065	35 863	41 100	46 814
Valeur marchande	9 562	11 662	14 215	17 121	20 419	24 134	28 217	32 663	37 567	42 915	48 749
Dettes											
Brute	203 347	206 953	210 824	213 261	214 966	215 711	216 193	216 705	216 862	216 680	216 121
En % du PIB	53,4	52,7	52,0	50,9	49,7	48,4	47,1	45,8	44,5	43,2	41,8
Déficits cumulés	120 121	118 079	115 591	112 757	109 541	105 914	101 925	97 578	92 780	87 543	81 829
En % du PIB	31,5	30,1	28,5	26,9	25,3	23,8	22,2	20,6	19,0	17,4	15,8

Dans le scénario de référence, aucune somme n'est retirée du Fonds. C'est donc la valeur comptable du Fonds qui vient réduire le poids de la dette brute par rapport au PIB. Le poids de la dette brute du gouvernement en pourcentage du PIB serait donc de 41,8 % pour l'exercice 2025-2026, plus faible que la cible de réduction de la dette de 45 % inscrite dans la Loi. Le ratio de la dette représentant les déficits cumulés par rapport au PIB atteindrait, selon nos hypothèses, 15,8 %, ce qui est également inférieur aux objectifs de la Loi.

Par conséquent, selon nos hypothèses, le gouvernement atteindrait les objectifs établis par la Loi. En ce qui concerne le ratio de la dette brute par rapport au PIB, l'objectif serait atteint dès le 31 mars 2024, ce qui lui laisserait une marge de manœuvre de deux ans si le Fonds n'évolue pas comme prévu. Dans le cas de la dette représentant les déficits cumulés, l'objectif serait atteint le

31 mars 2026, soit au moment prévu par la Loi. C'est d'ailleurs cette marge de manœuvre qui a stimulé notre réflexion sur l'évolution future du Fonds. Est-ce que certaines actions par rapport aux sommes accumulées dans le Fonds pourraient améliorer sa performance, tout en s'assurant que les objectifs de réduction de l'endettement seraient toujours respectés? La création du Fonds était-elle vraiment nécessaire pour réduire la dette? Quelques scénarios ont donc été testés pour répondre à ces questions.

4. SCÉNARIOS D'ENDETTEMENT EN L'ABSENCE DE CRÉATION DU FONDS

Une des premières questions qui nous vient à l'esprit est : « Si le Fonds n'avait pas été mis sur pied, quelle aurait été la situation actuelle et prévue des ratios d'endettement du gouvernement? » La question est légitime, car la réponse permettrait de déterminer si le Fonds a vraiment rempli ses objectifs.

On comprend aisément que la mise en place du Fonds s'appuyait dès le départ sur la prémisse suivante : les rendements obtenus par les sommes placées dans le Fonds devront être supérieurs aux coûts des emprunts du gouvernement, sans quoi il y a peu d'avantages à créer un tel instrument. Il doit y avoir un effet de levier pour justifier un tel outil, outre le fait qu'en confiant la gestion des sommes déposées dans le Fonds à un organisme externe, les sommes ne pouvaient être allouées aux dépenses courantes du gouvernement. Trois autres scénarios ont donc été construits pour aider à mieux comprendre la raison pour laquelle un tel outil pouvait contribuer à diminuer plus efficacement les ratios d'endettement :

- **Scénario 2** : Le Fonds n'a jamais été créé;
- **Scénario 3** : Les revenus dédiés au Fonds sont prélevés et versés annuellement à la dette;
- **Scénario 4** : Les revenus dédiés au Fonds sont prélevés et versés annuellement à la dette, incluant les économies sur le service de la dette.

4.1 Scénario 2 : Le Fonds n'a jamais été créé

Ce scénario considère que l'idée même d'un fonds n'aurait pas germé. Le Fonds n'aurait donc pas existé et l'hypothèse posée est que le gouvernement n'aurait pas prélevé les revenus dédiés au Fonds ou, si cela était le cas, il les aurait entièrement dépensés en biens et services, ce qui aurait eu plusieurs conséquences sur les finances publiques. D'abord, la dette portant intérêt aurait continué d'augmenter au même rythme. Toutefois, la dette brute aurait augmenté plus rapidement parce que le gouvernement n'aurait pas accumulé d'argent dans le Fonds. Évidemment, il n'y aurait eu aucun revenu de placement tiré du Fonds.

Les revenus prélevés et dédiés au Fonds qui permettraient de réduire le déficit ou d'augmenter le surplus budgétaire annuellement n'existant plus ou étant dépensés, il n'y a donc plus d'effets positifs sur la dette représentant les déficits cumulés. La dette représentant les déficits cumulés aurait, par conséquent, été nettement plus élevée que dans le scénario de référence. D'ailleurs, le tableau 9 montre que la dette brute et la dette représentant les déficits cumulés sont nettement supérieures à notre scénario de référence et, dans les deux cas, cette différence est équivalente à la valeur comptable du Fonds au 31 mars 2026, soit 46 814 M\$. De plus, ce tableau compare l'évolution des ratios d'endettement à la fin des exercices 2015-2016 à 2025-2026, avec et sans le Fonds.

Tableau 9 : **Scénario 2 - Le Fonds n'a jamais été créé**¹⁶

(en millions de dollars)

	2015- 2016	2016- 2017	2017- 2018	2018- 2019	2019- 2020	2020- 2021	2021- 2022	2022- 2023	2023- 2024	2024- 2025	2025- 2026
Indicateurs d'endettement selon l'actuel Fonds des générations (scénario de base ou scénario 1)											
Dettes brute en % du PIB	53,4	52,7	52,0	50,9	49,7	48,4	47,1	45,8	44,5	43,2	41,8
Déficits cum. en % du PIB	31,5	30,1	28,5	26,9	25,3	23,8	22,2	20,6	19,0	17,4	15,8
Dettes (scénario2)											
Brute	211 869	217 517	223 876	229 147	234 068	238 440	242 911	247 769	252 725	257 779	262 935
En % du PIB	55,6	55,4	55,2	54,7	54,1	53,5	52,9	52,4	51,9	51,4	50,9
Déficits cumulés	128 643	128 643	128 643	128 643	128 643	128 643	128 643	128 643	128 643	128 643	128 643
En % du PIB	33,8	32,7	31,7	30,7	29,7	28,9	28,0	27,2	26,4	25,6	24,9

Il est sans contredit que, sans l'existence du Fonds et des revenus qui y sont dédiés, les ratios d'endettement visés par la Loi n'auraient pas été atteints. Le ratio de la dette brute par rapport au PIB aurait atteint 50,9 % au 31 mars 2026 et le ratio de la dette représentant les déficits cumulés, 24,9 %. Ces résultats sont plutôt loin des objectifs de la Loi, qui sont respectivement 45 % et 17 %. Cette simulation confirme que la mise en place du Fonds aura permis de réduire le ratio d'endettement du gouvernement de façon importante.

4.2 Scénario 3 - Les revenus dédiés au Fonds directement versés annuellement à la dette brute

Sans nécessairement mettre en place le Fonds, le gouvernement aurait pu prélever les mêmes sources de revenus, telles qu'elles ont été définies dans la Loi, et les utiliser pour diminuer les nouveaux emprunts. L'exercice a donc été refait en appliquant ces hypothèses. Le mécanisme de cette simulation est donc de considérer que les revenus dédiés annuellement au Fonds sont utilisés pour diminuer les nouveaux emprunts du gouvernement. Comme les sommes prélevées sont appliquées directement à la dette, le Fonds ne génère aucun revenu de placement. Ainsi, pour l'exercice 2016-2017, les nouveaux emprunts auraient été diminués de 1 570 M\$, soit le total des versements de notre scénario de référence, qui sont de l'ordre de 2 042 M\$, mais en excluant les revenus de placement, soit 472 M\$ (tableaux 6 et 7). L'exercice 2013-2014 montre uniquement 82 M\$, car dans le scénario de référence, un versement de 1 G\$ avait déjà été effectué pour rembourser la dette ou diminuer les nouveaux emprunts (tableau 10).

Selon ce scénario 3, le niveau de la dette brute est réduit annuellement, ce qui permet de réaliser des économies sur le service de la dette et donc de dégager une marge de manœuvre que le gouvernement aurait pu utiliser pour réduire les impôts ou investir dans les services.

Jusqu'en 2016, les économies réalisées sur le service de la dette sont calculées à partir du coût des nouveaux emprunts tel que publié par le ministère des Finances¹⁷, ce qui correspond au taux de rendement des obligations du Québec à échéance de 10 ans. Par conséquent, le coût des

¹⁶ Le scénario ne tient pas compte des effets positifs sur les revenus autonomes du gouvernement qu'aurait eu une ponction plus faible sur l'économie due à l'absence des revenus dédiés au Fonds.

¹⁷ Ministère des Finances du Québec, *Plan économique du Québec - Budget 2017-2018*. Tableau E.18, page E.44.

nouveaux emprunts, qui étaient de 4,7 % en 2007, a diminué graduellement jusqu'à 2,2 % en 2016. Compte tenu de la hausse graduelle prévue des taux d'intérêt, il a été supposé que le coût des nouveaux emprunts se normaliserait au fil des ans et passerait graduellement de 2,2 % en 2016 à 4,5 % en 2025. Ainsi, les 581 M\$ prélevés au cours de l'exercice 2006-2007 ont permis de diminuer les emprunts du gouvernement du même montant. Le coût des nouveaux emprunts étant de 4,7 %, cette diminution des emprunts a permis d'économiser environ 27 M\$ sur le service de la dette au cours des exercices suivants. Il est important de spécifier que, dans ce scénario, les économies réalisées sur le service de la dette sont dépensées ou utilisées à des réductions d'impôt. Ces économies n'affectent donc pas l'évolution du solde budgétaire et de la dette représentant les déficits cumulés. Par ailleurs, seule la perte des revenus de placement a des effets sur cette dette.

Le tableau 10 de la page suivante montre les résultats de la simulation. Selon ce scénario, on constate qu'une seule des deux cibles de réduction de la dette aurait été atteinte. Le ratio de la dette brute par rapport au PIB aurait atteint 44,9 %, soit tout juste en dessous de la cible de 45 %. Toutefois, le ratio de la dette représentant les déficits cumulés aurait atteint 18,9 % au 31 mars 2026, soit 1,9 point de pourcentage de plus que la cible de 17 %. Par conséquent, même si on avait affecté annuellement les revenus prélevés et dédiés au Fonds directement au remboursement de la dette ou à la réduction des nouveaux emprunts, une seule des deux cibles du gouvernement en matière de réduction de la dette aurait été respectée.

Tableau 10 : Scénario 3 - Sommes dédiées au Fonds affectées à la diminution des nouveaux emprunts

(en millions de dollars)

	2006- 2007	2007- 2008	2008- 2009	2009- 2010	2010- 2011	2011- 2012	2012- 2013	2013- 2014	2014- 2015	2015- 2016	2016- 2017	2017- 2018	2018- 2019	2019- 2020	2020- 2021	2021- 2022	2022- 2023	2023- 2024	2024- 2025	2025- 2026
Indicateurs d'endettement selon l'actuel Fonds des générations (scénario de référence ou scénario 1)																				
Dettes brute en % du PIB	49,7	49,0	48,5	51,9	52,9	53,2	54,2	54,3	54,9	53,4	52,7	52,0	50,9	49,7	48,4	47,1	45,8	44,5	43,2	41,8
Déficits cum. en % du PIB	33,5	31,7	32,9	34,7	34,1	33,4	34,6	33,4	32,7	31,5	30,1	28,5	26,9	25,3	23,8	22,2	20,6	19,0	17,4	15,8
Versement sur la dette																				
Montant du versement	581	613	769	665	666	691	729	82	964	1 286	1 570	1 862	2 018	2 172	2 340	2 467	2 588	2 746	2 876	3 017
Dettes (scénario 3)																				
Brute	144 508	149 848	152 503	163 367	173 579	183 676	192 390	198 670	205 135	204 823	208 901	213 398	216 651	219 400	221 432	223 436	225 707	227 917	230 096	232 235
En % du PIB	49,7	49,0	48,5	51,9	52,9	53,3	54,3	54,5	55,2	53,8	53,2	52,6	51,7	50,7	49,7	48,7	47,7	46,8	45,9	44,9
Déficits cumulés	97 427	97 164	103 422	109 174	112 089	115 512	123 139	122 710	122 446	121 597	120 027	118 165	116 147	113 975	111 635	109 168	106 580	103 835	100 959	97 943
En % du PIB	33,5	31,7	32,9	34,7	34,2	33,5	34,8	33,7	33,0	31,9	30,6	29,1	27,7	26,3	25,0	23,8	22,5	21,3	20,1	18,9
Effet sur le service de la dette																				
Service de la dette après versements	8 818	8 817	8 150	7 754	8 817	9 308	9 680	10 415	10 082	9 844	9 448	9 589	9 428	9 620	9 982	10 280	10 278	10 387	10 486	10 584
Économie annuelle	-	27	55	89	116	141	161	185	188	211	239	279	330	390	466	554	653	763	886	1 016

4.3 Scénario 4 - Les revenus dédiés au Fonds directement versés à la dette, incluant les économies sur le service de la dette

Selon le scénario 3 décrit précédemment, des économies sur le service de la dette sont dégagées annuellement étant donné que le gouvernement diminue ses emprunts du même montant que les sommes qui auraient été versées au Fonds, excluant les revenus de placement. L'hypothèse que ces économies étaient dépensées ou allouées à des réductions d'impôt avait été retenue. Toutefois, ces économies auraient pu être utilisées pour réduire davantage la dette.

Le scénario précédent a donc été repris en considérant que les économies annuelles réalisées sur le service de la dette seraient également affectées au remboursement de la dette. Par exemple, les économies de 27 M\$ réalisées au cours de l'exercice 2007-2008 ont également été utilisées pour diminuer les nouveaux emprunts. Considérant que le coût des nouveaux emprunts en 2007 étaient de 4,7 %, des économies supplémentaires d'un peu plus de 1 M\$ auraient été réalisées au cours de l'exercice 2008-2009. Ces mêmes économies s'élèveraient à 215 M\$ au cours de l'exercice 2025-2026. Il a été considéré que ces économies supplémentaires sur le service de la dette auraient été dépensées ou utilisées à des réductions d'impôt, n'affectant ni la dette brute ni la dette représentant les déficits cumulés. Le tableau 11 montre d'ailleurs les résultats de cette simulation.

La dette brute est maintenant réduite d'un montant additionnel de 6 751 M\$, qui correspond à la somme des économies réalisées sur le service de la dette. Comme ces économies ne sont pas dépensées ou appliquées à des réductions d'impôt, elles permettent de diminuer la dette représentant les déficits cumulés d'un même montant. Étant donné que la dette augmente moins rapidement que dans le scénario 3, on devait s'attendre à une amélioration des ratios.

Le ratio de la dette brute par rapport au PIB atteint maintenant 43,6 %, soit 1,4 point de pourcentage en dessous de l'objectif de la Loi, et 1,3 point de pourcentage en dessous du scénario précédent qui n'appliquait pas les économies sur le service de la dette à la dette. Quant au ratio de la dette représentant les déficits cumulés par rapport à la dette brute, il atteint maintenant 17,6 %, toujours au-dessus du niveau exigé par la Loi. Il a toutefois diminué de 1,3 point de pourcentage par rapport au niveau du scénario précédent.

En comparant les trois scénarios précédents, on constate que la création du Fonds a eu des effets positifs sur l'évolution des ratios d'endettement du gouvernement du Québec. Dans nos scénarios, l'effet de levier espéré, qui consiste à obtenir un rendement supérieur des sommes déposées dans le Fonds aux coûts des nouveaux emprunts, se concrétise. Il est vrai que sur la période de projection allant des exercices 2022-2023 à 2025-2026, le rendement des sommes versées et accumulées dans le Fonds est d'environ 6,4 %, alors que le service de la dette ne dépasse pas les 4,5 %.

Ce sont donc les revenus de placement qui permettent au Fonds de respecter les deux objectifs prescrits par la Loi. Même si les revenus dédiés du Fonds avaient été utilisés annuellement à rembourser la dette ou à diminuer les nouveaux emprunts du gouvernement, les objectifs n'auraient pu être atteints. L'ajout des intérêts économisés au remboursement de la dette aurait amélioré les ratios, mais pas suffisamment pour assurer le respect des objectifs. Force est de conclure que le Fonds, selon nos hypothèses actuelles, remplit ses objectifs et répond aux attentes.

Tableau 11 : Scénario 4 - Versements annuels à la dette brute dès la création du Fonds, incluant les économies sur le service de la dette

(en millions de dollars)

	2006- 2007	2007- 2008	2008- 2009	2009- 2010	2010- 2011	2011- 2012	2012- 2013	2013- 2014	2014- 2015	2015- 2016	2016- 2017	2017- 2018	2018- 2019	2019- 2020	2020- 2021	2021- 2022	2022- 2023	2023- 2024	2024- 2025	2025- 2026
Indicateurs d'endettement selon l'actuel Fonds des générations (scénario de référence ou scénario 1)																				
Dette brute en % du PIB	49,7	49,0	48,5	51,9	52,9	53,2	54,2	54,3	54,9	53,4	52,7	52,0	50,9	49,7	48,4	47,1	45,8	44,5	43,2	41,8
Déficits cum. en % du PIB	33,5	31,7	32,9	34,7	34,1	33,4	34,6	33,4	32,7	31,5	30,1	28,5	26,9	25,3	23,8	22,2	20,6	19,0	17,4	15,8
Versement sur la dette																				
Montant du versement	581	640	824	754	782	832	890	267	1 152	1 497	1 809	2 141	2 348	2 562	2 806	3 021	3 240	3 508	3 762	4 032
Dettes (scénario 4)																				
Brute	144 508	149 821	152 421	163 196	173 292	183 248	191 801	197 896	204 173	203 649	207 488	211 706	214 629	216 988	218 553	220 003	221 621	223 068	224 360	225 484
En % du PIB	49,7	49,0	48,5	51,9	52,8	53,2	54,2	54,3	55,0	53,5	52,8	52,2	51,2	50,1	49,0	47,9	46,9	45,8	44,7	43,6
Déficits cumulés	97 427	97 137	103 340	109 003	111 802	115 084	122 550	121 936	121 484	120 423	118 614	116 473	114 125	111 563	108 756	105 735	102 495	98 986	95 224	91 192
En % du PIB	33,5	31,7	32,9	34,7	34,1	33,4	34,6	33,5	32,7	31,6	30,2	28,7	27,2	25,8	24,4	23,0	21,7	20,3	19,0	17,6
Effet sur le service de la dette																				
Service de la dette après versements	8 818	8 817	8 149	7 751	8 810	9 297	9 664	10 393	10 055	9 812	9 411	9 547	9 378	9 560	9 908	10 189	10 165	10 246	10 311	10 369
Économie annuelle	-	-	1	4	7	12	16	21	27	32	36	42	50	60	73	91	113	141	175	215

5. SCÉNARIOS DE DÉCAISSEMENT DES SOMMES ACCUMULÉES DANS LE FONDS

L'analyse précédente a montré que le Fonds est actuellement en mesure de répondre aux critères de réduction de la dette, tels qu'ils sont inscrits dans la Loi et en fonction des hypothèses posées précédemment pour projeter dans le temps l'évolution des versements au Fonds. Les trois scénarios précédents, qui ont simulé l'absence de création du Fonds, ont clairement démontré son utilité pour l'atteinte de ses objectifs. Sans la création du Fonds, même en versant les prélèvements directement à la dette ainsi que les économies du service de la dette qui en découlaient, il n'aurait pas été possible de répondre à tous les critères ou objectifs de réduction de la dette établis pour le 31 mars 2026. Par conséquent, on peut conclure que l'effet de levier a fonctionné au cours des 10 premières années d'existence du Fonds et que, si nos hypothèses se réalisent, il permettra d'atteindre ses objectifs dans le futur.

Ceci étant dit, plusieurs questions jaillissaient. En fait, l'avenir est rempli d'incertitudes et il est légitime de se demander si ce n'est pas la conjoncture qui a permis au Fonds d'avoir si bien performé. Qu'arriverait-il si une récession ou une autre crise financière se déclarait au cours des prochaines années? Ne vaudrait-il pas mieux prendre les profits réalisés jusqu'ici et de répartir le Fonds sur les mêmes bases? Si la conjoncture devenait défavorable, est-ce que l'atteinte des objectifs serait compromise?

Pour assurer la meilleure gestion des sommes déjà accumulées dans le Fonds, il devenait intéressant de tester différents scénarios pour déterminer les effets possibles d'un décaissement de certaines sommes accumulées dans le Fonds sur les cibles ou objectifs inscrits dans la Loi. Ces scénarios pourraient-ils indiquer que des décaissements permettraient d'éviter que des soubresauts de la conjoncture économique et financière ne viennent effacer une grande partie des bénéfices retirés de la création du Fonds?

Évidemment, de nombreux scénarios pouvaient être imaginés, mais il a fallu faire des choix. Quatre scénarios ont été retenus, soit :

- **Scénario 5** : Versement unique en 2025-2026;
- **Scénario 6** : Versement en 2017-2018 et versement en 2025-2026;
- **Scénario 7** : Crise financière/récession en 2021-2023 et versement unique en 2025-2026;
- **Scénario 8** : Versement en 2017-2018, crise financière/récession en 2021-2023 et versement en 2025-2026.

5.1 Scénario 5 – Versement unique en 2025-2026

Ce scénario s'apparente au scénario de référence, à l'exception du fait que le Fonds est liquidé à la valeur marchande projetée au 31 mars 2026. Dans notre scénario de référence, qui allongeait les versements prélevés jusqu'à la date fixée pour les cibles indiquée dans la Loi, aucune

hypothèse n'était posée sur la fin du Fonds. Dans le scénario 5 présenté ici, il est prévu que le Fonds soit complètement liquidé à sa valeur marchande au 31 mars 2026 et les sommes recueillies soient affectées directement au remboursement de la dette du gouvernement. Tel qu'il avait été projeté dans le scénario de référence (tableaux 7 et 8), la valeur marchande du Fonds s'élèverait à 48 749 M\$ au 31 mars 2026. On suppose donc que cette somme est encaissée et utilisée pour rembourser la dette portant intérêt. Le tableau 12 montre les résultats de la simulation pour les indicateurs qui nous préoccupent tout particulièrement. Il est important de rappeler que, dans le scénario de référence, les ratios étaient calculés sur la valeur comptable du Fonds, comme le fait le ministère des Finances lorsqu'il présente les résultats du Fonds.

Tableau 12 : Scénario 5 - Versement à la dette de la valeur du Fonds au 31 mars 2026

(en millions de dollars)

	2015- 2016	2016- 2017	2017- 2018	2018- 2019	2019- 2020	2020- 2021	2021- 2022	2022- 2023	2023- 2024	2024- 2025	2025- 2026	2026- 2027
Indicateurs d'endettement selon l'actuel Fonds des générations (scénario de référence ou scénario 1)												
Dette brute en % du PIB	53,4	52,7	52,0	50,9	49,7	48,4	47,1	45,8	44,5	43,2	41,8	
Déficits cum. en % du PIB	31,5	30,1	28,5	26,9	25,3	23,8	22,2	20,6	19,0	17,4	15,8	
Versement sur la dette												
Montant du versement	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	48 749
Fonds des générations												
Valeur comptable	8 522	10 564	13 052	15 886	19 102	22 729	26 718	31 065	35 863	41 100	-	-
Valeur marchande	9 562	11 662	14 215	17 121	20 419	24 134	28 217	32 663	37 567	42 915	-	-
Dettes (scénario 5)												
Brute	203 347	206 953	210 824	213 261	214 966	215 711	216 193	216 705	216 862	216 680	214 186	
En % du PIB	53,4	52,7	52,0	50,9	49,7	48,4	47,1	45,8	44,5	43,2	41,4	
Déficits cumulés	120 121	118 079	115 591	112 757	109 541	105 914	101 925	97 578	92 780	87 543	79 894	
En % du PIB	31,5	30,1	28,5	26,9	25,3	23,8	22,2	20,6	19,0	17,4	15,5	
Effet sur le service de la dette												
Service de la dette après versements	10 055	9 687	9 868	9 758	10 010	10 448	10 834	10 931	11 150	11 373	11 600	9 638
Économie annuelle	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2 194

Selon le présent scénario, la dette brute au 31 mars 2026 sera donc inférieure au scénario de référence (scénario 1). Elle atteint une valeur de 214 186 M\$, un écart de 1 935 M\$. Cet écart correspond en fait à la différence entre la valeur marchande (48 749 M\$) et la valeur comptable (46 814 M\$) du Fonds au 31 mars 2026, soit au moment de la liquidation. De plus, le remboursement de la dette permettra des économies estimées à 2 194 M\$ sur le service de la dette à partir de l'exercice 2026-2027. Ce montant correspond au montant remboursé de la dette sur le marché, auquel on a appliqué le coût moyen de la dette du gouvernement, estimé à 4,5 % à la fin de l'exercice 2025-2026. Ces économies pourront être utilisées pour accroître les services de l'État, pour diminuer le fardeau fiscal des contribuables, pour rembourser la dette ou être réparties entre ces trois options. Le gain en capital réalisé lors de la vente des titres sera considéré comme un revenu par le gouvernement et fera diminuer du même montant la dette représentant les déficits cumulés.

En ce qui concerne les objectifs fixés par la Loi, ils s'en trouvent améliorés par le remboursement supplémentaire de 1 935 M\$ à la dette. Le ratio de la dette brute par rapport au PIB tombera alors à 41,4 % et celui de la dette représentant les déficits cumulés s'établira à 15,5 %.

5.2 Scénario 6 - Versement à la dette en 2017-2018 et en 2025-2026

Selon le ministère des Finances, la valeur comptable du Fonds atteindrait 13 052 M\$ au 31 mars 2018. Il s'agit de sommes importantes et, compte tenu des tensions politiques internationales actuelles et des risques économiques et financiers bien présents, il y a lieu de se demander s'il ne serait pas préférable d'encaisser le Fonds et de répartir l'accumulation par la suite. Ce raisonnement s'appuie sur certains principes de base en finance qui montrent que, lorsque vous avez réalisé de bons profits avec un investissement, il est peut-être le temps d'encaisser et de sécuriser le rendement. À la base, l'argent public n'est pas destiné à être investi dans des placements risqués pour profiter d'un effet de levier. C'est dans cette optique que ce scénario a été testé.

Le scénario 6 prend donc comme hypothèse que les sommes accumulées dans le Fonds au 31 mars 2018 sont utilisées pour rembourser la dette émise sur le marché et portant intérêt. Comme la valeur marchande est supérieure à la valeur comptable (14 215 M\$ contre 13 052 M\$), un gain en capital est réalisé et sera considéré comme un revenu pour le gouvernement. La dette représentant les déficits cumulés sera donc abaissée du montant de ce gain en capital, soit de 1 163 M\$.

Au 31 mars 2018, la dette portant intérêt était évaluée à 223 876 M\$. Un remboursement de 14 215 M\$, qui représente la valeur marchande du Fonds, a donc été appliqué à la dette. Par conséquent, le 1^{er} avril 2018, après le remboursement de la dette portant intérêt de 14 215 M\$, la dette brute du gouvernement s'élèverait à 209 661 M\$. Le principal avantage d'effectuer ce remboursement est de permettre des économies sur le service de la dette. Pour ce faire, nous avons considéré que les économies sur le service de la dette devaient se calculer en deux étapes.

Au 31 mars 2018, les nouveaux emprunts prévus du gouvernement, de l'ordre de 6 359 M\$, n'étaient plus nécessaires. Étant donné que le coût des nouveaux emprunts était estimé à 2,5 % pour 2018, les économies sur cette portion du remboursement de la dette s'élevaient à 159 M\$ pour l'exercice 2018-2019. Comme le remboursement de la dette s'élevait globalement à 14 215 M\$, les économies sur le service de la dette de la différence, les 7 856 M\$ restants, ont été calculés en fonction du coût moyen implicite de la dette, soit 4,36 % pour l'exercice 2018-2019. Les économies totales générées par le remboursement de la dette s'élèvent donc à environ 501 M\$ par année jusqu'à la fin de la période de simulation, soit l'exercice 2025-2026. Ces économies, selon les hypothèses posées, seraient disponibles pour l'augmentation des services ou pour diminuer les impôts. Par conséquent, elles n'auraient aucun impact sur le solde

budgétaire ni sur la dette représentant les déficits cumulés. Les résultats obtenus de notre simulation sont présentés au tableau 13.

Une fois le Fonds vidé de ses titres, notre scénario prévoit que les revenus dédiés continueront d'être versés exactement de la même façon qu'auparavant. Les sommes accumulées à partir du 1^{er} avril 2018 permettront de générer à nouveau des revenus de placement. Toutefois, la valeur marchande évoluera au même rythme que la valeur comptable, de sorte que le versement effectué le 31 mars 2026 sera identique à la valeur comptable du Fonds à cette date, soit 25 604 M\$. Finalement, notre scénario prévoit aussi un deuxième versement au 31 mars 2026, d'un montant équivalent au solde du Fonds. La valeur marchande et la valeur comptable étant identiques, aucun gain en capital ne sera généré. La dette brute s'élèvera alors à 223 117 M\$.

Tableau 13 : Scénario 6 - Versement de la valeur du Fonds à la dette au 31 mars 2018 et au 31 mars 2026

(en millions de dollars)

	2015- 2016	2016- 2017	2017- 2018	2018- 2019	2019- 2020	2020- 2021	2021- 2022	2022- 2023	2023- 2024	2024- 2025	2025- 2026	2026- 2027
Indicateurs d'endettement selon l'actuel Fonds des générations (scénario de référence ou scénario de base)												
Dette brute en % du PIB	53,4	52,7	52,0	50,9	49,7	48,4	47,1	45,8	44,5	43,2	41,8	
Déficits cum. en % du PIB	31,5	30,1	28,5	26,9	25,3	23,8	22,2	20,6	19,0	17,4	15,8	
Versement sur la dette												
Montant du versement	-	-	14 215	-	-	-	-	-	-	-	-	25 604
Fonds des générations												
Valeur comptable	8 522	10 564	-	2 077	4 444	7 134	10 126	13 432	17 110	21 156	-	-
Valeur marchande	9 562	11 662	-	2 077	4 444	7 134	10 126	13 432	17 110	21 156	-	-
Dettes (scénario 6)												
Brute	203 347	206 953	209 661	212 856	215 410	217 091	218 570	220 123	221 400	222 409	223 117	
En % du PIB	53,4	52,7	51,7	50,8	49,8	48,7	47,6	46,5	45,4	44,3	43,2	
Déficits cumulés	120 121	118 079	114 428	112 352	109 985	107 294	104 302	100 997	97 318	93 273	88 825	
En % du PIB	31,5	30,1	28,2	26,8	25,4	24,1	22,7	21,4	20,0	18,6	17,2	
Effet sur le service de la dette												
Service de la dette après versements	10 055	9 687	9 868	9 138	9 389	9 814	10 188	10 291	10 510	10 733	10 960	10 167
Économie annuelle	-	-	-	501	501	501	501	501	501	501	501	1 665

Ce scénario assure presque le respect des objectifs fixés dans la Loi. Le ratio de la dette brute par rapport au PIB s'établit à 43,2 % au 31 mars 2026, alors que le ratio de la dette représentant les déficits cumulés serait de 17,2 %, soit seulement 0,2 point de pourcentage au-dessus de la cible. Toutefois, une portion des économies sur le service de la dette pourrait être appliquée au remboursement de la dette. Il suffirait de mettre moins de 1 G\$ au remboursement de la dette sur l'ensemble de la période pour ramener le ratio de la dette représentant les déficits cumulés par rapport au PIB à 17 %. Même si ce ratio est légèrement supérieur aux objectifs fixés par la Loi, il aurait l'avantage de sécuriser les sommes déjà accumulées dans le Fonds, les mettant à l'abri d'une éventuelle utilisation à des fins politiques ou encore d'une crise économique et financière. Le tableau 13 montre aussi que la liquidation des sommes accumulées au Fonds au

31 mars 2026 permettrait d'économiser, à partir de l'exercice 2026-2027, 1 665 M\$ de manière récurrente sur le service de la dette par rapport à notre scénario de référence.

5.3 Scénario 7 - Crise financière/récession en 2021-2023 et versement unique au 31 mars 2026

Ce scénario analyse l'impact qu'aurait une crise financière et économique sur l'évolution du Fonds. Cet événement a été ajouté au cours des exercices 2021-2023 sur le scénario d'un versement unique du solde du Fonds à la dette brute à la fin de l'exercice 2025-2026 (scénario 5). Ce scénario de crise financière et économique se réalise donc sur deux exercices. Une crise financière se produirait au cours de l'exercice 2021-2022, ce qui aurait comme conséquence de créer une récession au cours de l'exercice 2022-2023.

Selon les hypothèses posées, la crise financière simulée diminuerait la valeur marchande du Fonds de 5 % au cours de l'exercice 2021-2022, ce qui ramènerait la valeur marchande presque au même niveau que la valeur comptable, effaçant ainsi la majeure partie de la plus-value ou du gain en capital enregistré sur les placements dans le Fonds. Par conséquent, la valeur marchande, évaluée à 24 134 M\$ au 31 mars 2021, tomberait à 22 927 M\$ à la fin de l'exercice 2021-2022. Les revenus de placement de la valeur comptable ont également été considérés nuls au cours de l'exercice 2021-2022, alors qu'ils avaient eu un rendement négatif au cours de la crise financière de 2008-2009. Ils passeraient donc de 1 522 M\$ à zéro.

En tenant compte des versements au Fonds de 2 467 M\$ au cours de l'exercice 2021-2022, qui se poursuivent malgré la crise financière, la valeur comptable du Fonds passerait de 22 729 M\$ à 25 196 M\$ au 31 mars 2022 étant donné que les revenus de placement seraient nuls. Quant à la valeur marchande, elle passerait à 25 395 M\$ au 31 mars 2022, soit sa valeur après crise (22 927 M\$), à laquelle on a ajouté les versements de l'exercice 2021-2022. Par la suite, le taux de rendement prévu des placements du Fonds est ramené à environ 6,4 % au cours des exercices subséquents. Au 31 mars 2026, la valeur comptable du Fonds atteindrait 44 882 M\$, comparativement à 46 814 M\$ dans le scénario de référence, soit une baisse de 1 932 M\$. Quant à la valeur marchande du Fonds, elle atteindrait 45 138 M\$ à la fin de l'exercice 2025-2026, comparativement à 48 749 M\$ dans le scénario de base, soit une diminution de 3 611 M\$.

Cette crise financière simulée aurait aussi pour conséquence une stagnation du PIB nominal l'année suivant la crise financière, soit au cours de l'exercice 2022-2023, à l'image de ce qui s'est produit au Québec en 2009 après la crise financière. Par la suite, le PIB reprendrait les mêmes taux de croissance qu'avant la crise jusqu'à la fin de la période de projection. Le PIB nominal sera plus faible que dans notre scénario de référence (d'un montant de 15 054 M\$ pour l'exercice 2025-2026 par exemple), ce qui aurait comme conséquence de diminuer les revenus autonomes du gouvernement et de créer un déficit d'un montant équivalent. Selon l'analyse de sensibilité

des revenus autonomes du gouvernement aux fluctuations économiques, qui a été publiée par le ministère des Finances dans le dernier budget¹⁸, une variation de 1 point de pourcentage de la croissance du PIB nominal modifie les revenus autonomes de 650 M\$. Ceci permet d'évaluer les pertes de revenus du gouvernement causées par la crise financière. Par exemple, le taux de croissance prévu du PIB nominal en 2022 était de 3 %, alors que notre hypothèse suppose que la crise financière a ramené ce taux à zéro. Il s'agit d'une perte de revenus autonomes récurrente de 1 950 M\$ pour le gouvernement, qu'il faudra financer en augmentant la dette portant intérêt. Par conséquent, le service de la dette sera aussi affecté à la hausse.

Voici donc un résumé des hypothèses posées pour créer une crise financière et économique :

- Diminution de 5 % de la valeur marchande du Fonds au cours de l'exercice 2021-2022;
- Revenus de placement nuls pour l'exercice 2021-2022 et retour du rendement annuel d'environ 6,4 % pour les exercices 2022-2023 à 2025-2026;
- Stagnation du PIB nominal au cours de l'exercice 2022-2023 et retour aux taux de croissance prévus dans le scénario de référence par la suite;
- Diminution récurrente des revenus autonomes du gouvernement de 1 950 M\$ à partir de 2022-2023.

Selon les résultats de la simulation présentés au tableau 14, le scénario a un effet à la hausse sur le niveau de la dette brute qui atteindrait maintenant 225 597 M\$ au 31 mars 2026, comparativement à 216 121 M\$ selon le scénario de référence. Le ratio dette/PIB s'élève maintenant à 45,0 % à la fin de l'exercice 2025-2026, soit exactement le niveau prescrit par la Loi. Le ratio de la dette représentant les déficits cumulés sur le PIB atteint 18,2 % à la fin de l'exercice 2025-2026, ce qui est supérieur au niveau exigé par la Loi. Globalement, ce scénario ne permet donc pas de se conformer à la Loi.

Finalement, le déficit créé par la perte des revenus autonomes augmentera la dette portant intérêt, ce qui augmentera le service de la dette jusqu'à 263 M\$ supplémentaires pour l'exercice 2025-2026 comparativement à notre scénario de référence. Le gouvernement devra trouver un moyen de combler ce manque à gagner. Toutefois, le versement du solde du Fonds à la dette brute portant intérêt à la fin de l'exercice 2025-2026 permettra des économies récurrentes de 1 680 M\$ sur le service de la dette à partir de l'exercice 2026-2027. Ces économies sont plus faibles que celles présentées au scénario 5 étant donné que la crise financière/récession a eu des impacts négatifs sur la dette.

¹⁸ Ministère des Finances, *Plan économique du Québec – Budget 2017-2018*. Tableau D.28, page D.52.

Tableau 14 : **Scénario 7 - Crise financière/récession en 2021-2023 et versement unique au 31 mars 2026**

(en millions de dollars)

	2015- 2016	2016- 2017	2017- 2018	2018- 2019	2019- 2020	2020- 2021	2021- 2022	2022- 2023	2023- 2024	2024- 2025	2025- 2026	2026- 2027
Indicateurs d'endettement selon l'actuel Fonds des générations (scénario de référence ou scénario de base)												
Dettes brute en % du PIB	53,4	52,7	52,0	50,9	49,7	48,4	47,1	45,8	44,5	43,2	41,8	
Déficits cum. en % du PIB	31,5	30,1	28,5	26,9	25,3	23,8	22,2	20,6	19,0	17,4	15,8	
Versement sur la dette												
Montant du versement	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	45 138
Fonds des générations												
Valeur comptable	8 522	10 564	13 052	15 886	19 102	22 729	25 196	29 459	34 155	39 283	-	
Valeur marchande	8 182	11 662	14 215	17 121	20 419	24 134	25 395	29 670	34 381	39 523		
Dettes (scénario 7)												
Brute	203 347	206 953	210 824	213 261	214 966	215 711	217 715	220 260	222 470	224 346	225 597	
En % du PIB	53,4	52,7	52,0	50,9	49,7	48,4	47,4	48,0	47,0	46,0	45,0	
Déficits cumulés	120 121	118 079	115 591	112 757	109 541	105 914	103 447	101 134	98 388	95 210	91 305	
En % du PIB	31,5	30,1	28,5	26,9	25,3	23,8	22,5	22,0	20,8	19,5	18,2	
Effet sur le service de la dette												
Service de la dette après versements	10 055	9 687	9 868	9 758	10 010	10 448	10 834	10 931	11 228	11 538	11 863	10 152
Économie annuelle	-	-	-	-	-	-	-	-	(78)	(166)	(263)	1 680

5.4 Scénario 8 – Versement en 2017-2018 et en 2025-2026 avec une crise financière/récession en 2021-2023

Ce scénario est une reprise du scénario 6, mais en y incluant une crise financière en 2021-2022 qui provoque une récession au cours de l'exercice 2022-2023, de la même manière que le scénario 7 précédent. Voici en résumé les hypothèses posées pour ce scénario, qui incluent une crise économique et financière :

- Revenus de placement nuls pour l'exercice 2021-2022 et retour du rendement annuel d'environ 6,4 % pour les exercices 2022-2023 à 2025-2026;
- Stagnation du PIB nominal au cours de l'exercice 2022-2023 et retour aux taux de croissance prévus dans le scénario de référence par la suite;
- Diminution récurrente des revenus autonomes du gouvernement de 1 950 M\$ à partir de 2022-2023;
- Évolution de la valeur marchande reste identique à celle de la valeur comptable après le versement effectué en 2017-2018;
- Si une perte survenait sur la valeur marchande lors de la crise financière ou de la récession, notre scénario considère que la valeur marchande reviendrait au même niveau que la valeur comptable au cours de l'exercice 2025-2026.

Avant que la crise financière ne survienne au cours de l'exercice 2021-2022, les résultats de la simulation sont identiques à ceux du scénario 6. C'est au cours de cet exercice que la valeur comptable augmente moins étant donné que les revenus de placement sont effacés par la crise financière. La perte de revenu de placement est de 1 522 M\$ au cours de l'exercice 2021-2022 comparativement au scénario de référence, mais de 525 M\$ par rapport au scénario 6. La valeur comptable demeure donc plus faible jusqu'à la fin de la période de simulation, même si le

rendement annuel et le rendement des versements mensuels au Fonds reviennent au niveau précédent, soit à près de 6,4 %. De la même façon, la dette brute subit une légère augmentation étant donné que la valeur du Fonds est un peu plus faible que dans le scénario 6. Tel qu'expliqué précédemment, la récession survenant au cours de l'exercice 2022-2023 provoquera une perte de revenus autonomes du gouvernement de 1 950 M\$ par année, ce qui provoquera un déficit qui devra être financé par une augmentation de la dette portant intérêt. L'augmentation de cette dette provoquera par la suite une augmentation du service de la dette à partir de l'exercice 2023-2024. Tous ces effets se conjugueront pour donner les résultats présentés au tableau 15.

Tableau 15 : Scénario 8 - Versement en 2017-2018 et en 2025-2026 et crise financière/ récession en 2021-2023

(en millions de dollars)

	2015- 2016	2016- 2017	2017- 2018	2018- 2019	2019- 2020	2020- 2021	2021- 2022	2022- 2023	2023- 2024	2024- 2025	2025- 2026	2026- 2027
Indicateurs d'endettement selon l'actuel Fonds des générations (scénario de référence ou scénario de base)												
Dette brute en % du PIB	53,4	52,7	52,0	50,9	49,7	48,4	47,1	45,8	44,5	43,2	41,8	
Déficits cum. en % du PIB	31,5	30,1	28,5	26,9	25,3	23,8	22,2	20,6	19,0	17,4	15,8	
Versement sur la dette												
Montant du versement	-	-	14 215	-	-	-	-	-	-	-	-	24 932
Fonds des générations												
Valeur comptable	8 522	10 564	-	2 077	4 444	7 134	9 601	12 874	16 517	20 525	-	-
Valeur marchande	9 562	11 662	-	2 077	4 444	7 134	9 601	12 874	16 517	20 525	-	-
Dettes (scénario 8)												
Brute	203 347	206 953	209 661	212 856	215 410	217 091	219 095	222 631	225 893	228 890	231 588	
En % du PIB	53,4	52,7	51,7	50,8	49,8	48,7	47,7	48,5	47,8	47,0	46,2	
Déficits cumulés	120 121	118 079	114 428	112 352	109 985	107 294	104 827	103 505	101 812	99 754	97 296	
En % du PIB	31,5	30,1	28,2	26,8	25,4	24,1	22,8	22,5	21,5	20,5	19,4	
Effet sur le service de la dette												
Service de la dette après versements	10 055	9 687	9 868	9 257	9 509	9 947	10 333	10 430	10 726	11 032	11 347	10 534
Économie annuelle	-	-	-	501	501	501	501	501	423	341	253	1 298

On constate que la dette brute du gouvernement se situe maintenant à 231 588 M\$ au 31 mars 2026. Sa hausse a été la conséquence de deux phénomènes. D'abord, la hausse des déficits, provoquée par la perte des revenus autonomes, qui doit être financée. Ensuite, la valeur moins élevée du Fonds au cours de l'exercice 2025-2026 étant donné que la crise financière a ralenti sa progression par la perte des revenus de placement au cours de l'exercice 2021-2022. En conséquence, la hausse de la dette brute provoque une augmentation du ratio par rapport au PIB à 46,2 %. Ce dernier est aussi affecté à la hausse par un PIB plus faible à cause de la récession. Le PIB nominal est maintenant de 501 798 M\$ au lieu de 516 852 M\$ au cours de l'exercice 2025-2026, une différence de 15 054 M\$. Le ratio de la dette représentant les déficits cumulés subit également le même sort pour atteindre 19,4 %. Par conséquent, les ratios obtenus avec ce scénario ne permettent pas de respecter les objectifs inscrits dans la Loi.

Tout comme dans le scénario 6, le versement de la valeur du Fonds à la dette au 31 mars 2018 génère des économies sur le service de la dette l'année qui suit. Cette économie est toutefois réduite par les besoins d'emprunts supplémentaires provoqués par la hausse du déficit. Les

économies sont donc grugées graduellement pour n'atteindre que 253 M\$ au cours de l'exercice 2025-2026. Ces économies nettes en frais d'intérêt pourront être affectées à une augmentation des services, ou encore à une réduction d'impôt, ce qui n'influencera pas la dette représentant les déficits cumulés. Par la suite, le versement du solde du Fonds à la dette au 31 mars 2026 générera des économies sur le service de la dette de 1 298 M\$ par rapport à notre scénario de référence, plus faible que dans le scénario 6 étant donné un niveau de dette supérieur.

6. SCÉNARIOS DE RÉDUCTION DES VERSEMENTS AU FONDS

La section précédente a présenté des scénarios de décaissement des sommes accumulées dans le Fonds. À une date donnée, soit au 31 mars 2018, au 31 mars 2026 ou aux deux dates combinées, on posait comme hypothèse un encaissement des placements pour rembourser la dette, et ce, conformément aux possibilités inscrites dans la Loi. Même si la Loi ne permet pas d'utiliser les sommes accumulées dans le Fonds à autre chose que le remboursement de la dette, elle pourrait être modifiée pour diminuer les versements faits au Fonds pour réaliser, par exemple, des baisses d'impôt. D'ailleurs, un parti politique pourrait éventuellement envisager une telle option. Il devenait alors intéressant de mieux comprendre les conséquences qu'aurait un tel geste. Deux scénarios allant dans ce sens ont donc été simulés :

- **Scénario 9** : Réduction récurrente des versements de 1,5 G\$ par année à partir de 2018;
- **Scénario 10** : Réduction récurrente des versements de 1,5 G\$ par année, à partir de 2018, et crise financière/récession en 2021-2023.

Les sommes non versées au Fonds seraient alors utilisées pour réaliser des baisses d'impôt.

6.1 Scénario 9 - Réduction récurrente des versements de 1,5 G\$ par année, à partir de 2018

Ce scénario consiste à évaluer les répercussions qu'aurait l'utilisation d'une certaine portion des sommes dédiées au Fonds vers autre chose qu'un remboursement de la dette comme, par exemple, des baisses d'impôt aux particuliers. Il est possible d'illustrer ce scénario par une baisse d'impôt qui se ferait au cours de l'exercice 2018-2019. Les sommes proviendraient en totalité des versements au Fonds, ce qui aurait comme conséquence de diminuer les versements au Fonds et, par la suite, les revenus de placement gagnés par le Fonds.

Les baisses d'impôt auront toutefois des répercussions positives sur l'économie et sur les recettes publiques dont il faudra tenir compte. La dette brute sera affectée à la hausse par la diminution des versements. La valeur du Fonds n'augmentera donc pas aussi rapidement que dans notre scénario de référence. La dette représentant les déficits cumulés devrait aussi diminuer moins rapidement. Dans le scénario de référence, les revenus dédiés au Fonds avaient des effets positifs sur le solde budgétaire. Dans ce scénario, une partie de ces revenus sera utilisée par le gouvernement pour financer les baisses d'impôt. L'effet sera nul sur la dette représentant le déficit cumulé. Pour bien comprendre le scénario, il est important d'en décrire sommairement le mécanisme et les hypothèses qui ont dû être posées.

La baisse d'impôt mise en place dans le scénario a été fixée à 1 500 M\$ pour l'exercice 2018-2019. Elle a par la suite été indexée annuellement au même rythme que la croissance projetée de l'impôt des particuliers. Pour les exercices 2019-2020 à 2021-2022, les facteurs d'indexation

viennent de la projection de croissance de l'impôt des particuliers tirée du Budget 2017-2018¹⁹. Pour les exercices subséquents, la croissance a été fixée à 4 %, niveau comparable aux années précédentes. Par conséquent, pour réaliser la baisse d'impôt de 1 500 M\$ au cours de l'exercice 2018-2019, le gouvernement utilisera les versements dédiés au Fonds au cours de l'exercice jusqu'à concurrence de 1 500 M\$. La balance des versements continuera d'alimenter le Fonds. La baisse d'impôt sera ajustée annuellement par le facteur d'indexation pour atteindre 1 963 M\$ au cours de l'exercice 2025-2026 et les retraits du Fonds suivront le même rythme.

Ce scénario se découpe en différentes étapes. D'abord, la baisse des versements n'affectera ni le niveau de la dette portant intérêt, ni le service de la dette. Le gouvernement empruntera les mêmes montants sur le marché, car les sommes retirées du Fonds compenseront les baisses annuelles de revenu causées par la réduction de l'impôt des particuliers. Par ailleurs, la valeur du Fonds sera diminuée étant donné que les versements seront plus faibles, ce qui aura aussi des conséquences négatives sur les revenus de placement. Le niveau de la dette brute en sera donc affecté.

Un des éléments importants à considérer dans ce scénario est l'effet de la réduction de l'impôt sur l'économie. Il est évident qu'en augmentant le revenu disponible des ménages, une diminution de l'impôt sur le revenu des particuliers va stimuler leurs dépenses de consommation, faisant accroître la production dans l'économie, donc le PIB. Une activité économique accrue aura nécessairement un effet positif non négligeable sur les revenus de l'État. Il y a donc un effet de retour positif sur les revenus du gouvernement dont il faut tenir compte.

Dans le cadre des activités de la Commission d'examen sur la fiscalité québécoise, le ministère des Finances du Québec avait calculé qu'une baisse d'impôt de 1 G\$ entraînait à terme une augmentation du PIB réel du Québec de 1 429 M\$²⁰. En supposant que cette relation est linéaire, on conclut qu'une baisse d'impôt de 1 500 M\$ augmentera à terme le PIB réel de 2 144 M\$. La transmission des effets sur la croissance s'échelonne sur une période d'environ cinq ans, la première année récoltant environ 75 % des effets. Ces relations ont ainsi permis d'évaluer les effets positifs des baisses annuelles d'impôt sur le PIB et sur les revenus du gouvernement du Québec.

Après avoir transformé les effets sur le PIB réel en effets sur le PIB nominal, il a été possible de quantifier la hausse des revenus autonomes du gouvernement engendrée par la baisse d'impôt sur le revenu des particuliers. En fait, dans son dernier budget, le gouvernement indiquait qu'une hausse du PIB nominal de 1 % augmentait les revenus autonomes du gouvernement de 650 M\$²¹.

¹⁹ Ministère des Finances du Québec, *Le plan économique du Québec*, Mars 2017, Tableau A.4, page A.13.

²⁰ Commission d'examen sur la fiscalité québécoise, *Une réforme de la fiscalité québécoise*, Rapport final, Volume 1, page 50.

²¹ Ministère des Finances du Québec, *Plan économique – Budget 2017-2018*, Mars 2017, page D.52.

Par conséquent, avec les informations que l'on connaît, il a été possible d'évaluer la hausse du PIB nominal provoquée par la baisse de l'impôt des particuliers et les effets de cette hausse du PIB sur les revenus autonomes du gouvernement. Le PIB nominal atteint maintenant 520 458 M\$ pour 2025. Étant plus élevé que dans le scénario de référence, le nouveau PIB nominal influence à la baisse les ratios d'endettement.

Le tableau 16 montre les résultats de la simulation. On constate que les ratios ne permettent pas le respect de tous les objectifs établis par la Loi. Le ratio de la dette brute par rapport au PIB atteindrait 44,9 % au 31 mars 2026, légèrement sous le niveau exigé de 45 %. Le ratio de la dette représentant les déficits cumulés s'élèverait à 19,2 %, niveau plus élevé que le ratio exigé de 17 %. Toutefois, il est important de mentionner qu'il y aura un retour positif sur les recettes fiscales, qui passera de 294 M\$ au cours de l'exercice 2018-2019 à 453 M\$ au cours de l'exercice 2025-2026. Ces sommes, qui totalisent 3 147 M\$, pourront être utilisées pour d'autres baisses d'impôt, pour une offre supplémentaire de services ou encore pour diminuer davantage la dette, ce qui aurait un effet positif sur les ratios d'endettement. La dette brute est évaluée à 233 537 M\$ au 31 mars 2026 avec ce scénario, soit 17 416 M\$ de plus que dans notre scénario de référence.

Tableau 16 : Scénario 9 - Réduction récurrente de 1,5 G\$ en impôt à partir de 2018-2019, indexée, et prélevée à même le Fonds

(en millions de dollars)

	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	2019-2020	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024	2024-2025	2025-2026	2026-2027
Indicateurs d'endettement selon l'actuel Fonds des générations (scénario de référence ou scénario 1)												
Dette brute en % du PIB	53,4	52,7	52,0	50,9	49,7	48,4	47,1	45,8	44,5	43,2	41,8	
Déficits cum. en % du PIB	31,5	30,1	28,5	26,9	25,3	23,8	22,2	20,6	19,0	17,4	15,8	
Réduction des versements												
Montant de la réduction Fonds des générations	-	-	-	1 500	1 556	1 614	1 678	1 745	1 815	1 888	1 963	
Valeur comptable	8 522	10 564	13 052	14 386	15 933	17 692	19 627	21 740	24 078	26 623	29 397	
Valeur marchande	9 562	11 662	14 215	15 621	17 248	19 093	21 118	23 328	25 768	28 423	31 314	
Dettes (scénario 9)												
Brute	203 347	206 953	210 824	214 761	218 135	220 748	223 284	226 029	228 647	231 156	233 537	
En % du PIB	53,4	52,7	52,0	51,0	50,2	49,2	48,3	47,5	46,6	45,8	44,9	
Déficits cumulés	120 121	118 079	115 591	114 257	112 710	110 951	109 016	106 903	104 565	102 020	99 246	
En % du PIB	31,5	30,1	28,5	27,3	26,0	24,9	23,7	22,6	21,5	20,3	19,2	
Effet sur le service de la dette												
Service de la dette après versements	10 055	9 687	9 868	9 758	10 010	10 448	10 834	10 931	11 150	11 373	11 600	11 832
Économie annuelle	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Retour sur les recettes fiscales												
	-	-	-	294	336	369	398	422	432	443	453	

6.2 Scénario 10 - Réduction récurrente des versements de 1,5 G\$ par année, à partir de 2018 et crise financière/récession

Cette simulation reprend le scénario précédent (scénario 9) en posant l'hypothèse qu'une crise financière survient au cours de l'exercice 2021-2022, provoquant une récession au cours de l'exercice 2022-2023. La crise financière et la récession sont construites de la même façon que dans le scénario 8. La crise financière rend nuls les revenus de placement du Fonds au cours de

l'exercice 2021-2022 et la valeur marchande du Fonds tombe au niveau de la valeur comptable, éliminant l'ensemble des gains de capital qui avaient été enregistrés. Une récession suit au cours de l'exercice 2022-2023, alors que le PIB nominal enregistre une croissance nulle.

Comme le montre le tableau 17, les résultats de la simulation sont identiques à ceux du scénario 9 précédent jusqu'à l'exercice 2020-2021. C'est au cours de l'exercice 2021-2022 que survient la crise financière qui diminue les revenus de placement du Fonds. La dette brute commence à augmenter plus rapidement que dans le scénario 9, alors que la dette représentant les déficits cumulés tend à se stabiliser plutôt que de diminuer. La récession fait perdre d'importants revenus au gouvernement, soit 1 950 M\$ par année. La valeur comptable du Fonds au 31 mars 2026 atteindra 27 391 M\$. Elle est plus faible que dans le scénario précédent où il n'y a pas de crise financière ni de récession, et ce, à cause de la perte des revenus de placement.

Les ratios d'endettement subissent une augmentation à la suite de la récession. Tant le ratio de la dette brute que celui représentant les déficits cumulés ne respectent pas les objectifs fixés par la Loi. Ainsi, le ratio de la dette brute par rapport au PIB atteint 48,1 % au 31 mars 2026, alors que le ratio de la dette représentant les déficits cumulés par rapport au PIB s'élève maintenant à 21,5 % à la même date. La crise financière et la récession ont donc causé une forte détérioration des ratios. En réalité, la dette brute et celle représentant les déficits cumulés ont augmenté de 9 267 M\$ par rapport au scénario 9. Au même moment, le PIB nominal diminuait, amplifiant ainsi la détérioration des ratios.

Comme mentionné dans le scénario précédent, la baisse d'impôt engendrait un retour positif sur les recettes fiscales. On voit dans le tableau 17 que ces gains de revenus sont en partie contrebalancés par la hausse du service de la dette provoquée par la hausse de la dette portant intérêt. Par exemple, au cours de l'exercice 2025-2026, les rentrées fiscales supplémentaires de 453 M\$ évaluées au scénario 9 sont amputées de l'augmentation du service de la dette de 263 M\$, pour un changement net positif de 190 M\$ qui pourrait être utilisé à l'augmentation de l'offre de service ou encore à de nouvelles réductions d'impôt.

Tableau 17 : Scénario 10 - Réduction récurrente des versements de 1,5 G\$ par année, à partir de 2018 et indexée par la suite et crise financière en 2021-2023

(en millions de dollars)

	2015- 2016	2016- 2017	2017- 2018	2018- 2019	2019- 2020	2020- 2021	2021- 2022	2022- 2023	2023- 2024	2024- 2025	2025- 2026	2026- 2027
Indicateurs d'endettement selon l'actuel Fonds des générations (scénario de référence ou scénario 1)												
Dettes brute en % du PIB	53,4	52,7	52,0	50,9	49,7	48,4	47,1	45,8	44,5	43,2	41,8	
Déficits cum. en % du PIB	31,5	30,1	28,5	26,9	25,3	23,8	22,2	20,6	19,0	17,4	15,8	
Réduction des versements												
Montant de la réduction	-	-	-	1 500	1 556	1 614	1 678	1 745	1 815	1 888	1 963	
Fonds des générations												
Valeur comptable	8 522	10 564	13 052	14 386	15 933	17 692	18 481	20 521	22 781	25 244	27 931	
Valeur marchande	9 562	11 662	14 215	15 621	17 264	19 153	18 481	20 521	22 781	25 244	27 931	
Dettes (scénario 10)												
Brute	203 347	206 953	210 824	214 761	218 135	220 748	224 430	229 198	233 844	238 385	242 804	
En % du PIB	53,4	52,7	52,0	51,0	50,2	49,2	48,6	49,6	49,1	48,6	48,1	
Déficits cumulés	120 121	118 079	115 591	114 257	112 710	110 951	110 162	110 072	109 762	109 249	108 512	
En % du PIB	31,5	30,1	28,5	27,1	25,9	24,7	23,8	23,8	23,1	22,3	21,5	
Effet sur le service de la dette												
Service de la dette après versements	10 055	9 687	9 868	9 758	10 010	10 448	10 834	10 931	11 228	11 538	11 863	12 183
Économie annuelle	-	-	-	-	-	-	-	-	(78)	(166)	(263)	(351)
Effets sur le solde budgétaire												
	-	-	-	294	336	369	398	422	354	277	190	

7. SYNTHÈSE ET OPTIONS DE POLITIQUE

Le tableau 18 résume les résultats obtenus pour les ratios d'endettement pour l'ensemble de nos scénarios. Il s'agit du ratio de la dette brute par rapport au PIB et du ratio de la dette représentant les déficits cumulés par rapport au PIB qui doivent atteindre 45 % et 17 % respectivement au 31 mars 2026, pour être conformes aux objectifs fixés par la Loi. De son côté, le tableau 19 présente les résultats obtenus quant à la marge de manœuvre dégagée sous l'angle du service de la dette, selon les différents scénarios. Ces deux tableaux permettront de faire une synthèse et de tirer quelques enseignements en vue d'apporter un éclairage sous l'angle de l'élaboration des options de politique.

Avec le recul, il paraît évident que le Fonds a été un outil utile pour réduire l'endettement du gouvernement. Si les projections de l'évolution du Fonds s'avèrent, le ratio de la dette brute par rapport au PIB atteindra 41,8 % au 31 mars 2026 et le ratio de la dette représentant les déficits cumulés par rapport au PIB sera de 15,8 %. Les résultats étant meilleurs que ce qui est exigé par la Loi, le gouvernement disposerait même d'une certaine marge de manœuvre. L'effet de levier espéré est le principal responsable de ce résultat. En effet, aucun des scénarios sans la création du Fonds n'aurait permis l'atteinte des objectifs. C'est donc parce qu'il aura été possible d'obtenir un rendement supérieur sur les sommes versées au Fonds que le coût des nouveaux emprunts faits par le gouvernement que l'on peut obtenir ces résultats.

Selon le tableau 18, en l'absence de la création du Fonds, il n'y a que le scénario 4 – un scénario où le gouvernement aurait consacré les mêmes sommes dédiées au Fonds au remboursement de la dette, y compris les économies d'intérêt réalisées sur la dette – qui aurait permis de s'approcher des objectifs de la Loi, mais le ratio de la dette représentant les déficits cumulés par rapport au PIB aurait été de 17,6 % au 31 mars 2026, soit un niveau supérieur à celui exigé par la Loi. L'objectif des scénarios 2 à 4 n'était pas de réécrire l'histoire, mais, dans un but essentiellement pédagogique, de montrer l'effet positif sur l'endettement de la mise en place du Fonds tel qu'il a été conçu.

Dans la Loi instituant le Fonds des générations, il n'existe pas d'indications quant au moment où des sommes devront être décaissées pour rembourser des portions de la dette. Les scénarios 5 à 8 servent à montrer les effets sur l'endettement de deux options de décaissement et de simuler si les résultats varient significativement en cas de crise financière/récession.

Tableau 18 : Synthèse des résultats des simulations sur les ratios d'endettement

Scénario	Dettes brute/PIB	
	en 2025-2026 (%)	Déf. cum./PIB
Cibles de la Loi	45,0	17,0
Scénario de référence		
Scénario 1 : Le Fonds actuel	41,8	15,8
Scénarios d'endettement en l'absence de création du Fonds		
Scénario 2 : Le Fonds n'a jamais été créé	50,9	24,9
Scénario 3 : Les revenus dédiés au Fonds sont prélevés et versés annuellement à la dette	44,9	18,9
Scénario 4 : Les revenus dédiés au Fonds sont prélevés et versés annuellement à la dette, incluant les économies sur le service de la dette	43,6	17,6
Scénarios de décaissement des sommes accumulées dans le Fonds		
Scénario 5 : Versement unique en 2025-2026	41,4	15,5
Scénario 6 : Versement en 2017-2018 et en 2025-2026	43,2	17,2
Scénario 7 : Crise financière/récession en 2021-2023 et versement unique en 2025-2026	45,0	18,2
Scénario 8 : Versement en 2017-2018, crise financière/récession en 2021-2023 et versement en 2025-2026	46,2	19,4
Scénarios de réduction des versements au Fonds		
Scénario 9 : Réduction récurrente des versements de 1,5 G\$ par année à partir de 2018	44,9	19,2
Scénario 10 : Réduction récurrente des versements de 1,5 G\$ par année à partir de 2018 et crise financière/récession	48,1	21,5

Tableau 19 : Synthèse des résultats des simulations sur le service de la dette

Scénario	Effet net sur service de la dette			
	à partir de :	moyen annuel jusqu'en 2025-26	cumulé jusqu'en 2025-2026	En 2026-2027
Scénario de référence				
Scénario 1 : Le Fonds actuel	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Scénarios d'endettement en l'absence de création du Fonds				
Scénario 2 : Le Fonds n'a jamais été créé	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Scénario 3 : Les revenus dédiés au Fonds sont prélevés et versés annuellement à la dette	2007-2008	338	6 751	1 152
Scénario 4 : Les revenus dédiés au Fonds sont prélevés et versés annuellement à la dette, incluant les économies sur le service de la dette	2008-2009	56	1 116	1 412
Scénarios de décaissement des sommes accumulées dans le Fonds				
Scénario 5 : Versement unique en 2025-2026	2026-2027	-	-	2 194
Scénario 6 : Versement en 2017-2018 et en 2025-2026	2018-2019	501	4 011	1 665
Scénario 7 : Crise financière/récession en 2021-2023 et versement unique en 2025-2026	2023-2024	-169	-507	1 680
Scénario 8 : Versement en 2017-2018, crise financière/récession en 2021-2023 et versement en 2025-2026	2018-2019	440	3 524	1 298
Scénarios illustrant l'effet d'une récession/crise financière sur le résultat du FDG				
Scénario 9 : Réduction récurrente des versements de 1,5 G\$ par année à partir de 2018	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Scénario 10 : Réduction récurrente des versements de 1,5 G\$ par année à partir de 2018 et crise financière/récession	2023-2024	-169	-507	-351

n.a. : non applicable

Le versement unique en 2025-2026 (scénario 5) est le scénario le plus intéressant du point de vue des ratios. Il donne de meilleurs résultats que le scénario de référence uniquement parce que la valeur marchande est supérieure à la valeur comptable lors de la liquidation du Fonds en 2025-2026, ce qui laisse place à un gain en capital. Le scénario 6, qui suppose un versement au Fonds au 31 mars 2018 et au 31 mars 2026, est aussi un scénario qui pourrait permettre l'atteinte des objectifs. Le ratio de la dette représentant les déficits cumulés dépasse légèrement 17 %. Cet écart est relativement faible, surtout si on considère que les économies cumulées sur le service de la dette s'élèveront à plus de 4 G\$ entre l'exercice 2018-2019 et l'exercice 2025-2026. Par conséquent, ce scénario serait envisageable tout en permettant de respecter les objectifs inscrits dans la Loi. Toutefois, un aspect intéressant du scénario 6 en regard du scénario 5 est qu'il dégage des sommes en économie annuelle au service de la dette de 501 M\$, et ce, dès 2018-2019. À compter de 2026-2027, les économies annuelles au service de la dette seront de 1,7 G\$ comparativement à 2,2 G\$ si le gouvernement opte pour le scénario 5 avec un paiement unique en 2025-2026.

L'intérêt des scénarios 7 et 8 était de pouvoir analyser les effets possibles d'une crise financière/récession sur l'évolution des sommes accumulées dans le Fonds. Il devient donc intéressant de comparer le scénario 5, qui considère un versement unique en 2025-2026 avec le scénario 7, dans l'optique où il y aurait une crise financière/récession. En supposant une crise financière/récession en 2021-2023, aurait-il été préférable d'avoir sécurisé les gains acquis au 31 mars 2018 en liquidant le Fonds pour rembourser la dette et repartir à zéro par la suite? Il semble que non. Si on se fie aux ratios obtenus dans les deux cas, il resterait préférable de ne pas liquider le Fonds au 31 mars 2018. En agissant ainsi, le ratio de la dette brute par rapport au PIB aurait atteint 46,2 % si on avait liquidé le Fonds au 31 mars 2018 comparativement à 45 % en le laissant fructifier jusqu'au 31 mars 2026. Pour ce qui est du ratio de la dette représentant les déficits cumulés par rapport au PIB, il atteindrait 19,4 % en faisant un versement au 31 mars 2018, comparativement à 18,2 % en laissant les activités du Fonds intactes jusqu'au 31 mars 2026.

Ces résultats montrent en fait la puissance de l'effet de levier sur l'évolution du Fonds. Il permet, malgré tout de mieux traverser la crise financière/récession que si on avait sécurisé les gains acquis jusqu'au 31 mars 2018 en liquidant le Fonds pour le verser à la dette. Par contre, il faut considérer que le fait d'avoir remboursé la dette en mars 2018 aurait permis des économies cumulées sur le service de la dette de l'ordre de 3 524 M\$, qui n'étaient pas utilisées pour rembourser la dette, mais plutôt pour augmenter les services ou diminuer les impôts. Si ces sommes avaient été utilisées pour rembourser la dette, elle aurait malgré tout été à un niveau encore supérieur à celui obtenu dans le scénario 7, celui d'une crise financière/récession et un versement unique en 2025-2026.

Finalement, les deux derniers scénarios (scénarios 9 et 10) sont nés de l'idée qui émerge dans certains milieux indiquant que des sommes trop importantes sont versées au Fonds et qu'une partie de ces sommes pourrait servir, entre autres, à bonifier les services publics ou à offrir des baisses d'impôt. Notons que cette option nécessiterait un changement à la Loi, qui fixe les versements dédiés et qui indique que les sommes du Fonds doivent servir à rembourser la dette.

Ainsi, le scénario 9 donne une idée des effets de l'utilisation d'une partie des versements dédiés au Fonds pour réaliser des baisses d'impôt. Ce scénario voit les ratios se dégrader de manière importante. Le ratio de la dette brute par rapport au PIB monte à 44,9 %, tout juste au niveau pour respecter l'objectif de la Loi. Toutefois, le ratio de la dette représentant les déficits cumulés dépasse maintenant largement la cible de la Loi pour atteindre 19,2 %. Pour respecter le ratio de 17 %, la dette représentant les déficits cumulés devrait être d'au plus 87 865 M\$, alors qu'avec ce scénario elle atteint 99 246 M\$. L'écart à combler serait donc de 11 381 M\$, ce qui est assez substantiel. Ainsi, même si on ajoutait le retour positif sur le solde budgétaire des baisses d'impôt qui totalisent 3 147 M\$ (tableau 16), l'écart à combler resterait assez important.

Selon les résultats de nos simulations, l'option d'utiliser les sommes dédiées au Fonds pour réaliser des baisses d'impôt ne serait pas optimale. Elle risquerait de compromettre la réalisation des objectifs de réduction de la dette inscrits dans la Loi. Cette option est d'autant plus risquée dans l'éventualité où une crise financière ou une récession pourrait survenir au cours des prochaines années, compromettant davantage l'atteinte des objectifs. Le tableau 19 montre qu'une crise financière/récession amènerait le ratio de la dette brute par rapport au PIB à 48,1 % et celui de la dette représentant les déficits cumulés à 21,5 %.

Comment pourrait-on alors mieux utiliser les sommes accumulées au Fonds? Serait-il préférable de les laisser fructifier dans le Fonds jusqu'en 2025-2026 ou encore serait-il plus prudent de procéder à un remboursement de la dette dès 2018 et d'accumuler de nouveau les versements futurs au Fonds jusqu'en 2025-2026? À la lumière des scénarios 5 à 10, il semble que la préférence rationnelle conduise le gouvernement à poursuivre intégralement les activités du Fonds sans faire aucun versement à la dette et, surtout, en n'utilisant pas les versements au Fonds à d'autres fins que le remboursement de la dette, et ce, même si une crise financière/récession devait survenir d'ici 2025-2026. Cette conclusion va exactement dans le même sens qu'une récente étude de l'Institut du Québec²². On peut y lire que la réduction ou l'annulation des versements au Fonds pourrait faire augmenter le ratio de la dette par rapport au PIB, tout comme une crise économique. Cette étude conclut également que le Fonds demeure

²² Côté, Jean-Guy, Daniel Fields, Simon Savard, et Sonny Scarfone. *Réalité des finances publiques du Québec et du Canada*, Montréal, Institut du Québec, 2017.

l'instrument le plus efficace de remboursement de la dette à court terme et que le gouvernement doit maintenir cette stratégie.

Cela dit, existe-t-il une préférence alternative? Dans le cas où le gouvernement voit, immédiatement ou plus tard, son cadre financier se resserrer ou encore qu'il souhaite se dégager une marge de manœuvre pour bonifier les services publics ou encore pour réduire les impôts, le scénario d'un remboursement de la dette, en tout ou en partie, dès 2018 (scénario 6) pourrait constituer une « deuxième meilleure solution » en permettant ainsi de couper la poire en deux. En plus de se prémunir contre le risque politique de vouloir utiliser les versements au Fonds à d'autres fins que celui du remboursement de la dette, il permet d'atteindre les objectifs fixés par la Loi, de respecter la logique du Fonds en consacrant les sommes accumulées au paiement de la dette et de dégager des économies sur le service de la dette de 500 M\$ annuellement permettant au gouvernement, s'il le souhaite, de se créer une marge de manœuvre, de bonifier les services publics ou encore de réduire les impôts. Avec le second versement en 2025-2026, la marge de manœuvre dégagée augmenterait à près de 1,7 G\$ par année. Toutefois, advenant une crise financière/récession, la détérioration plus grande des ratios d'endettement rendra l'atteinte des cibles beaucoup plus difficile que si le gouvernement n'avait pas remboursé la dette en 2018.

8. CONCLUSION

Dans sa forme actuelle, le Fonds créé par la Loi sur la réduction de la dette et instituant le Fonds des générations semble un outil bien adapté pour atteindre les objectifs de réduction de la dette du gouvernement du Québec. Selon les hypothèses posées, les projections de l'évolution du Fonds nous amènent à un ratio de la dette brute par rapport au PIB de 41,8 % au 31 mars 2026, alors que la Loi exige d'atteindre un niveau de 45 %. Il en est de même pour le ratio de la dette représentant les déficits cumulés qui devraient se fixer à 15,8 % au 31 mars 2026 alors que la Loi exige un ratio de 17 %.

Les ratios projetés étant meilleurs que ce qui est prescrit par la Loi, cela laisse au gouvernement une certaine marge de manœuvre pour parer à certaines difficultés qui pourraient survenir au cours de la période de projection. Il est clair que l'effet de levier attendu du Fonds est un élément important de cette performance. Le fait que le Fonds obtienne des rendements supérieurs au coût des emprunts du gouvernement permet de dégager des sommes importantes qui s'accumulent au fil des ans dans le Fonds.

Il est rassurant de voir que le gouvernement est bien positionné pour atteindre ses objectifs de réduction de la dette, mais cela justifiait-il la création d'un outil comme le Fonds des générations? Il semble bien que oui, car les trois scénarios conçus pour simuler l'évolution des ratios d'endettement sans la création du Fonds ne permettent pas de respecter les objectifs prescrits par la Loi. Le seul qui s'en approche le plus est celui où les sommes versées au Fonds auraient plutôt été versées à la dette, incluant les économies réalisées sur le service de la dette par une telle action. Évidemment, sans la Loi, il n'y aurait eu aucune obligation de faire ces versements. La Loi a apporté un élément coercitif, parfois nécessaire dans des contextes politiques et économiques plus difficiles.

L'incertitude demeure toujours un facteur important lorsqu'on fait des projections sur plusieurs années. On ne peut donc pas ignorer la possibilité de rembourser la dette avec les sommes déjà accumulées au Fonds. Cette option aurait pourtant quelques avantages, comme de permettre de réduire le risque politique d'utiliser les versements à d'autres fins que le remboursement de la dette, tout en permettant d'atteindre les cibles de réduction de la dette. Elle dégagerait également des économies de 500 M\$ qui pourraient être utilisées à une réduction des impôts ou à la bonification des services publics. Toutefois, advenant une crise financière et une récession au cours de la période de projection, cela rendrait l'atteinte des cibles plus difficiles que si aucun remboursement de la dette n'était réalisé avant le 31 mars 2026.

En conclusion, l'étude montre que le gouvernement a fait le bon choix en créant le Fonds des générations. Les résultats obtenus montrent que le gouvernement devrait continuer de laisser les sommes s'accumuler de la même façon qu'au cours des dernières années. Toutefois, en

ajoutant à l'analyse d'autres éléments, comme les risques politiques et le respect de l'esprit de la Loi, dans ce cas, une « deuxième meilleure solution » pourrait être de poursuivre les versements annuels prévus au Fonds tout en utilisant, en tout ou en partie, les sommes accumulées dans le Fonds pour procéder à un remboursement de la dette.