

# Faits stylisés et enjeux relatifs à l'expansion du marché canadien des titres de dette des sociétés

Stacey Anderson, Ron Parker et Andrew Spence

Tableau 1  
Encours de la dette des sociétés non financières  
Décembre 2002  
Pourcentage

Pays	Part du total mondial des émissions de titres de sociétés placées		Part du marché mondial des titres de sociétés	Part des émissions placées sur le marché intérieur
	à l'étranger	sur le marché intérieur		
États-Unis	27,8	54,5	48,6	87,3
Australie	1,1	1,3	1,2	80,8
Royaume-Uni	14,1	5,9	7,7	59,4
Suède	1,5	0,5	0,7	53,8
Canada	6,7 (4) <sup>a</sup>	1,6 (6)	2,7 (5)	45,5 (15)
France	16,0	2,9	5,8	38,7

a. Les chiffres entre parenthèses indiquent le classement du Canada dans un échantillon de 20 pays industrialisés.  
Source : Banque des Règlements Internationaux, *Activité bancaire et financière internationale*, Rapport trimestriel, juin 2003, tableaux 12C et 16B.

Les sociétés canadiennes ont vu le marché de leurs titres de dette se développer rapidement au cours des cinq à dix dernières années. À l'heure actuelle, la part de leurs titres dans l'encours total de la dette s'établit à quelque 30 %, alors qu'elle était d'environ 18 % en 1990 (Freedman et Engert, 2003; Miville et Bernier, 1999). Cette hausse est partiellement attribuable aux compressions budgétaires opérées par les administrations publiques et à la baisse consécutive du ratio de la dette publique au PIB que l'on observe depuis huit ans.

L'endettement des entreprises canadiennes se distingue par le pourcentage élevé des placements de titres sur les marchés de capitaux des États-Unis. Par comparaison avec celles d'autres pays, les sociétés non financières canadiennes ont abondamment recours à l'émission de titres de dette (Tableau 1); elles sont les quatrièmes en importance au chapitre des émissions à l'étranger, principalement aux États-Unis, et les sixièmes pour ce qui est des émissions intérieures. La part comparativement faible de celles-ci dans l'encours total de leurs émissions met en relief la facilité relative avec laquelle les entreprises nationales ont accès aux marchés américains, plus profonds et plus liquides. De fait, parmi les sociétés non financières des grands pays industrialisés, seules celles de la France font davantage appel aux marchés étrangers.

L'étude des caractéristiques du marché canadien permet de mieux comprendre pourquoi les emprunteurs du pays s'adressent en aussi grand nombre aux marchés de leur voisin du sud<sup>1</sup>. Il est utile de savoir, par exemple, que le marché canadien des titres à rendement élevé est petit par rapport à son pendant américain. Au Canada, les principales sources de financement des entreprises à haut risque sont les prêts bancaires, les placements privés et, dans certains cas, les fiducies de revenu. À cette liste s'ajoute généralement le marché américain des titres de dette à rendement élevé, auquel

1. On trouvera de plus amples renseignements sur l'utilisation du dollar américain au Canada dans Murray, Powell et Lafleur (2003).

la présence de nombreuses sociétés étrangères confère une envergure mondiale plutôt que strictement nationale.

La popularité des marchés de capitaux des États-Unis résulterait-elle du pur jeu des forces du marché? Pour explorer la question, nous allons examiner tour à tour quelques caractéristiques des emprunts en dollars américains des sociétés canadiennes, le comportement d'emprunt de celles-ci selon le secteur d'activité, la concentration parmi les gestionnaires d'actifs et les courtiers en valeurs mobilières ainsi que la taille comparée des grandes entreprises et des banques au Canada.

Nos recherches montrent que la préférence des sociétés canadiennes pour l'émission de titres en dollars É.-U. s'explique notamment par l'importance incontestable des blocs d'actifs libellés dans cette monnaie et par la répartition sectorielle des émissions. À notre avis, le degré de concentration observé parmi les gestionnaires d'actifs ou les banques d'investissement au Canada ne joue guère puisqu'il se rapproche de celui d'autres marchés. Les données semblent aussi indiquer que les banques canadiennes disposent de l'assise financière nécessaire pour combler les besoins de capitaux canadiens des plus grandes entreprises du pays.

## Les emprunts en dollars américains des sociétés canadiennes

Les sociétés canadiennes émettent une grande partie de leurs titres de dette aux États-Unis et dans la monnaie de ce pays. Depuis 1993, les titres libellés en dollars américains représentent en moyenne 48 % de leurs émissions totales. Aucune tendance claire ne se dégage des fluctuations annuelles de cette proportion (Tableau 2). Les données portent à croire que, si les entreprises du pays se tournent vers les marchés américains, c'est entre autres parce que la masse de fonds disponibles y est tout simplement supérieure. Au début des années 1990, la valeur de la majorité des émissions en dollars canadiens ne dépassait pas les 250 millions de dollars (Graphique 1), alors que celle des émissions libellées en dollars É.-U. atteignait beaucoup plus fréquemment les 500 millions de dollars canadiens (Graphique 2). Dans la seconde moitié de la décennie, la valeur des placements s'est accrue dans les deux pays, mais les émissions les plus importantes sont demeurées concentrées aux États-Unis.

La taille plus faible des émissions placées au Canada tient en grande partie au fait que les gestionnaires d'actifs sont moins nombreux ici qu'aux États-Unis et que la taille moyenne de leurs portefeuilles

Tableau 2

### Valeur et répartition des titres de dette en dollars américains et canadiens émis par des sociétés résidant au Canada

Flux bruts

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Valeur moyenne (en millions de dollars canadiens)										
Dollars américains	210	190	160	180	270	260	380	360	450	350
Dollars canadiens	90	80	60	98	120	140	130	150	140	140
Distribution - pourcentage										
Dollars américains	52	51	62	52	48	51	43	23	54	43
Dollars canadiens	48	49	38	48	52	49	57	77	46	57

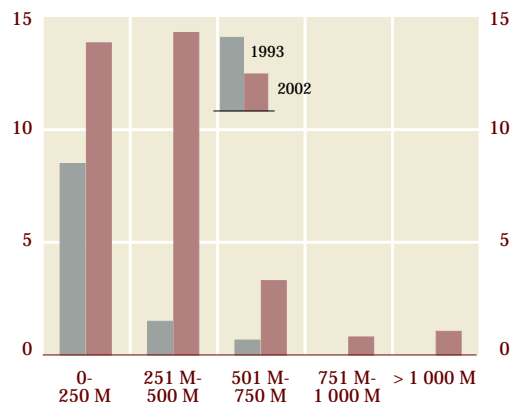
Source : *Financial Post* (base de données relative aux nouvelles émissions)

Graphique 1

### Valeur brute des titres de dette en dollars canadiens émis par les sociétés canadiennes

Par taille d'émission

En milliards de dollars canadiens



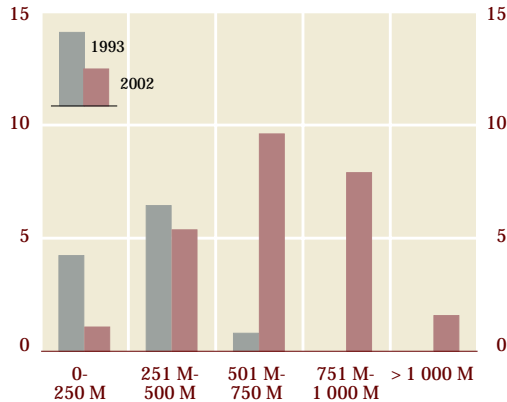
Source : *Financial Post* (base de données relative aux nouvelles émissions)

**Graphique 2**

Valeur brute des titres de dette en dollars américains émis par les sociétés canadiennes

Par taille d'émission

En milliards de dollars canadiens



Source : *Financial Post* (base de données relative aux nouvelles émissions)

**Tableau 3**

Répartition des titres de dette à revenu fixe en dollars américains par secteur d'activité – Principales concentrations

Pourcentage des titres en dollars américains émis par les entreprises canadiennes du secteur

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Exploration et production pétrolières et gazières	7	10	7	9	7	5	- <sup>a</sup>	7	11	15
Papier et foresterie	8	17	15	8	2	6	9	18	4	4
Métaux et minerais	3	6	5	6	-	-	-	-	-	9
Banques	15	14	7	22	24	22	41	33	11	27
Autres services financiers	3	-	4	7	8	2	6	12	21	12
Cinéma et divertissement	7	5	-	-	23	20	-	1	-	-
Services de télécommunications	-	-	21	8	12	7	17	13	19	6
Transport ferroviaire	6	5	-	-	-	5	-	-	5	-
Total	49	57	59	60	76	67	73	84	71	73

a. Le tiret indique que le secteur ne figure pas parmi les huit principaux émetteurs pour une année déterminée.

Source : *Financial Post* (base de données relative aux nouvelles émissions); flux bruts

est plus modeste. Ces facteurs relatifs à la demande ont pour effet de restreindre les émissions en dollars canadiens parce que les gestionnaires doivent éviter la concentration excessive du risque. Aux États-Unis, en revanche, les gestionnaires sont beaucoup plus nombreux et détiennent des portefeuilles d'une envergure nettement supérieure. Le seuil de placement exigé varie de 50 à 100 millions de dollars É.-U., ce qui mobiliserait une large part de n'importe quel placement en dollars canadiens. Les nouvelles émissions acquises doivent donc être suffisamment importantes pour pouvoir exercer un effet mesurable sur le rendement global de portefeuilles plus imposants en termes absolus.

Les marchés américains présentent également des avantages pour les grandes entreprises canadiennes. Celles qui lancent des émissions d'envergure peuvent réaliser des économies appréciables. En outre, il est beaucoup moins onéreux de placer une émission par larges tranches auprès d'un nombre réduit de gestionnaires d'actifs. Il faut toutefois que le volume soit assez élevé pour éviter une concentration excessive parmi eux et les risques concomitants de distorsion des prix.

En bref, les différences qu'affichent la taille moyenne des émissions et les opérations de placement reflètent celles que l'on observe entre le Canada et les États-Unis en matière de taille de portefeuilles, de seuils de placement ainsi que des facteurs de coût dans le cas des grands émetteurs.

## Répartition sectorielle des emprunts en dollars américains

Les institutions financières, toutes très bien notées, sont de loin les émetteurs les plus importants et les plus constants de titres d'emprunt libellés en dollars américains (Tableau 3). Depuis 1993, leurs émissions représentent environ 22 % de l'encours total des titres de dette en dollars américains. En 1999, ce pourcentage a atteint un impressionnant 41 %, sans doute en raison de leur rayonnement multinational et de la stratégie d'expansion transfrontalière qu'elles ont menée tout au long des années 1990. De nombreuses banques canadiennes ont étendu leurs ramifications au continent nord-américain, et les nouvelles activités de négociation dans lesquelles elles se sont engagées au cours de la décennie se font en grande partie à Londres et à New York, plutôt qu'à Toronto. La plupart détiennent d'imposants portefeuilles de prêts en dollars É.-U., qu'elles sont fortement incitées à apparier à des passifs libellés dans la même devise.

Les entreprises canadiennes de ressources naturelles se financent elles aussi assez régulièrement en dollars américains puisque les prix des produits de base, et donc leurs revenus, sont exprimés dans cette monnaie. Les secteurs des pâtes et papiers, de la foresterie et de l'extraction pétrolière et gazière sont des émetteurs relativement constants de titres en dollars É.-U., bien que leurs activités à cet égard suivent des cycles attribuables aux fluctuations des prix des produits de base. Il arrive aussi que ces secteurs passent d'une monnaie d'émission à l'autre pour tirer parti des écarts cycliques de taux d'intérêt entre les deux pays et se procurer des capitaux au meilleur coût.

Le secteur des télécommunications, dont les premiers grosancements de titres en dollars américains datent de 1995, présente apparemment un schéma différent. Il semble que la plupart des sociétés de ce secteur, dont les cotes de crédit initiales étaient faibles, n'ont eu d'autre choix que de se tourner vers le marché américain des titres à rendement élevé. Ce dernier était assez profond pour que les émetteurs ne se heurtent pas aux limites d'exposition à un emprunteur déterminé, ce qui n'était tout simplement pas le cas au Canada, où le secteur institutionnel est beaucoup plus restreint.

Finalement, on remarque qu'en 1997 et en 1998, le secteur du cinéma et du divertissement a mobilisé un peu plus du cinquième des capitaux américains réunis par les entreprises canadiennes. Cet état de choses résultait presque exclusivement des emprunts ponctuels de la société Seagrams, qui amorçait alors un changement de cap radical vers le divertissement. Ces opérations n'ont eu en conséquence qu'une incidence passagère sur la structure des marchés financiers canadiens, a fortiori sur leur viabilité future.

## Concentration parmi les gestionnaires d'actifs

La concentration des actifs parmi les gestionnaires institutionnels ne semble guère varier entre le Canada et d'autres grandes économies. Il semble donc douteux que ce soit là un facteur de divergence important dans le développement des marchés de capitaux canadiens par rapport à ceux d'autres pays.

Comme l'indique le Tableau 4, le marché canadien de la gestion des investissements affiche un taux de concentration élevé : les dix principales entreprises se partagent 50 % des actifs et les deux plus grandes en détiennent environ 25 %. Le paysage est semblable aux États-Unis et en Europe,

Tableau 4

### Concentration parmi les gestionnaires d'actifs

Pourcentage des actifs	Canada <sup>a</sup> (2001)		États-Unis (2001)		Europe (2000)	
	Nombre de gestionnaires d'actifs	Fonds sous gestion (en milliards de dollars canadiens)	Nombre de gestionnaires d'actifs	Fonds sous gestion (en milliards de dollars américains)	Nombre de gestionnaires d'actifs	Fonds sous gestion (en milliards d'euros)
10	1	68	2	1 639	1	1 602
25	2	119	6	4 139	4	4 277
50	10	245	16	8 227	11	7 793
Coefficient de Gini <sup>b</sup>	29,5		25,9		29,6	

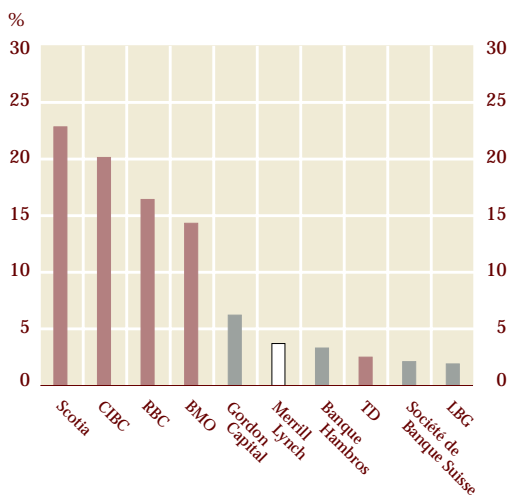
a. Les données relatives au Canada ne portent que sur les caisses de retraite.

b. Chaque coefficient de Gini porte sur les 100 principaux gestionnaires d'actifs. Plus il se rapproche de 100, plus la répartition est inégale.

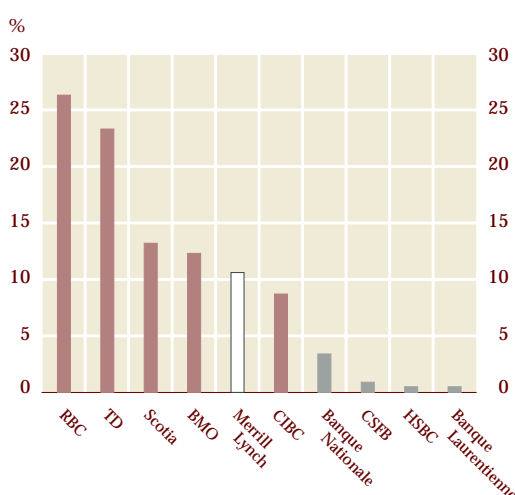
Sources : *Institutional Investor*, numéros divers (données relatives aux États-Unis et à l'Europe); *Benefits Canada*, avril 2002 (données relatives au Canada).

**Graphique 3****Parts de marché des dix principaux courtiers**

Prise en charge d'opérations en dollars canadiens – 1993

Source : *Financial Post* (base de données relative aux nouvelles émissions)**Graphique 4****Parts de marché des dix principaux courtiers**

Prise en charge d'opérations en dollars canadiens – 2002

Source : *Financial Post* (base de données relative aux nouvelles émissions)

ainsi qu'en témoignent les coefficients de Gini, qui mesurent l'écart entre la répartition réelle et une répartition parfaitement égale. On notera toutefois que le coefficient de Gini est légèrement inférieur aux États-Unis, ce qui laisse supposer que la répartition y tend un peu plus vers l'égalité.

Il est difficile de soutenir que la forte concentration parmi les gestionnaires d'actifs au Canada a entravé l'expansion des marchés intérieurs des titres à revenu fixe, puisque la situation est analogue ailleurs. Cependant, force est de constater que le portefeuille du principal gestionnaire canadien n'est que de 68 milliards de dollars canadiens, alors que celui de ses homologues américain et européen atteint respectivement 854 milliards de dollars É.-U. et 1 602 milliards d'euros. Compte tenu des limites d'exposition à un emprunteur déterminé, cet état de fait peut constituer un obstacle sérieux au placement de grosses émissions sur le marché canadien.

## Concentration parmi les courtiers en valeurs mobilières

Au pays, les maisons de courtage canadiennes occupent une place largement prédominante sur le marché des titres à revenu fixe libellés dans la monnaie nationale. Dans les années 1990 et au début des années 2000, les courtiers canadiens ont mené 90 % des opérations de placement en moyenne, leur part du marché variant d'un creux de 82 % en 1994 à un sommet de 97 % en 2001. Les Graphiques 3 et 4 présentent les parts de marché des différents courtiers au début et à la fin de la période considérée. En général, le courtier qui domine le classement devient chef de file d'environ 25 % des opérations, et c'est habituellement le même d'année en année. Bien que le taux de pénétration des entreprises étrangères reste minime, la société Merrill Lynch s'est imposée comme le principal courtier ayant son siège à l'étranger<sup>2</sup>.

Au Royaume-Uni et en Australie, la part des courtiers nationaux en ce qui a trait aux opérations de placement dans la monnaie du pays est beaucoup plus faible, s'établissant à quelque 40 % et à 54 %, respectivement. Aux États-Unis et en Suède, par contre, les parts de marché des courtiers nationaux

2. La société Merrill Lynch a fait son entrée au Canada au début des années 1950.

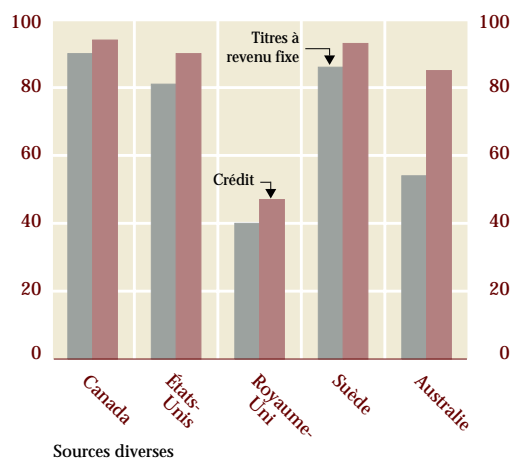
sont relativement élevées, toutes deux se situant entre 80 et 90 %<sup>3</sup>.

Dans les pays où les sociétés de courtage étrangères sont peu présentes sur les marchés intérieurs des titres à revenu fixe, les parts de marché sont probablement liées à l'octroi de crédit par des banques proposant également des services de courtage ainsi qu'à la profondeur des gammes de produits offertes dans la monnaie nationale (Graphique 5). Au Canada, par exemple, rares sont les fournisseurs étrangers de services financiers dont les activités sont entièrement intégrées et qui bénéficient d'engagements de crédit assez importants pour financer le placement de titres à revenu fixe. L'examen des bilans des banques américaines et suédoises révèle un degré de concentration semblable des actifs des banques nationales. Les banques canadiennes réunissent 94 % des actifs bancaires nationaux, les banques suédoises, environ 93 %, et les banques américaines, 90 %.

Le tableau est moins clair là où les fournisseurs étrangers sont davantage présents. Au Royaume-Uni, les actifs bancaires sont répartis de façon plus égale entre les institutions nationales et étrangères, les premières en détenant 47 %, et les secondes, 53 %. En Australie, en revanche, la part des banques nationales atteint approximativement 85 %. L'apparente contradiction entre la situation observée sur le marché des titres à revenu fixe et celle du marché du crédit pourrait être partiellement imputable au fait que ce pays anglophone est proche des places financières asiatiques, plutôt qu'à sa structure institutionnelle propre. Cette particularité vient brouiller le parallèle avec la répartition des actifs bancaires et illustre bien les difficultés qu'il y a à découper selon les frontières nationales des marchés de capitaux qui sont foncièrement de nature mondiale.

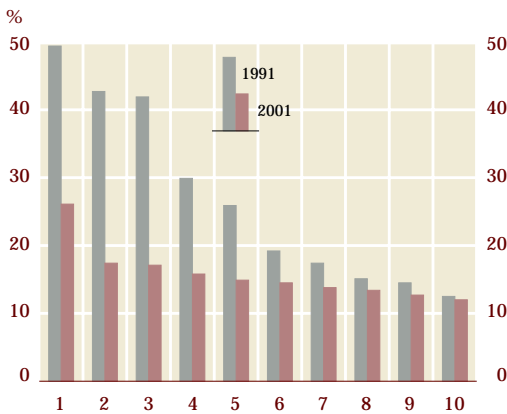
La corrélation qui semble s'établir entre la concentration parmi les courtiers nationaux et l'octroi de crédit par des banques offrant aussi des services de courtage donne à penser que ce dernier élément pourrait influencer considérablement sur la présence des courtiers sur les marchés des titres à revenu fixe.

**Graphique 5**  
Parts de marché des intermédiaires nationaux – Titres à revenu fixe et crédit



3. Les données américaines englobent les activités de la Deutsche Bank et de Credit Suisse First Boston relatives aux titres à revenu fixe. Même si ces institutions sont européennes, toutes deux ont fait l'acquisition d'anciennes banques d'investissement américaines d'envergure qui étaient solidement établies sur les marchés nationaux. Si l'on exclut ces deux institutions, la part de marché des courtiers nationaux tombe dans la fourchette des 60 à 70 %. Les données se rapportant au Royaume-Uni se fondent sur les résultats d'une enquête officielle menée auprès des autorités et des courtiers en valeurs mobilières de ce pays. Elles comportent donc une grande marge d'erreur.

**Graphique 6**  
Capitalisation boursière comparée des dix principales sociétés et des cinq grandes banques canadiennes  
En ordre décroissant



Source : Report on Business, Toronto Stock Exchange Review

## Les banques canadiennes ont-elles les reins assez solides pour financer le développement des grandes entreprises du pays?

Le recours des sociétés canadiennes aux marchés étrangers de capitaux s'expliquerait-il par l'insuffisance de la capitalisation boursière des banques du pays par rapport à celle de leurs entreprises clientes (Graphique 6)? En d'autres termes, le bilan des banques leur permet-il de mener de vastes opérations exigeant des capitaux importants? En outre, se buteraient-elles rapidement aux limites d'exposition à un emprunteur déterminé, ce qui aurait pour effet de freiner l'expansion des marchés financiers du pays?

L'analyse comparée de la capitalisation des cinq grandes banques canadiennes et des 50 principales entreprises inscrites à la bourse de Toronto ne fait ressortir aucun problème de cet ordre. Depuis 1991, la valeur boursière des premières a augmenté relativement à celle des secondes. Prenons l'exemple de la société de télécommunications BCE. En 1991, la capitalisation de celle-ci s'élevait à 50 % de celle des cinq grandes banques réunies. Dix ans plus tard, ce pourcentage était tombé à quelque 20 % — un recul marqué. Au cours de la même période, on a aussi observé une baisse de la concentration parmi les cinq principales entreprises emprunteuses du pays. En 1991, la valeur boursière de ces dernières atteignait 190 % de celle des cinq grandes banques, alors qu'en 2001, elle n'en représentait plus que 90 %. En un mot, il semble que les cinq grandes banques canadiennes soient en mesure de répondre aux besoins de capitaux canadiens des principales entreprises nationales et, compte tenu de la croissance relativement supérieure de leur capitalisation boursière, elles sont moins susceptibles de se heurter aux limites d'exposition à un emprunteur déterminé qu'elles ne l'étaient au début des années 1990.

## Conclusion

Les marchés canadiens des titres à revenu fixe sont généralement bien développés et offrent un large éventail d'opérations et de produits. On s'attend à ce que la demande des entreprises sur ces marchés demeure vigoureuse aussi longtemps que les flux de revenus et de consommation des ménages resteront en dollars canadiens et que les administrations publiques maintiendront leurs emprunts en deçà des niveaux observés dans les années 1980 et au début de la décennie suivante.

D'après notre analyse des facteurs en jeu, le pourcentage élevé des titres d'emprunt en dollars américains émis par les sociétés canadiennes pourrait s'expliquer par la masse imposante des fonds disponibles aux États-Unis, le rôle de premier plan que joue le secteur des ressources naturelles au pays et l'expansion transfrontalière des institutions financières canadiennes. Qu'elles aient ou non des flux de trésorerie en dollars É.-U., les entreprises peuvent facilement mobiliser des capitaux sur les marchés américains sans s'exposer au risque de change. L'enquête officieuse que nous avons menée auprès des courtiers canadiens en valeurs mobilières montre en effet que, outre les sociétés qui affichent des encaissements ou des décaissements nets en dollars américains, une très forte proportion d'émetteurs canadiens couvrent leurs passifs libellés en dollars É.-U. sur le marché des swaps. On voit donc que l'intermédiation financière entre prêteurs et emprunteurs peut suivre diverses voies et que le vaste marché américain, facile d'accès et plus liquide que le marché canadien, apporte un complément précieux à celui-ci.

## **Bibliographie**

- Freedman, C., et W. Engert (2003). « L'évolution financière au Canada : tendances passées et défis futurs », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 3-18.
- Miville, M., et A. Bernier (1999). « Le marché des obligations de sociétés au Canada », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-9.
- Murray, J., J. Powell et L.-R. Lafleur (2003). « Le point sur la "dollarisation" du Canada », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 31-36.