



Valeurs mobilières Banque Laurentienne

RECHERCHE ÉCONOMIQUE ET STRATÉGIE

Mise à jour des besoins financiers du Québec – Comment la province remboursera-t-elle 10 G\$ de dette?

Sur la base de la mise à jour du cadre financier dans le [rapport préélectoral sur l'état des finances publiques du Québec](#) et de la promesse du nouveau gouvernement de la Coalition Avenir Québec (CAQ) d'utiliser 10 G\$ du Fonds des générations (le Fonds) pour rembourser la dette avant la fin de l'exercice en cours, nous avons réévalué les besoins d'emprunt de la province à court et à moyen terme. Nous constatons que le programme de financement du Québec pourrait être considérablement réduit par rapport aux prévisions du budget de 2018. Après révision, nous prévoyons des besoins inférieurs de 6,7 G\$ pour 2018-19 (passant ainsi de 13,4 G\$ à 6,7 G\$), et de 5,6 G\$ pour 2019-20 (passant ainsi de 18,6 G\$ à 13 G\$). Toutefois, les besoins de financement de 2020-21 pourraient dépasser la prévision de 747 M\$ (passant de 18,1 G\$ à 18,8 G\$). Ci-dessous, nous expliquons également pourquoi la vente d'actifs du Fonds des générations avant l'échéance de fin d'année pourrait s'avérer difficile.

Sur sa [plateforme](#), la CAQ s'est engagée à utiliser 10 G\$ du Fonds des générations, dont la valeur comptable devrait atteindre 13,3 G\$ à la fin de l'exercice 2018-19, pour rembourser la dette publique du Québec. Il faut tout d'abord souligner que le nouveau gouvernement a simplement l'intention de changer le moment du prélèvement. En effet, le gouvernement précédent avait déjà prévu une réduction de la dette de 10 G\$ sur les cinq prochaines années, en commençant par 2 G\$ au cours de l'exercice 2018-19. Conséquemment, mis à part l'intérêt sur la dette, la réduction de la dette sur cinq ans est la même, et ne risque pas de créer de perturbations importantes sur le marché, ou d'entraîner une modification de la note de crédit du Québec.

Le bénéfice financier *net* de cette mesure dépendra de l'écart entre les rendements perdus sur les placements du Fonds sur les cinq prochaines années, et les économies d'intérêt découlant des besoins d'emprunt inférieurs du gouvernement du Québec. Depuis le lancement, le rendement des placements du Fonds a été plus élevé que le coût moyen marginal de l'emprunt du gouvernement du Québec. Cependant, maintenant que les taux directeurs augmentent, et que nous arrivons en fin de cycle, ces rendements excédentaires pourraient ne pas se concrétiser, du moins à court terme. De plus, toute stratégie de levier susceptible d'être avantageuse sur le plan financier comporte un coût, puisque ce sont les contribuables qui portent le fardeau du risque d'une telle stratégie. La prime de risque associée au placement dans les fonds ne se limite pas simplement aux rendements excédentaires, elle doit tenir compte du coût du risque pris par le Fonds et en fin de compte par le contribuable.

Remboursement de la dette arrivant à échéance

Le calendrier établi par le gouvernement laisserait au ministère des Finances environ cinq mois avant le 31 mars 2019 pour mettre en place son plan de réduction de la dette. Au 1^{er} octobre, la valeur des titres de dette en circulation du gouvernement du Québec et de ses filiales s'élevait à environ 193 G\$. Il semble toutefois peu probable que le gouvernement choisisse de rembourser des titres qui se négocient actuellement sur les marchés secondaires. Advenant qu'il signale son intention de les rembourser, le prix de ces titres pourrait augmenter et faire grimper le coût du remboursement de la dette. À notre avis, il serait plus simple et efficace de ne pas refinancer des titres de dette qui arrivent à échéance. En supposant que le ministère des Finances ne change pas ses programmes de bons du Trésor nationaux et de papiers commerciaux américains, ses options de remboursement de la dette pour la fin de l'exercice 2018-19 seront limitées. Certaines de ces options sont présentées dans le tableau 1 ci-dessous :



Tableau 1: Rachats de titres possibles			
Description	Encours (\$)	ISIN	Type / Coupon
QUE 4.5 01/12/18	4,500,000,000	CA74814ZDU45	Domestique / Fixe
QUE 3.875 11/12/18	259,363,032	CH0049484618	CHF MTN / Fixe
QUE 2.174 19/12/18	2,994,000,000	CA74814ZET62	Domestique / Flotant
Sous-total 2018-19	7,753,363,032		
QUE 5 29/4/19	2,214,925,380	XS0425413209	Euro MTN / Fixe
Sous-total 2019-20	2,214,925,380		
Total	9,968,288,412		

En vendant des actifs du Fonds pour rembourser deux titres domestiques et un billet à moyen terme suisse, le gouvernement pourrait parvenir à réduire sa dette de 7,8 G\$ avant la fin de l'exercice (voir Tableau 1). Il pourrait ensuite rembourser un autre 2,2 G\$ en ne refinançant pas un billet à moyen terme européen qui arrive à échéance en avril 2019 pour un total d'environ 10 G\$.

Besoins financiers inférieurs

Étant donné qu'une réduction de la dette de 2 G\$ est déjà comprise dans le budget de 2018, nous estimons que le programme d'emprunt sera réduit de 5,8 G\$ (7,8 G\$ moins 2 G\$) en 2018-19, et de 215 M\$ (2,2 G\$ moins 2 G\$) en 2019-20. Le remboursement de la dette éliminera aussi le paiement des intérêts sur ces titres pour des économies d'au moins 303 M\$ en 2019-20 et 2020-21. Enfin, notre calcul tient également compte d'une révision à la hausse de 950 M\$ du surplus prévu chaque année, selon ce qui a été publié dans le rapport préélectoral. Cela devrait réduire d'un montant équivalent les besoins financiers du Fonds général. Toutefois, [selon nos calculs](#), comme le Québec a déjà réalisé 81 % (10,9 G\$ des 13,4 G\$) de son programme d'emprunt prévu au budget 2018, la réduction des besoins financiers cette année résulterait en un emprunt par anticipation de 4,1 G\$ pour l'exercice 2018-19. Ce montant serait plutôt conforme au montant moyen de 6,6 G\$ emprunté par anticipation au cours des dix dernières années. Au total, toutes choses étant égales par ailleurs, les changements susmentionnés réduiraient les besoins financiers de 6,7 G\$ (de 13,4 G\$ à 6,7 G\$) pour l'exercice 2018-19, et de 5,6 G\$ (de 18,6 G\$ à 13 G\$) pour l'exercice 2019-20 (voir tableau 2); pour l'exercice 2020-21 cependant, les besoins de financement augmenteraient de 747 M\$ (passant de 18,1 G\$ à 18,8 G\$).

Une augmentation des taux d'intérêt étant prévue, l'emprunt par anticipation n'est pas un mauvais choix du point de vue des finances publiques. Les économies réelles qui proviennent de taux d'intérêt plus faibles sur la dette ont aussi une incidence positive sur la situation budgétaire du Québec, en particulier s'il est prévu que le rendement de l'actif du Fonds enregistre des résultats décevants.

Tableau 2: Programme de financement du Québec			
Budget 2018	2018-19	2019-20	2020-21
Fonds Général			
Besoins financiers nets	5,012	2,556	3,628
Remboursements d'emprunts	8,252	8,215	7,674
Fonds des générations			
Variation de l'encaisse	-2,000	-2,000	-2,000
Fonds Général	-9,342		
Fonds de financement	1,922	8,771	9,302
Financement-Québec	10,100	7,500	7,400
Total	1,400	2,300	1,400
Total	13,422	18,571	18,102
Modifié (VMBL)			
2018-19	2019-20	2020-21	
Fonds Général			
Besoins financiers nets	5,012	2,556	3,628
Surplus Août	-950	-950	-950
Service de la dette		-303	-303
Remboursements d'emprunts	8,252	8,215	7,674
Fonds des générations	-7,753	-2,215	0
Variation de l'encaisse	-9,342	-4,131	
Fonds Général	-4,781	3,172	10,049
Fonds de financement	10,100	7,500	7,400
Financement-Québec	1,400	2,300	1,400
Total	6,719	12,972	18,849
Complété	10,850		
Pré-financement 2019-20	-4,131		
Différence	-6,703	-5,599	747

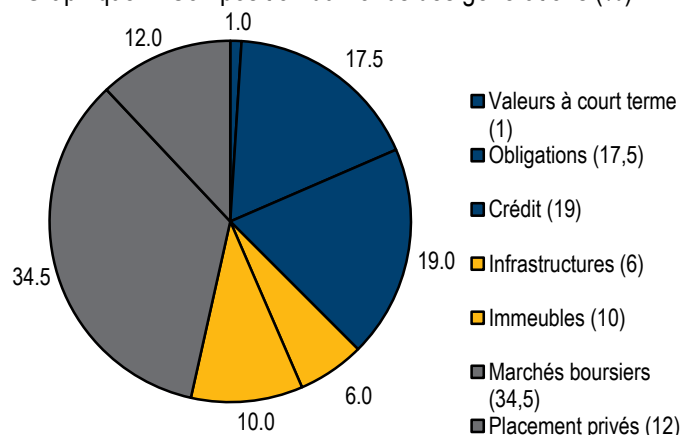
Sources: Gouvernement du Québec et VMBL Recherche économique et stratégie.

Vente des actifs du Fonds des générations

Finalement, discutons de l'envers de l'opération qui consiste à demander à la Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ) de vendre 10 G\$ de l'actif détenu dans le Fonds des générations. La section G.55 du budget 2018 révèle que 38 % du Fonds est composé de titres à revenu fixe (obligations nominales, instruments de crédit et valeurs à court terme), 16 % consistent en des actifs réels (infrastructures et immeubles), et le 47 % restant est constitué de placements privés et d'actions cotées en bourse (voir graphique 1). La façon dont l'actif sera vendu est déterminante. En effet, il serait difficile de liquider 75 % du Fonds en six mois si le gouvernement veut conserver la même répartition de l'actif et ainsi maintenir son profil de risque. Par exemple, une grande partie de l'actif du Fonds est en général caractérisée comme non liquide (c'est à dire plus difficile à vendre avec un court préavis). Par exemple, même si les actions peuvent être vendues relativement facilement, les placements dans les projets immobiliers, les placements privés et les infrastructures pourraient être plus difficiles à liquider avant le 31 mars 2019. On peut douter que le Fonds détienne 10 G\$ d'actif liquide. Et si c'était le cas, la vente de l'actif liquide seulement modifierait considérablement la répartition de l'actif du Fonds, qui pourrait alors être plus risqué et beaucoup moins liquide. Dans la situation où les actions cotées en bourse et les produits de revenu fixe qui sont liquides devaient être vendus pour respecter l'échéance de fin d'année, le Fonds détiendrait seulement des placements privés et des actifs dans l'immobilier et les infrastructures. Enfin, bien que 5 % de l'actif net de la CDPQ

soit placé dans des obligations du gouvernement du Québec¹, dans la mesure de ce que nous avons pu vérifier, on ne peut affirmer que le Fonds des générations en détient. Si c'était le cas, la vente des obligations du gouvernement du Québec pour racheter des obligations du gouvernement du Québec ne permettrait pas d'atteindre les objectifs souhaités par le gouvernement de réduire le risque du Fonds.

Graphique 1: Composition du Fonds des générations (%)



* En date du 1 janvier 2018.

Source: Gouvernement du Québec.

Dominique Lapointe | Économiste
514 350-2924 | lapointed@vmbi.ca

Le présent document est publié à titre d'information seulement. Il ne doit pas s'interpréter comme un guide de placement ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'achat des titres qui y sont mentionnés. L'auteur est un employé de Valeurs mobilières Banque Laurentienne (VMBL), une filiale en propriété exclusive de la Banque Laurentienne du Canada. L'auteur a pris toutes les mesures usuelles et raisonnables pour vérifier si les renseignements qui figurent dans le présent document sont tirés de sources considérées comme étant fiables et que les procédures utilisées pour les résumer et les analyser sont fondées sur les pratiques et les principes reconnus dans le secteur des placements. Toutefois, les forces du marché sous-jacentes à la valeur des placements peuvent évoluer de façon soudaine et importante. Par conséquent, ni l'auteur ni VMBL ne peuvent donner quelque garantie que ce soit en ce qui concerne l'exactitude ou l'intégralité de l'information, de l'analyse et des opinions qui figurent dans le présent document ou leur utilité ou pertinence dans une situation donnée. Vous ne devriez pas effectuer de placement ni procéder à une évaluation de portefeuille ou à une autre opération en vous fondant sur le présent document. Vous devriez plutôt consulter au préalable votre conseiller en placement, qui peut analyser les facteurs pertinents à un placement ou à une opération proposés. VMBL et l'auteur se dégagent de toute responsabilité de quelque nature que ce soit à l'égard de tout préjudice découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu contrevenant à la présente clause. Le présent rapport, y compris l'information, les opinions et les conclusions qui y figurent, en totalité ou en partie, ne peut être distribué, publié, mentionné ou reproduit de quelque manière que ce soit sans le consentement écrit préalable de Valeurs mobilières Banque Laurentienne.

¹ CDPQ 2017 [Rapport annuel](#).