

# Marchés de capitaux privés : la délocalisation a-t-elle commencé?

Charles Freedman et Walter Engert\*

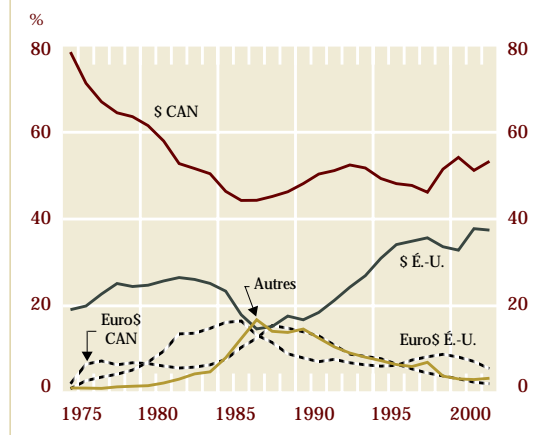
**A**u fur et à mesure que les économies se mondialisent, certains observateurs s'interrogent sur l'avenir des marchés boursiers et obligataires des pays situés en périphérie des principaux marchés financiers mondiaux. Les marchés de ces pays existeront-ils encore et continueront-ils de prospérer, ou l'activité se déplacera-t-elle de plus en plus vers ceux d'autres pays? Dans le cas du Canada, nous savons que les sociétés canadiennes empruntent de fortes sommes d'argent sur les marchés obligataires des États-Unis et qu'un nombre appréciable de nos grandes entreprises font inscrire leurs titres tant à des bourses américaines qu'à des bourses canadiennes. Est-ce là le prélude d'un déclin continu de l'importance des marchés financiers canadiens, ou simplement le reflet d'un état de choses ancien et durable, dans lequel les sociétés canadiennes se tournent vers les marchés financiers des deux côtés de la frontière pour se procurer les capitaux dont elles ont besoin?

## Les marchés obligataires

Pour répondre à ces questions, examinons d'abord les habitudes d'emprunt des sociétés canadiennes au cours des 25 dernières années. Le Graphique 1 montre la répartition de l'encours des obligations émises par les entreprises financières et non financières canadiennes (y compris les sociétés d'État)<sup>1</sup>.

Durant la première décennie de la période visée (soit de 1975 à 1985), une part décroissante, mais toujours bien supérieure à la moitié, de l'encours des émissions ont été libellées en dollars canadiens et placées au Canada. Depuis le milieu des années 1980, ce ratio s'est maintenu aux alentours de 50 %. La part de l'encours des obligations libellées en dollars É.-U. et émises sur le marché américain a augmenté quant à elle pendant les années 1990,

**Graphique 1**  
Répartition de l'encours des obligations émises par les sociétés canadiennes



1. Les données englobent les émissions de titres adossés à des actifs.

\* La présente note s'inspire d'une étude réalisée par Freedman et Engert (à paraître en 2003) sur l'évolution financière au Canada.

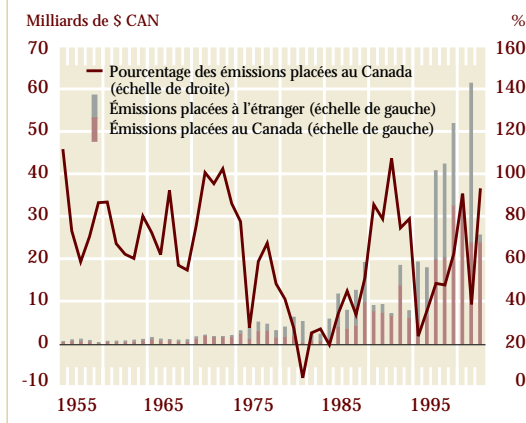
mais au détriment des autres types d'émissions obligataires<sup>2</sup>. Quand on pense que la dépréciation du dollar canadien a fait gonfler la valeur des titres en monnaies étrangères durant cette période, il est impressionnant de constater que les émissions en dollars canadiens placées au pays ont toujours représenté à peu près le même pourcentage du total au cours des 15 à 20 dernières années.

L'analyse du montant net des nouvelles émissions durant la période (Graphique 2) est également révélatrice. Même si elles affichent un profil en dents de scie, ces données montrent en effet que, pour l'ensemble des sociétés, la proportion d'obligations émises au Canada depuis 15 ans — bien qu'inférieure à celle observée avant le milieu des années 1970 — s'est maintenue somme toute à environ la moitié du total.

Il convient de souligner aussi que les émissions d'obligations de sociétés, de façon générale et sur tous les marchés, se sont accrues rapidement dans les années 1990 (comme en font foi les chiffres du Graphique 2). Eu égard au faible taux d'inflation et donc au taux de croissance relativement bas du PIB nominal au cours de la période, l'essor de ces émissions est pour le moins saisissant. En pourcentage du PIB, l'encours des obligations de sociétés libellées en dollars canadiens est passé de 9,0 en 1991 à 10,0 % en 1996, puis à 16,5 % en 2001. L'essentiel de l'augmentation est par conséquent survenue durant la deuxième moitié de la période (de 1996 à 2001), soit lorsque le gouvernement fédéral a commencé à dégager des excédents budgétaires et à s'adresser moins fréquemment au marché obligataire canadien.

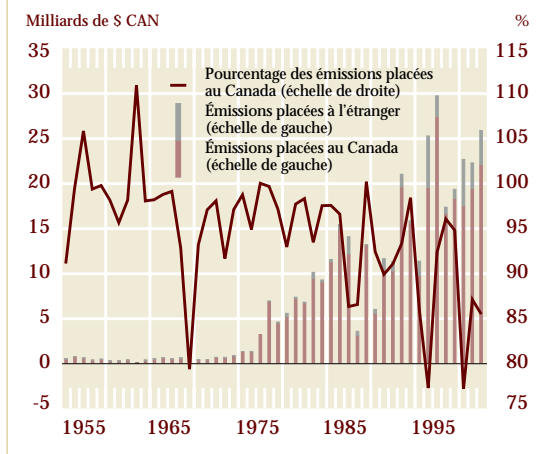
Au cours des années 1996 à 2001, la dette du gouvernement fédéral libellée en dollars canadiens a diminué en valeur absolue, tandis que les émissions obligataires des sociétés ont monté en flèche. Pendant ce temps, les gouvernements provinciaux délaissaient les emprunts en monnaies étrangères au profit de l'émission de titres en dollars canadiens. Résultat : entre 1996 et 2001, la dette en dollars canadiens hors émissions du gouvernement fédéral s'accroissait de 54 %, alors que le total de la dette libellée en dollars canadiens (c.-à-d. émissions du gouvernement fédéral comprises) augmentait de 28 %, soit une progression semblable à celle du PIB nominal. Les autres émetteurs n'ont donc pas

**Graphique 2**  
Nouvelles émissions nettes d'obligations des sociétés



2. Ces autres types d'émissions comprennent les obligations en eurodollars canadiens (émissions libellées en dollars canadiens placées à l'extérieur du Canada), les obligations en eurodollars É.-U. (émissions libellées en dollars É.-U. placées à l'extérieur des États-Unis) et les obligations libellées dans d'autres monnaies.

**Graphique 3**  
Nouvelles émissions nettes d'actions des sociétés



tardé à occuper le terrain laissé vacant par le gouvernement fédéral<sup>3</sup>.

## Les marchés boursiers

On assiste depuis 15 ans à un recours accru aux placements à l'étranger de nouvelles émissions nettes d'actions, mais ces placements représentent toujours une part relativement faible, quoique très variable, du total; celle-ci a été de 12 % en moyenne durant les cinq dernières années (Graphique 3)<sup>4</sup>. Aussi, bien que la proportion des nouvelles émissions nettes d'actions hors du pays ait eu tendance à augmenter récemment, la grande majorité des nouvelles émissions nettes d'actions est encore placée au Canada.

Dans les années 1990, le nombre d'émissions d'actions de sociétés canadiennes cotées à la fois à des bourses canadiennes et américaines a fortement progressé, et a atteint un sommet en 1998. Toutefois, lorsqu'on jette un coup d'œil sur le nombre d'actions inscrites à la Bourse de Toronto, on constate que le pourcentage de ces sociétés intercotées ne s'est accru que modestement depuis une quinzaine d'années, étant passé de 12 % environ au milieu des années 1980 à quelque 15 % récemment<sup>5</sup>.

En chiffres absolus, les opérations sur les titres intercotés qui sont effectuées à des bourses américaines ont aussi connu une hausse, tant en valeur qu'en volume, au cours de la dernière décennie. Cependant, depuis le milieu des années 1980, la part des bourses américaines dans la valeur des transactions portant sur des titres intercotés est restée relativement stable : elle a oscillé entre 40 et 50 % au cours des quelque 20 dernières années.

Enfin, le nombre de sociétés canadiennes inscrites exclusivement à des bourses américaines a diminué de façon constante du milieu des années 1990 jusqu'en 2002 inclusivement.

## Pourquoi emprunter sur les marchés étrangers?

Les entreprises canadiennes ont recours depuis longtemps aux marchés de capitaux étrangers, surtout aux marchés des titres à revenu fixe. Qu'est-ce qui les incite à se tourner vers ces marchés, et particulièrement vers ceux des États-Unis?

3. Voir à ce sujet l'article de Chouinard et Lalani (2001-2002).

4. Ces données englobent les émissions de fiducies de placement.

5. Mesuré à l'aune de la capitalisation boursière, le pourcentage serait probablement plus élevé.

En premier lieu, les marchés américains de capitaux sont plus profonds et plus liquides, ce qui permet peut-être à certaines entreprises canadiennes de s'y financer à meilleur marché (et peut attirer également les investisseurs canadiens). Ainsi, les sociétés qui tentent de mobiliser des capitaux considérables sont plus susceptibles d'émettre des titres sur le marché américain que canadien. De même, les entreprises canadiennes sont plus enclines à faire appel au marché américain lorsque le marché national doit absorber d'importantes émissions d'emprunt.

En deuxième lieu, les grandes places financières des États-Unis semblent posséder un savoir-faire plus développé en matière de montage d'opérations, d'établissement des prix et de placement des titres. Aussi les instruments plus complexes et à haut risque (comme les titres à rendement élevé) ont-ils tendance à être concentrés sur les marchés américains.

Un troisième facteur pourrait être la protection (la « couverture naturelle ») que les exportateurs canadiens obtiennent contre les fluctuations défavorables du taux de change en empruntant des dollars américains. Par suite de l'essor des échanges commerciaux entre le Canada et les États-Unis ces dernières années, ce facteur a peut-être gagné en importance. De la même façon, les sociétés canadiennes qui songent à effectuer des investissements directs au sud de la frontière prendront en considération la couverture naturelle qu'elles peuvent s'assurer en libellant leurs titres d'emprunt en dollars É.-U.

En quatrième lieu, il se peut que la réglementation des marchés financiers au Canada soit moins efficace qu'elle pourrait l'être et se trouve ainsi à entraver l'activité sur les marchés de capitaux au Canada<sup>6</sup>. Bien que, d'une manière générale, les entreprises canadiennes puissent se procurer facilement des capitaux en émettant des titres à revenu fixe et des actions à l'étranger, l'inefficacité possible de la réglementation des marchés de capitaux au Canada demeure une préoccupation pour les pouvoirs publics. C'est pourquoi les autorités fédérales et provinciales et les acteurs du marché s'emploient à améliorer l'efficacité et l'efficacité de cette réglementation et à faciliter ainsi le financement des sociétés au Canada.

Enfin, jusqu'au milieu des années 1990, les forts volumes d'émission des obligations d'État au Canada avaient un effet d'éviction sur les titres de sociétés.

---

6. Pour obtenir un aperçu des enjeux et des approches possibles, voir Harris (2002) et MacKay (2002).

## Conclusions

Voici les principales conclusions qui se dégagent des données :

- Les sociétés canadiennes ont largement fait appel aux marchés étrangers des titres à revenu fixe depuis le début des années 1980.
- Cependant, la part des émissions obligataires de sociétés libellées en dollars canadiens (et placées au Canada) est demeurée relativement stable depuis une quinzaine d'années, représentant environ la moitié du total.
- Bien que les émetteurs d'actions canadiennes s'adressent de plus en plus aux marchés étrangers, leur recours à ces derniers reste limité.
- Le pourcentage de sociétés canadiennes cotées à la fois à des bourses canadiennes et américaines n'a augmenté que légèrement au cours de la dernière décennie et s'établit actuellement à quelque 15 %. Qui plus est, la part des bourses américaines dans les opérations sur les actions intercotées s'est peu modifiée depuis le milieu des années 1980.
- On observe une tendance à la baisse du nombre de sociétés inscrites exclusivement à la cote de bourses américaines.

Ainsi, bien que les sociétés canadiennes se tournent un peu plus vers les sources de financement étrangères depuis une dizaine d'années, les chiffres présentés ici ne donnent pas à penser qu'elles aient déserté les marchés canadiens de capitaux ou délocalisé leurs activités de financement ces dernières années. Cela dit, d'autres observateurs tirent des conclusions plus pessimistes et restent préoccupés quant à l'avenir de nos marchés.

En outre, tant et aussi longtemps que les résidents canadiens voudront bien détenir des avoirs en dollars canadiens — et rien ne permet de supposer qu'ils cesseront de le faire dans un avenir prévisible —, il existera une demande pour ces avoirs. Les gouvernements et les entreprises du Canada auront donc avantage à continuer d'émettre des titres libellés en dollars canadiens, dont des obligations et des actions.

Que peut-on faire pour aider les marchés canadiens de capitaux privés à croître et à prospérer?

- Le secteur financier doit déployer des efforts constants pour cultiver les compétences nécessaires au développement des marchés de capitaux privés, dont la capacité de bien évaluer et tarifer les risques associés aux titres des sociétés et de placer ces titres auprès des investisseurs.

- Les investisseurs canadiens doivent se montrer disposés à inclure plus de titres de sociétés dans leurs portefeuilles.
- Le cadre de réglementation doit devenir plus efficient.
- Les administrations publiques du Canada doivent continuer de faire preuve d'une grande rigueur budgétaire.

## **Bibliographie**

- Chouinard, É., et Z. Lalani (2001-2002). « Le marché canadien des titres à revenu fixe : évolution récente et perspectives », Ottawa, *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 15-26.
- Freedman, C., et W. Engert (2003). « L'évolution financière au Canada : tendances passées et défis futurs », Ottawa, *Revue de la Banque du Canada* (été) (à venir).
- Harris, D. (2002). *A Symposium on Canadian Securities Regulation: Harmonization or Nationalization?*, Toronto, Capital Markets Institute, Université de Toronto.
- MacKay, H. (2002). Rapport sur la réglementation des valeurs mobilières au Canada remis au ministre des Finances, Ottawa, ministère des Finances. Document accessible à l'adresse <<http://www.fin.gc.ca/news02/02-094f.html>>.