

L'évolution financière au Canada : tendances passées et défis futurs

*Charles Freedman, sous-gouverneur,
et Walter Engert, département des Études monétaires et financières**

- *Dans les années 1960 et au début des années 1970, l'évolution du financement au sein de l'économie canadienne a été caractérisée par deux tendances dominantes : la progression de l'endettement des ménages et la diminution de celui des administrations publiques par rapport au PIB. Par ailleurs, au cours de la décennie 1970, la montée de l'inflation et la hausse corollaire des taux d'intérêt nominaux et de l'incertitude ont amené les sociétés non financières à se tourner de plus en plus vers les emprunts bancaires et l'émission de papier à court terme pour combler leurs besoins de financement.*
 - *Du milieu des années 1970 jusqu'au milieu des années 1990, la part du financement assurée par le placement de titres de dette négociables a sensiblement augmenté sous l'influence des déficits publics. Depuis, cependant, la tendance est au déclin des émissions de titres d'État, mais elle a été compensée dans une large mesure par la croissance rapide des émissions d'actions et obligations des sociétés.*
 - *La proportion actuelle des capitaux que les sociétés non financières canadiennes se procurent sur les marchés est sensiblement la même qu'il y a 30 ans.*
 - *Bien que les sociétés canadiennes comptent davantage sur les sources de financement étrangères depuis une dizaine d'années, les chiffres ne donnent pas à penser qu'elles aient récemment déserté les marchés canadiens de capitaux ou délocalisé leurs activités de financement.*
- *L'efficacité du cadre réglementaire et le maintien de finances publiques saines sont indispensables au développement continu des marchés privés de capitaux au Canada. En outre, l'amélioration, observée dernièrement, de la capacité de ces marchés à innover et à évaluer les risques doit se poursuivre.*

Le secteur financier est un puissant facilitateur de la croissance économique. Sa fonction la plus importante consiste à rapprocher les emprunteurs à la recherche de capitaux pour des projets d'investissement prometteurs et les prêteurs ou investisseurs disposant de fonds excédentaires. Ce rôle d'intermédiation remonte à des siècles, mais il a, bien sûr, beaucoup évolué au fil des ans. Les changements les plus marquants touchent le mode de prestation des services, les instruments utilisés et la nature des entités qui offrent ces services¹. Le paysage financier complexe d'aujourd'hui, où se côtoient titres adossés à des actifs, swaps de taux d'intérêt et produits dérivés de crédit, n'a plus grand-chose à voir avec celui des années 1950, par exemple, et encore moins avec celui des périodes antérieures de l'histoire.

*Le paysage financier complexe
d'aujourd'hui n'a plus grand-chose à
voir avec celui des périodes
antérieures de l'histoire.*

* L'article qui suit est la version révisée d'une communication faite à un colloque de l'École Schulich des hautes études commerciales de l'Université York et présentée ensuite au Forum des membres du Programme de recherche sur les services financiers du Conference Board du Canada. Les opinions exprimées dans l'article sont celles des auteurs et ne traduisent pas nécessairement le point de vue de la Banque du Canada. Nous remercions Sophie Lefebvre pour sa précieuse collaboration à la recherche, Jim Armstrong, Clyde Goodlet et Ron Parker pour leurs observations sur les versions préliminaires du texte, ainsi que Ross MacKinnon, Elizabeth Woodman, Zahir Lalani, Sophie Lefebvre et Christian Calmès, qui ont contribué de façon importante à cette étude par le biais de leurs travaux à la Banque. Nous tenons également à remercier Greg Haymes pour son assistance dans l'analyse des données de Statistique Canada utilisées.

1. Voir Freedman et Goodlet (1998 et 2002) pour une analyse de ces changements.

Le présent article traite de l'évolution du crédit et de l'endettement au Canada sur une assez longue période, du point de vue notamment des types d'instruments financiers existants et du rôle respectif des institutions financières et des marchés financiers. Nous y analysons sous divers angles les mutations qu'a connues le processus de transfert des capitaux des prêteurs aux emprunteurs, ce qui nous amène à poser les questions suivantes :

- Comment les sources de financement des emprunteurs — sociétés financières et non financières, ménages et administrations publiques — se sont-elles modifiées avec le temps? Un aspect clé de l'analyse est l'évolution de l'importance relative des institutions financières et des marchés financiers dans le processus d'intermédiation entre prêteurs et emprunteurs.
- Comment les mécanismes permettant aux prêteurs finals de fournir des capitaux aux emprunteurs finals — c'est-à-dire les instruments de financement existants — ont-ils évolué au fil des années?
- Quels nouveaux défis réserve l'avenir? Faut-il s'inquiéter du changement d'attitude des banques à l'égard des prêts aux grandes entreprises? Importe-t-il de savoir si le financement s'opère principalement par l'intermédiaire des marchés, des institutions ou d'une combinaison des marchés et des institutions? Les marchés financiers canadiens sont-ils menacés par l'étendue et la suprématie des marchés financiers américains? Quelles conséquences aurait leur disparition? Le cadre juridique ou réglementaire fait-il obstacle à leur efficacité?

L'article aborde le sujet dans une perspective à long terme, les données étudiées couvrant 30 à 40 ans d'histoire récente². Ce choix nous permet d'envisager dans une optique très large les forces qui façonnent l'environnement financier au Canada et de mieux évaluer certains des défis de taille que doit aujourd'hui relever le secteur financier.

2. Puisqu'aucune des sources de données n'éclaire toutes les questions pertinentes, nous avons eu recours à différentes bases de données statistiques, bien que nous ayons conscience qu'elles présentent certaines incohérences. Les principales sources de données utilisées sont les comptes du bilan national et des flux financiers de Statistique Canada; les données de la Banque du Canada sur le crédit, l'encours des obligations et les émissions nettes par catégorie d'emprunteurs; et les données de la Bourse de Toronto.

Physionomie des emprunts du secteur non financier

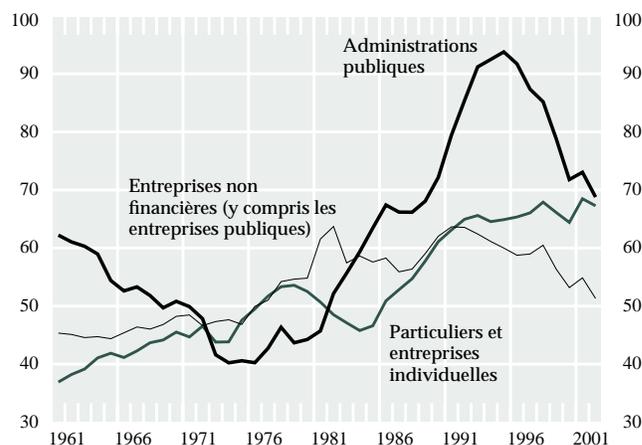
Nous brosserons d'abord un tableau d'ensemble de l'évolution des marchés du crédit depuis 40 ans, définis ici de manière à englober les emprunts hypothécaires et non hypothécaires, le papier à court terme et les obligations, mais pas le capital-actions des sociétés. Les pratiques d'emprunt dans les divers secteurs sont analysées à la lumière des données de Statistique Canada.

Catégories d'emprunteurs

Le Graphique 1 illustre l'encours de la dette du secteur non financier canadien (particuliers et entreprises individuelles, sociétés privées et entreprises publiques non financières, et administrations publiques) en pourcentage du PIB nominal.

Ces données révèlent qu'au cours de la période considérée, l'endettement des particuliers et des entreprises individuelles a crû par rapport au PIB. Si ce rythme de croissance soutenu s'explique en partie par l'évolution du crédit à la consommation, il est davantage imputable à la hausse du crédit hypothécaire. En effet, la part que représente ce dernier dans l'endettement des ménages s'est graduellement accrue pendant presque toute la période. La seule exception est la première moitié des années 1980, où l'endettement hypothécaire a progressé moins vivement que le PIB. Les ménages ont dû modérer leurs emprunts face à la conjoncture difficile de la fin des années 1970 et du début des années 1980, caractérisée par des taux d'intérêt

Graphique 1
Encours de la dette du secteur non financier canadien en pourcentage du PIB



extrêmement élevés, une inflation rapide, une forte récession et un recul marqué du prix des maisons.

La dette des administrations publiques a diminué par rapport au PIB jusqu'au milieu de la décennie 1970, car, à cette époque, celles-ci dégagèrent des excédents budgétaires ou n'accusaient que de légers déficits. Au cours des deux décennies suivantes, les déficits publics se sont considérablement creusés, si bien que le ratio dette publique / PIB a augmenté de plus du double et est passé d'environ 40 % au milieu des années 1970 à plus de 90 % au milieu des années 1990. Ce ratio est redescendu depuis et se situait sous la barre des 70 % en 2002, les administrations publiques ayant retrouvé la voie de l'équilibre budgétaire et même enregistré des excédents.

Après avoir oscillé entre 44 et 49 % dans les années 1960 et durant la première moitié des années 1970, la part de l'encours de la dette des entreprises non financières (entreprises publiques comprises) dans le PIB a fluctué dans une fourchette de 54 à 64 % pendant la majeure partie de la période qui a suivi. L'augmentation de ce ratio tient notamment au fléchissement relatif des émissions d'actions des sociétés privées non financières (c'est-à-dire à la progression du ratio global emprunts / capitaux propres).

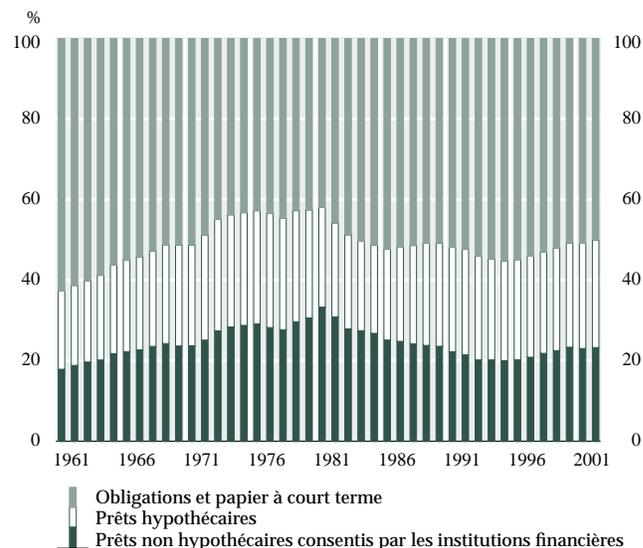
Nature des instruments de financement

Dans le Graphique 2, l'encours de la dette est ventilé selon la nature des instruments utilisés : emprunts hypothécaires et non hypothécaires et titres de dette négociables (papier à court terme et obligations)³. La baisse sensible qu'a accusée la part des titres négociables durant les années 1960 et 1970 coïncide avec une augmentation du recours aux emprunts hypothécaires et non hypothécaires auprès des institutions financières. Cette situation reflète en partie la décroissance des emprunts des administrations publiques, lesquelles se financent habituellement au moyen de l'émission de titres négociables. Elle traduit également la hausse de l'importance relative de l'endettement des ménages, qui s'est accompagnée d'un accroissement des crédits hypothécaires et non hypothécaires octroyés par les institutions financières (comme les ménages ne peuvent se financer par l'émission de titres sur le marché, la quasi-totalité de leurs emprunts doit être contractée auprès des institutions financières).

3. Dans la base de données retenue, les obligations englobent les obligations d'épargne du Canada, qui ne sont pas négociables, mais qui sont très liquides. Les conclusions resteraient les mêmes si celles-ci étaient exclues de l'ensemble des obligations.

Graphique 2

Encours de la dette du secteur non financier canadien, ventilé par instrument



Le troisième grand groupe, celui des sociétés, fait appel tant aux marchés qu'aux institutions financières pour se procurer de l'argent frais. Pendant une bonne partie des années 1970, les entreprises ont nettement accentué leur recours aux emprunts bancaires, surtout en raison de la montée de l'inflation au cours de cette période et de l'augmentation consécutive des taux d'intérêt nominaux. Compte tenu de la vive incertitude qui planait, durant les années 1970, sur l'évolution future de l'inflation et des taux d'intérêt nominaux, les investisseurs et les sociétés emprunteuses hésitaient à s'engager à long terme. Si le taux d'inflation fléchit, le taux d'intérêt réel *ex post* que paie l'émetteur de titres à moyen ou long terme devient prohibitif. Et si, au contraire, l'inflation et les taux d'intérêt nominaux grimpent, le taux réel *ex post* que rapporte le placement à long terme devient négatif. Dans ce contexte, les entreprises ont privilégié les emprunts bancaires pour financer leurs projets⁴, tandis que les investisseurs ont mis l'accent sur les instruments à court terme, dont les dépôts bancaires.

À l'époque, les emprunts bancaires se distinguaient généralement des obligations par leur taux d'intérêt flottant (lié au taux préférentiel). Les obligations négociables étaient en effet assorties d'un taux fixe, établi

4. Cette période a également été marquée par un grand nombre de fusions et d'acquisitions, qui ont fait augmenter la demande globale de financement, en particulier celle de prêts bancaires, de la part des sociétés.

pour une période plus longue. Il n'existait pas, sur le marché canadien, d'obligations à long terme offrant un taux flottant lié au rendement d'un instrument à court terme, qui tend à fluctuer en fonction du taux d'inflation. Aussi les entreprises étaient-elles nombreuses à s'adresser aux banques.

Dans l'ensemble, la part des émissions de titres négociables a sensiblement augmenté au cours des années 1980, aux dépens du crédit non hypothécaire. Son ascension s'explique en partie par l'importance relative accrue des emprunts d'État, qui revêtent essentiellement la forme d'émissions obligataires, comme il a déjà été mentionné. Cette tendance a été accentuée par le ralentissement de la croissance des emprunts des ménages auprès des institutions financières dans la première moitié des années 1980 et la diminution graduelle de la part des emprunts bancaires dans l'endettement des sociétés durant la décennie. Au cours des années 1990, la composition du financement obtenu à l'aide des différents instruments de crédit existants est demeurée assez stable, l'essor des émissions d'obligations et de débentures par les sociétés ayant compensé le recul des émissions de titres d'État et la progression des emprunts des ménages. Ces deux dernières tendances ont eu pour effet d'accroître le rôle des institutions financières par rapport aux marchés.

Il convient de signaler que ces données ont été établies en fonction de la nature du prêteur initial et ne tiennent pas compte des innovations survenues par la suite. Ainsi qu'on le verra, une proportion appréciable des créances hypothécaires et des prêts aux ménages est maintenant titrisée et doit, pour certaines raisons, être comprise dans les titres de dette négociables. Cela dit, le phénomène de la titrisation n'a pas encore atteint une ampleur telle que l'interprétation des grandes tendances décrites ci-dessus en soit faussée⁵.

Les emprunts contractés par le secteur financier

L'examen du Graphique 3 fait ressortir que les entités financières ont accru plus rapidement leur recours aux marchés du crédit que les emprunteurs non financiers canadiens ces dernières années. Cette évolution est due en grande partie à l'émission d'obligations et de papier à court terme par les fournisseurs de titres adossés à des actifs, c'est-à-dire les entités pratiquant la titrisation.

5. La titrisation représente actuellement près de 7 % de l'ensemble des emprunts.

Graphique 3

Part des emprunts des institutions financières dans l'encours de la dette



Le rôle respectif des institutions financières et des marchés financiers à l'échelle internationale

Dans certains pays comme le Japon et l'Allemagne, les prêts bancaires dominent la scène financière. Dans d'autres, dont les États-Unis, le Royaume-Uni et le Canada, les emprunteurs finals font appel tant aux institutions financières qu'aux marchés. Bien sûr, comme on l'a vu, la nature des entités qui contractent le gros des emprunts a une incidence déterminante sur l'instrument utilisé. Les administrations publiques des pays développés ont tendance à recourir aux marchés obligataires pour financer leurs déficits, tandis que les ménages se tournent normalement vers les institutions financières pour obtenir du crédit hypothécaire ou des prêts à la consommation. Les petites entreprises s'adressent aussi aux institutions financières pour combler leurs besoins de capitaux. C'est dans le secteur des grandes entreprises que les habitudes de financement varient le plus entre pays (ce secteur sera étudié de plus près dans la section suivante).

Vers la fin des années 1980, au terme d'une longue période de prospérité économique au Japon et en Allemagne, différents auteurs ont avancé dans divers ouvrages et articles que les modèles allemand et nippon, reposant sur le financement bancaire, étaient supérieurs au modèle anglo-saxon axé sur les marchés, parce qu'ils permettaient de privilégier le long terme et de soutenir les sociétés éprouvant des difficultés temporaires. La situation s'est inversée plus

récemment : les économies américaine et britannique ont affiché de bien meilleurs résultats que leurs homologues allemande et japonaise au cours des années 1990. Certains analystes ont donc fait valoir que les systèmes fondés sur les marchés étaient préférables à ceux qui s'appuient sur l'intermédiation, étant donné qu'ils assurent une répartition impartiale des fonds et ne contribuent pas à renflouer artificiellement les sociétés vouées à la faillite.

Dans un récent document de travail de la Banque du Canada, Dolar et Meh (2002) passent en revue la littérature et concluent que les emprunts bancaires et le financement obtenu sur le marché ne sont pas substituables les uns aux autres mais bien complémentaires. D'après ces deux auteurs, il n'y a pas lieu d'opposer les intermédiaires et les marchés : il faut plutôt créer un environnement propre à optimiser le fonctionnement de ces deux groupes⁶. Parallèlement, l'intérêt accru des chercheurs pour les économies émergentes depuis quelques années est à l'origine de nombreux travaux consacrés aux fondements d'une intermédiation efficace et efficiente, et a donné naissance à un nouveau courant d'idées, qui met l'accent sur l'importance du cadre réglementaire et juridique. Le développement d'un secteur financier propre à favoriser la croissance économique serait tributaire de l'efficacité et de l'efficience du cadre réglementaire, de la solidité de l'environnement juridique et de l'existence de dispositions assurant le respect des obligations contractées.

Gros plan sur les entreprises non financières

Examinons de plus près le comportement des entreprises non financières à partir des données de la Banque du Canada, qui diffèrent quelque peu de celles de Statistique Canada en ce qui concerne le champ d'observation. Les données publiées par la Banque renseignent sur l'encours estimatif du financement accordé par les principaux bailleurs de fonds privés aux entreprises (au nombre desquelles figurent les institutions financières parabancaires et les entreprises publiques), ainsi que sur les émissions de titres des entreprises non financières (dont les entreprises publiques fédérales).

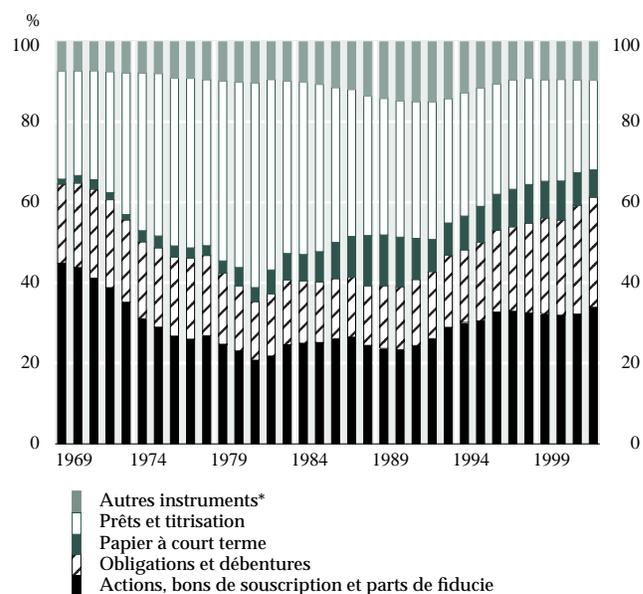
Le Graphique 4 indique la composition du financement externe (capitaux mobilisés auprès des prêteurs et des investisseurs, à l'exclusion des bénéfices non répartis) selon les données de la Banque du Canada.

6. Pour une étude empirique exhaustive de la question, voir Levine (2002), qui conclut dans le même sens.

La part du crédit affiche une tendance à la hausse dans les années 1970, qui s'est inversée durant les décennies 1980 et 1990, ce qui s'accorde avec l'analyse présentée ci-dessus. Le Graphique illustre également l'importance croissante du papier à court terme (acceptations bancaires et papier commercial) au fil des années 1980. Les émissions d'obligations et de débetures, qui représentaient quelque 20 % du financement externe au début de la décennie 1970, n'en constituaient plus que 15 % environ au terme de celle-ci. Elles ont plafonné à ce niveau au cours des années 1980, pour ensuite augmenter graduellement pendant la décennie suivante; elles frôlaient les 27 % à la fin de 2002. Enfin, la part des émissions d'actions est passée de près de 45 % au début de la période à un peu plus de 20 % au début des années 1980, mais elle est récemment remontée et se situe maintenant aux alentours de 34 %.

La proportion des capitaux obtenus sur les marchés (papier à court terme, obligations et actions) par les entreprises non financières avoisinerait donc aujourd'hui ce qu'elle était il y a 30 ans, l'essor que la part du financement provenant des institutions financières a connu durant les années 1970 ayant été suivi d'une contraction équivalente.

Graphique 4
Composition du financement externe des entreprises non financières



* Prêts hypothécaires sur immeubles non résidentiels, titrisation et créances résultant du crédit-bail

La proportion des capitaux obtenus sur les marchés par les entreprises non financières avoisinerait donc aujourd'hui ce qu'elle était il y a 30 ans, l'essor que la part du financement provenant des institutions financières a connu durant les années 1970 ayant été suivi d'une contraction équivalente.

Dans le même ordre d'idées, il y a lieu de signaler le récent changement d'attitude d'un certain nombre de banques canadiennes à l'égard du crédit aux grandes entreprises (Freedman et Goodlet, 2002). En effet, les banques ont annoncé leur intention de réduire leur portefeuille de prêts aux grandes sociétés et de cibler plutôt celles désireuses de leur acheter d'autres services, en particulier des services de banque d'investissement tels que la prise ferme. Dans son édition du 23 octobre 2001, par exemple, le *National Post* relatait que la Banque Royale allait « tailler dans le vif de sa division des prêts aux entreprises. RBC Marchés des capitaux, qui avance des fonds à quelque 1 000 sociétés, se concentrera désormais sur ses 500 «principaux» clients; les autres seront relégués au second plan, et il se peut qu'ils ne voient pas leurs prêts renouvelés lorsque ceux-ci viendront à échéance. » [traduction]

Deux facteurs semblent motiver cette volte-face des banques canadiennes. Le premier est l'augmentation marquée des pertes sur ces prêts au cours des années récentes. Le deuxième est l'apparente difficulté à tarifer correctement les risques. Pour reprendre les paroles d'un cadre supérieur d'une banque commerciale canadienne (*National Post*, 5 avril 2002), le marché des prêts aux entreprises

est un marché où il y a peu de discipline et où les barrières à l'entrée sont à peu près inexistantes. Si les Suisses ne nous concurrencent pas, ce seront les Allemands. Si ce ne sont pas les Allemands, ce seront les Américains. En outre, les banques canadiennes [...] sont loin d'être des enfants de chœur. Elles cherchent constamment à conquérir des parts de marché

[...] Dans les périodes fastes, la rentabilité des prêts aux entreprises peut au mieux être qualifiée de faible. Lorsque les temps sont difficiles, c'est bien pire encore.
[traduction]

Selon cette même source, si les banques prêtent aux grandes sociétés, c'est dans l'espoir de leur vendre d'autres produits (tels que des services de prise ferme et de conseil en matière de fusion et d'acquisition). Comme le mentionne Moody's (2002), le marché des prêts consortiaux représente pour les banques canadiennes la porte d'entrée du marché de la prise ferme. Dans la même veine, la revue *The Economist* (édition du 11 janvier 2003) fait état du retrait progressif des banques américaines du marché des prêts aux entreprises avec lesquelles elles n'entretiennent pas d'autres relations d'affaires. L'on y présente aussi des données (recueillies auprès de la Loan Pricing Corporation) indiquant que les prêts aux entreprises rapportent nettement moins que les autres instruments utilisés par les sociétés pour se procurer de l'argent frais, comme les obligations.

Ce scénario soulève quelques problèmes du point de vue économique. Premièrement, pourquoi s'avère-t-il si difficile de tarifer correctement le risque associé aux prêts consentis aux grandes entreprises? Deuxièmement, et corollairement, l'argument implicite justifiant l'établissement d'un lien entre les activités de banque d'investissement et les activités de prêt est que les secondes rapportent peu (tout en exigeant d'importants capitaux bancaires), contrairement aux premières, de sorte que le rendement des capitaux investis au total dans ces deux types d'activités serait satisfaisant. De fait, certains courtiers indépendants affirment qu'il leur est difficile de concurrencer les filiales de courtage des banques parce qu'ils ne peuvent offrir des lignes de crédit aux entreprises comme le font les banques. Or, si le rendement n'est pas suffisamment élevé pour couvrir le coût des fonds prêtés, pourquoi les marges applicables aux prêts aux entreprises ne s'élargissent-elles pas? De plus fortes marges permettraient aux fournisseurs de services financiers de facturer des honoraires inférieurs aux sociétés qui font appel à leurs services de banque d'investissement, puisqu'ils n'auraient plus à compenser ailleurs leurs piètres résultats dans le secteur des prêts aux entreprises⁷.

7. Selon des observations encore fragmentaires, cette tendance serait déjà amorcée.

Même si le lien entre les deux types d'activités reposait sur des économies de gamme (l'information recueillie sur l'entreprise servant à la fois aux secteurs du prêt et de la prise ferme), l'existence de telles économies expliquerait le fait que les établissements engagés dans les deux pratiquent des tarifs inférieurs, mais elle n'expliquerait pas l'écart de rendement. L'on entend parfois dire que le faible rendement des prêts aux entreprises tient à leur standardisation, qui a permis l'entrée en scène d'une multitude de fournisseurs. Cet argument n'est pas convaincant. La capacité des entreprises d'obtenir des lignes de crédit auprès d'un éventail de fournisseurs de services financiers devrait faciliter le recours à des établissements différents selon les instruments utilisés et compliquer, par ricochet, la tâche des fournisseurs désireux de lier les différents types de services⁸.

Assistons-nous à l'émergence d'un environnement où les grandes entreprises s'adresseront davantage aux marchés qu'aux banques pour financer leurs projets?

Le changement d'attitude des banques soulève d'autres questions. Assistons-nous à l'émergence d'un environnement où les grandes entreprises s'adresseront davantage aux marchés qu'aux banques pour financer leurs projets? En viendront-elles à établir des liens plus étroits avec une seule banque qui répondra à tous leurs besoins financiers (un peu comme cela se fait en Allemagne et au Japon)? Le cas échéant, qu'advient-il des prêts consortiaux? La surconcentration des portefeuilles incitera-t-elle les banques à délaisser encore plus le marché des prêts aux grandes entreprises pour axer leurs efforts sur celui des prêts aux ménages et aux PME? Quelles seront les conséquences macroéconomiques de tels changements?

8. Une autre explication possible est que les emprunteurs préfèrent recourir à un seul fournisseur de services financiers capable de combler à lui seul tous leurs besoins en matière de prêts et de services de banque d'investissement. Toutefois, cette explication ne règle pas non plus le problème de la tarification des différents éléments qui entrent dans la relation de financement.

Les prêts consortiaux, la titrisation et les produits dérivés de crédit

Il n'y a pas si longtemps, les emprunts étaient contractés soit sur les marchés (par l'émission d'obligations et de papier à court terme), soit auprès d'institutions financières (sous forme d'emprunts, hypothécaires ou non), et la distinction entre les deux était tout à fait nette. Les banques et les autres institutions financières avaient donc pour pratique de conserver à leur bilan jusqu'à l'échéance les prêts qu'elles consentaient. L'opération de prêt comportait trois volets jugés inséparables : l'approbation du prêt, le versement des fonds et le risque de crédit. Depuis un certain nombre d'années, l'ingénierie financière permet de dissocier ces trois éléments de diverses façons. Dans le cas par exemple des prêts consortiaux et de la titrisation, l'instrument de prêt s'apparente à une obligation négociable. Aux deux grandes catégories d'emprunts (émissions de titres sur les marchés et financement accordé par les institutions financières) s'est ainsi greffée une troisième : celle des instruments hybrides, qui comprend les prêts consortiaux et les actifs titrisés et se situe à mi-chemin entre les prêts classiques et les émissions de type obligataire.

Les prêts consortiaux

Dans un montage de type consorsial, la banque initiatrice vend la plus grande part d'un engagement de prêt aux autres membres du consortium. Elle perçoit des honoraires en sa qualité de chef de file, mais elle ne fournit qu'une proportion (parfois modeste) du financement et assume une part correspondante des risques de perte. Grâce à cette formule, le chef de file peut éviter une concentration excessive de son portefeuille de prêts (c'est-à-dire une diversification insuffisante) même si elle monte des opérations dont l'importance peut être considérable par rapport à ses capitaux propres. Les prêts consortiaux d'envergure comportent souvent des tranches multiples, ayant chacune leurs propres modalités et caractéristiques. L'on destine habituellement les tranches dont les échéances sont les plus courtes aux clients traditionnels de la banque et les tranches dont les échéances sont plus longues aux investisseurs institutionnels recherchant des placements à long terme, comme les sociétés d'assurance et les fonds de placement. Les marchés secondaires permettent aux participants de moduler leur exposition au risque en vendant ou en achetant des parts des prêts après la formation du consortium initial⁹.

9. Pour une analyse plus approfondie des prêts consortiaux, voir Armstrong (2003).

C'est aux États-Unis que les prêts consortiaux revêtent leur forme la plus évoluée. Au Canada, qui ne compte qu'un petit nombre de grandes banques, les consortiums de prêt continuent de ressembler davantage à des « clubs ». Lorsqu'une grande société sollicite un emprunt, la banque chef de file, qui ne veut pas inclure la totalité du prêt dans son portefeuille en raison de l'importance du risque auquel elle s'exposerait par rapport à ses capitaux propres, invite les autres grandes banques canadiennes, ou seulement certaines d'entre elles, à participer à l'opération. Le prêt consorcial comporte habituellement une tranche renouvelable après un an et une autre tranche venant à échéance à une date plus éloignée. Contrairement aux États-Unis, le Canada n'a pas de marché secondaire liquide permettant de modifier facilement le degré d'exposition au risque après la transaction initiale.

Au Canada, une proportion appréciable des « prêts aux entreprises » — c'est-à-dire des concours octroyés aux grandes sociétés —, émane de consortiums bancaires. En revanche, les prêts commerciaux ou les prêts d'envergure moyenne sont habituellement inscrits au bilan de la banque prêteuse, en partie parce que leur taille plus modeste ne soulève pas d'inquiétude chez celle-ci quant à l'ampleur des risques courus par rapport à ses capitaux propres.

La titrisation

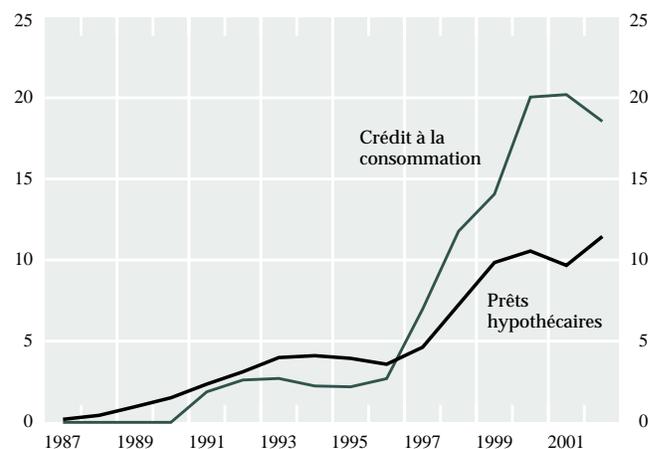
La titrisation — c'est-à-dire le regroupement de prêts et l'émission d'un titre ou d'une série de titres conférant aux acheteurs un droit sur l'ensemble des prêts titrisés — a vu le jour aux États-Unis dans le secteur hypothécaire et s'est étendue depuis aux créances sur cartes de crédit, aux créances clients, aux autres prêts contractés par les ménages ainsi qu'aux prêts aux petites entreprises. Le processus de titrisation fait aussi intervenir en général une forme quelconque de rehaussement de crédit par l'initiateur du prêt ou par des tiers, ce qui réduit le risque de crédit pour les acheteurs de l'actif. Par exemple, les prêts hypothécaires sous-jacents peuvent être garantis par un organisme public ou être assurés contre le défaut de paiement par une société d'assurance. Dans le cas de certains instruments, les prêts sont subdivisés en tranches assorties d'un risque variable, et les acheteurs peuvent choisir les tranches qui correspondent au profil recherché en matière de risque et de rendement. Le Graphique 5 montre l'évolution du pourcentage du crédit hypothécaire (composé essentiellement de prêts à l'habitation) titrisé au Canada, lequel a augmenté

graduellement et dépasse aujourd'hui 11 %, ainsi que le pourcentage du crédit à la consommation titrisé, qui a grimpé plus rapidement au cours des dernières années pour atteindre près de 20 %. Aux États-Unis, environ 50 % des prêts hypothécaires à l'habitation et 35 % du crédit à la consommation sont maintenant titrisés. La titrisation des autres prêts paraît beaucoup moins répandue au Canada; elle touchait en effet moins de 7 % du total des prêts à la fin de 2002 (selon les données de Statistique Canada).

L'asymétrie des échéances des prêts hypothécaires et la façon dont ils sont financés expliquent les différences observées de part et d'autre de la frontière. Dans les années 1970, les caisses d'épargne et de crédit et les banques mutuelles d'épargne étaient les principaux prêteurs hypothécaires sur le marché résidentiel américain. À l'actif de leur bilan, elles détenaient des prêts hypothécaires venant à échéance dans 25 à 30 ans, qu'elles finançaient au moyen de dépôts assortis d'une échéance bien plus rapprochée. Tant que les taux d'intérêt sont demeurés relativement stables, ce mode de fonctionnement a donné d'assez bons résultats et les institutions ont bénéficié de l'écart entre le taux des prêts à long terme et celui des dépôts à court terme.

La poussée inflationniste amorcée dans la seconde moitié des années 1960 et qui a sévi tout au long des années 1970 a toutefois entraîné une forte accentuation de la volatilité des taux d'intérêt. Comme les taux

Graphique 5
Prêts titrisés en pourcentage de l'ensemble des prêts correspondants



applicables aux dépôts étaient plafonnés aux États-Unis, le financement de ces institutions est devenu difficile lorsque les taux d'intérêt ont grimpé et le crédit s'est trouvé rationné. En raison de l'asymétrie des échéances dans les registres de ces prêteurs hypothécaires spécialisés, la suppression des plafonds s'est traduite par des pertes sur prêts, puis finalement par une vive contraction du secteur de l'épargne et du crédit¹⁰. La titrisation des prêts hypothécaires a eu pour effet de substituer aux dépôts à court terme une source de financement à plus long terme, constituée de placements de longue durée dans des titres adossés à des créances hypothécaires; elle a ainsi permis la résorption presque complète de l'asymétrie des échéances qui était à l'origine des problèmes auxquels faisait face le secteur de l'épargne et du crédit.

Pourquoi la même chose ne s'est-elle pas produite au Canada? Parce qu'en raison de modifications apportées au cadre juridique, de la plus forte aversion des institutions financières canadiennes pour le risque et, peut-être aussi, par le fruit du hasard, celles-ci ont cessé, à la fin des années 1960, de fixer pour des périodes de 25 ou 30 ans le taux des prêts hypothécaires et opté pour des taux renégociables tous les cinq ans (ou moins). Autre facteur d'importance cruciale, les sociétés de fiducie et les banques, qui étaient les principaux prêteurs hypothécaires sur le marché résidentiel, avaient la possibilité de financer les prêts dont elles avaient fixé le taux pour une durée de cinq ans au moyen de dépôts assortis de cette échéance. Elles ont par la suite offert un éventail complet d'échéances, allant du court terme (y compris des taux flottants) jusqu'à cinq ans (et même sept et dix ans), mais elles étaient en mesure de faire correspondre l'échéance de leurs dépôts ou autres engagements à celle de leurs actifs. Les institutions financières canadiennes étaient ainsi protégées contre le risque à terme et pouvaient tirer un bénéfice raisonnable de l'écart entre les taux des prêts et ceux des dépôts. Il ne faut pas s'étonner par conséquent que le marché de la titrisation des créances hypothécaires ne se soit pas développé de la même façon au Canada et aux États-Unis.

10. Pour brosser un historique complet de ce secteur, il faudrait également prendre en considération le fait qu'en dépit des pertes essuyées, ces institutions ont pu poursuivre leurs activités grâce à l'assurance-dépôts et à la tolérance des autorités de surveillance à leur endroit, et tenir compte de l'élargissement de l'éventail des activités auxquelles la réglementation leur donnait accès.

Un marché de taille beaucoup plus modeste, toutes proportions gardées, a tout de même pris forme au Canada dans les années 1990, pour deux raisons très différentes de celles qui expliquent l'essor du marché américain de la titrisation des créances hypothécaires. Premièrement, compte tenu de l'importance accrue accordée aux capitaux propres, les banques ont cherché à limiter la croissance de leurs besoins en capitaux en retirant de leur bilan certains de leurs actifs. La titrisation d'une partie de leur portefeuille hypothécaire leur a permis de ralentir l'augmentation des actifs à l'égard desquels elles doivent détenir des fonds propres. Deuxièmement, face à la popularité grandissante des fonds communs de placement, les institutions financières de dépôt ont éprouvé davantage de difficulté à attirer des dépôts à terme pour financer les prêts hypothécaires de cinq ans. Elles pouvaient se tourner vers les swaps de taux d'intérêt ou encore vers le marché de gros pour emprunter durant cinq ans les fonds nécessaires, mais elles ont dans certains cas jugé plus avantageux de titriser leurs créances hypothécaires (et de toucher les commissions afférentes) que de les conserver dans leur portefeuille.

Les produits dérivés de crédit

Si les prêts consortiaux et la titrisation demeurent des options intéressantes pour les banques qui souhaitent limiter et diversifier leurs risques de crédit, de nouveaux instruments issus de l'ingénierie financière, les « produits dérivés de crédit », ont gagné en importance ces dernières années¹¹. Ces instruments permettent à la banque de garder le prêt au bilan tout en cédant, en partie ou en totalité, le risque de crédit qui y est associé à une autre entité disposée à assumer ce risque contre rémunération. Si l'incident de crédit précisé dans le contrat survient, le vendeur du produit dérivé (c'est-à-dire l'entité qui fournit la protection) dédommage l'acheteur de la perte que ce dernier a subie. Si, par exemple, la banque qui accorde un prêt achète une protection contre le risque de faillite d'un emprunteur, elle est couverte contre toute perte qui découlerait d'une faillite de ce dernier. Le produit dérivé de crédit a sur le prêt consortial un avantage important : l'emprunteur ignore en effet que la banque avec laquelle il fait affaire a choisi de limiter le risque de crédit auquel elle s'expose.

11. Pour une analyse plus approfondie des produits dérivés de crédit, voir Kiff et Morrow (2000).

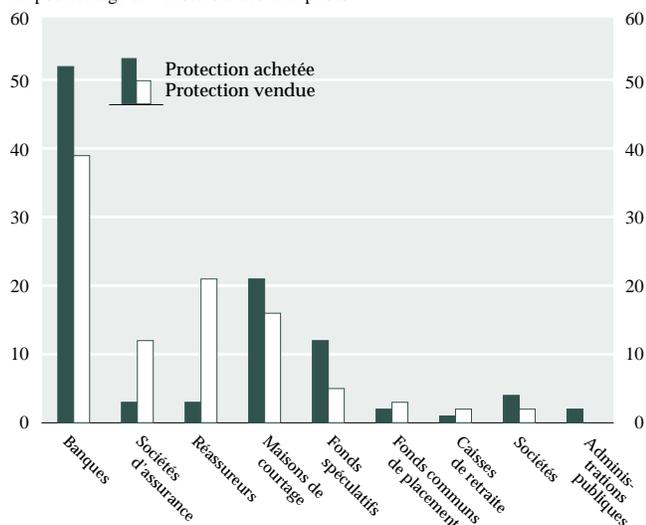
Si les prêts consortiaux et la titrisation demeurent des options intéressantes pour les banques qui souhaitent limiter et diversifier leurs risques de crédit, de nouveaux instruments issus de l'ingénierie financière, les « produits dérivés de crédit », ont gagné en importance ces dernières années.

Bien que les banques soient des acheteurs naturels de produits dérivés de crédit (c.-à-d. des acheteurs de protection contre le risque de crédit), il leur arrive également de vendre de tels produits (de vendre une protection). Elles parviennent ainsi à mieux diversifier leurs risques de crédit à l'égard des entreprises qu'elles ne pourraient le faire simplement à l'aide de leur portefeuille de prêts. Les résultats d'un sondage effectué par la British Bankers' Association auprès des institutions financières, qui sont présentés au Graphique 6, indiquent que les banques, les maisons

Graphique 6
Ventilation des opérateurs des marchés de produits dérivés de crédit

Protection achetée et vendue

En pourcentage de l'ensemble des entreprises



Source : British Bankers' Association (septembre 2002)

de courtage et les fonds spéculatifs sont des acheteurs nets de protection contre le risque de crédit, tandis que les compagnies d'assurance et de réassurance en sont des vendeurs nets.

Les produits dérivés de crédit se sont accrus rapidement, mais leur encours demeure très modeste par rapport aux autres instruments dérivés. Ils ne jouent pas encore un rôle majeur sur les marchés de prêts au Canada, du fait peut-être que les banques canadiennes sont en mesure, étant donné leur taille, de diversifier le risque de crédit à leur bilan de manière beaucoup plus efficace que les banques plus petites, et aussi en raison du recours à la formation de consortiums pour diluer le risque. Certaines banques canadiennes sont néanmoins présentes sur les marchés américains de produits dérivés de crédit.

Marchés obligataires et boursiers : la délocalisation des marchés canadiens de capitaux a-t-elle commencé?

Au fur et à mesure que les économies se mondialisent, certains observateurs s'interrogent sur l'avenir des marchés obligataires et boursiers des pays situés en périphérie. 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 les marchés plus liquides, plus résilients et plus profonds des principales économies? Dans le cas du Canada, nous savons que les sociétés empruntent de fortes sommes d'argent sur les marchés obligataires des États-Unis et qu'un nombre appréciable de nos grandes sociétés 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?

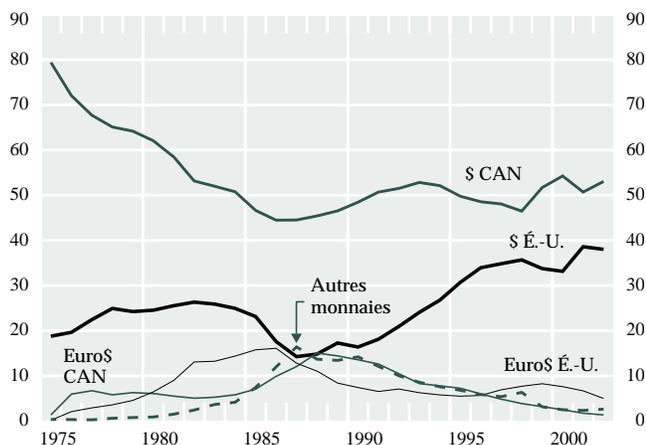
Les marchés obligataires

Pour répondre à ces questions, il est utile d'examiner les habitudes d'emprunt des sociétés canadiennes au cours des 25 dernières années. Pour ce faire, nous utiliserons des données de la Banque du Canada qui ventilent les émissions d'obligations de sociétés selon la monnaie dans laquelle les titres sont libellés et le pays d'émission.

Le Graphique 7 montre la répartition en pourcentage de l'encours des obligations émises par les sociétés

Graphique 7

Répartition en pourcentage de l'encours des obligations émises par les sociétés canadiennes



financières et non financières (dont les entreprises publiques), y compris celles émises dans le cadre d'opérations de titrisation¹². Durant la première décennie (1975-1985) de la période étudiée, une part décroissante, mais toujours bien supérieure à la moitié, de l'encours était libellée en dollars canadiens et placée au Canada. Depuis le milieu des années 1980, ce ratio s'est maintenu aux alentours de 50 %. Les émissions libellées en eurodollars canadiens, en eurodollars É.-U. et dans d'autres monnaies ont toutes augmenté durant les années 1980, pour ensuite retomber dans les années 1990¹³. Parallèlement, l'encours des obligations libellées en dollars É.-U. et placées sur les marchés américains a progressé au cours des années 1990 et occupé le champ laissé libre par le recul des émissions libellées en eurodevises.

Le Graphique 8 réunit les émissions en dollars canadiens et en eurodollars canadiens et fait de même pour les émissions en dollars É.-U. et en eurodollars É.-U. On constate que les émissions totales en dollars canadiens ont accusé une baisse très graduelle durant la majeure partie des années 1990, tandis que celles en dollars É.-U. se sont inscrites en hausse au cours de cette période. Toutefois, si l'on songe que la déprécia-

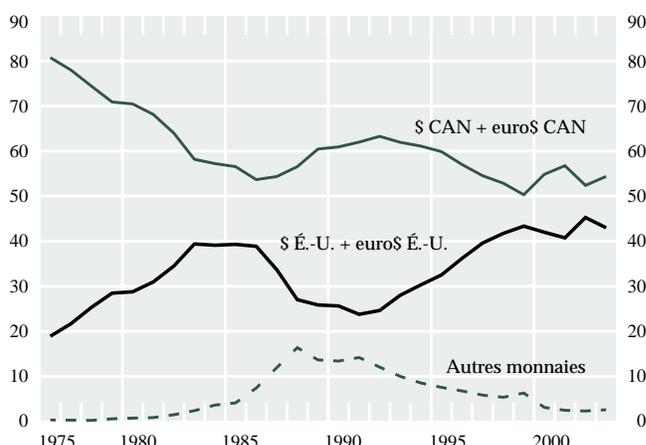
12. Le fait d'exclure de ces données les titres adossés à des actifs ne modifie pas de façon sensible les conclusions exprimées ici.

13. Les titres en eurodollars canadiens sont des émissions libellées en dollars canadiens et placées à l'extérieur du Canada; les titres en eurodollars É.-U. sont des émissions libellées en dollars É.-U. et placées à l'extérieur des États-Unis.

Graphique 8

Répartition en pourcentage de l'encours des obligations émises par les sociétés canadiennes

Sans égard au placement



tion du dollar canadien a fait gonfler la valeur des titres en monnaies étrangères durant la période, le fait que la part des émissions en dollars canadiens soit demeurée à peu près constante mérite d'être noté.

Il convient de souligner aussi que les émissions d'obligations de sociétés financières et non financières se sont accrues très rapidement sur tous les marchés dans les années 1990, tout comme la proportion de ces émissions libellées en dollars canadiens. 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 survenu pendant 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, durant laquelle la dette du gouvernement fédéral libellée en dollars canadiens a diminué en valeur absolue, les administrations publiques provinciales ont délaissé graduellement les emprunts en monnaies étrangères au profit de l'émission de titres en dollars canadiens, et la valeur des titres de créance à terme émis dans le cadre de titrisations a fortement progressé. Résultat : entre 1996 et 2001, la dette en dollars canadiens hors

emprunts du gouvernement fédéral a bondi de 55 %, alors que le total de la dette libellée en dollars canadiens (c'est-à-dire emprunts du gouvernement fédéral compris) a crû de 28 %, soit une hausse semblable à celle du PIB nominal. Les autres émetteurs n'ont donc pas tardé à occuper le terrain laissé vacant par le gouvernement fédéral.

L'analyse du montant net des nouvelles émissions durant la période (Graphique 9) 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.

Pourquoi les sociétés canadiennes choisissent-elles d'emprunter sur les marchés étrangers? Plusieurs facteurs peuvent expliquer leur comportement, encore que nous disposions de peu de résultats empiriques sur l'importance relative de chacun. Premièrement, l'envergure des émissions joue à l'évidence un rôle dans ce choix; leur taille moyenne est nettement plus grande sur le marché plus profond des États-Unis que sur le marché canadien. Les sociétés qui tentent de mobiliser des capitaux considérables sur le marché obligataire sont donc plus susceptibles d'émettre leurs titres au sud de la frontière. En 2001, par exemple, la taille moyenne des émissions en dollars É.-U. d'entreprises canadiennes était plus de trois fois supérieure à celle des émissions en dollars canadiens. Deuxième-

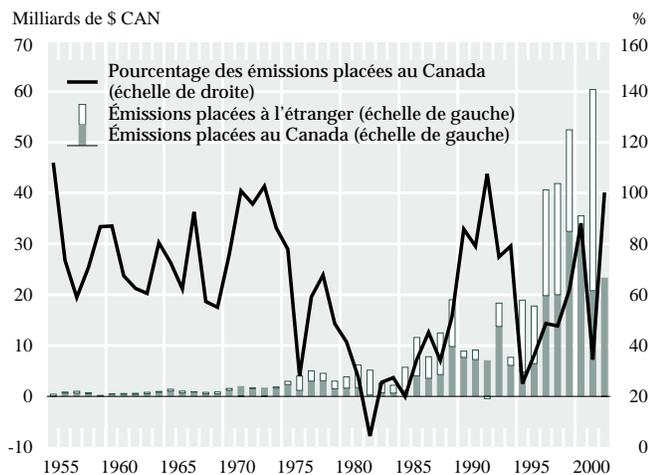
ment, le marché américain offre des échéances plus longues.

Un troisième facteur pourrait être 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 entreprises 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.

Un quatrième facteur est le rôle grandissant que joue le marché des titres à rendement élevé dans le financement des sociétés de haute technologie et de télécommunications, des jeunes entreprises et des autres sociétés dont la cote de crédit est basse. Or, le marché canadien des titres à rendement élevé en est à ses balbutiements : il ne compte qu'un nombre limité d'émetteurs et l'encours des titres y est faible. Après des débuts timides, la part que ce marché représente dans les émissions obligataires totales des entreprises a atteint un sommet de 6-7 % en 1997. Le marché s'est replié l'année suivante, sous l'effet des retombées de la crise financière asiatique, de la défaillance de la Russie et du quasi-effondrement du fonds spéculatif Long-Term Capital Management (LTCM). Depuis, le pourcentage des émissions d'obligations de sociétés qui est placé au Canada par l'entremise de ce marché ne dépasse pas 3 % par année. Les emprunteurs canadiens qui optent pour ce genre d'instrument comblent donc presque tous leurs besoins de financement dans le pays voisin, où le marché des titres spéculatifs est plus profond et plus liquide¹⁴. Depuis quelques années, les obligations en dollars É.-U. émises par les sociétés canadiennes sont constituées à hauteur de 40 à 50 % de titres à rendement élevé.

Enfin, lorsque le gouvernement fédéral émettait de forts volumes d'obligations sur le marché canadien, les autres émetteurs s'en trouvaient évincés; ils se tournaient alors vers les marchés obligataires étrangers, et plus particulièrement vers le marché américain.

Graphique 9
Nouvelles émissions nettes d'obligations des sociétés



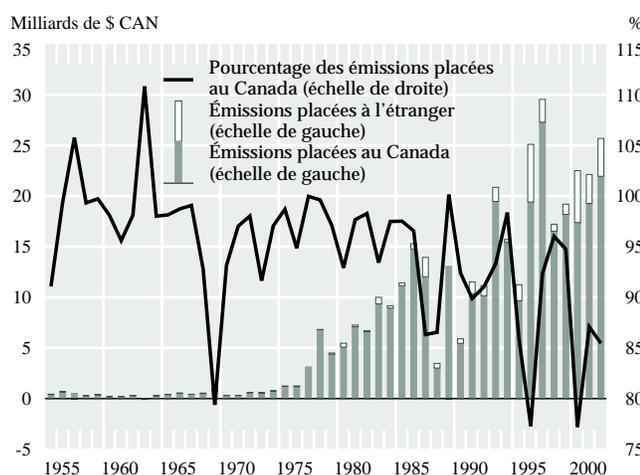
14. Les investisseurs canadiens qui souhaitent acquérir des titres à rendement élevé ont également tendance à s'adresser au marché américain, qui offre un plus grand potentiel de diversification que le marché canadien, plus étroit.

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 quelque 12 % en moyenne durant les cinq dernières années (Graphique 10).

Aussi, bien que la proportion des nouvelles émissions nettes d'actions hors du pays ait eu tendance à augmenter récemment, la grande majorité de ces émissions est encore placée au Canada¹⁵.

Graphique 10
Nouvelles émissions nettes d'actions des sociétés



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. 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, puisqu'il est passé de 12 % environ au milieu des années 1980 à quelque 15 % récemment (Graphique 11)¹⁶.

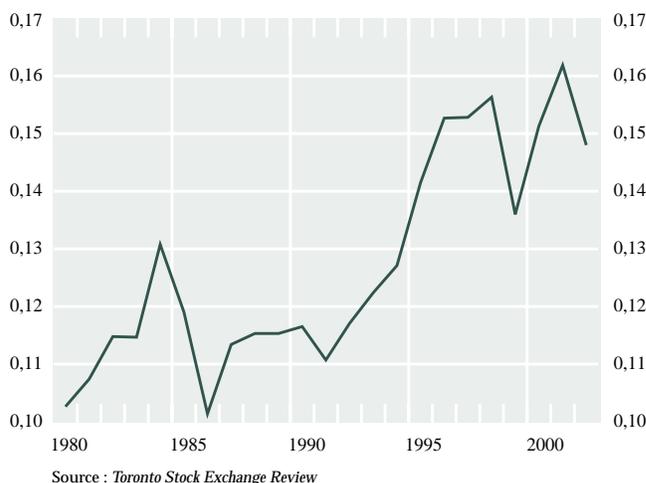
Bien qu'en chiffres absolus, les opérations sur les titres intercotés qui sont effectuées à des bourses américaines aient aussi connu une hausse, tant en valeur

15. Bien que ces données englobent les titres de fiducies de placement, l'exclusion de ceux-ci ne modifierait pas sensiblement les conclusions exposées ici.

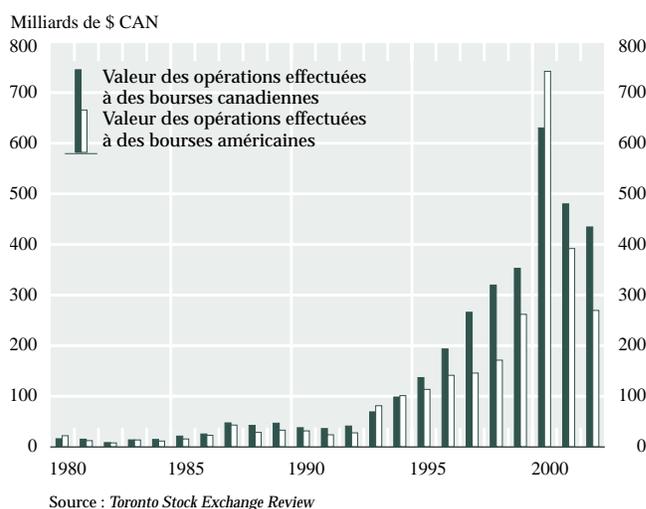
16. Mesuré à l'aune de la capitalisation boursière, le pourcentage serait probablement plus élevé.

Graphique 11
Proportion des actions intercotées, de 1980 à 2002

Ratio du nombre de sociétés canadiennes cotées également à des bourses américaines au nombre de sociétés inscrites à la Bourse de Toronto



Graphique 12
Valeur des opérations effectuées sur les actions de sociétés canadiennes intercotées, de 1980 à 2002

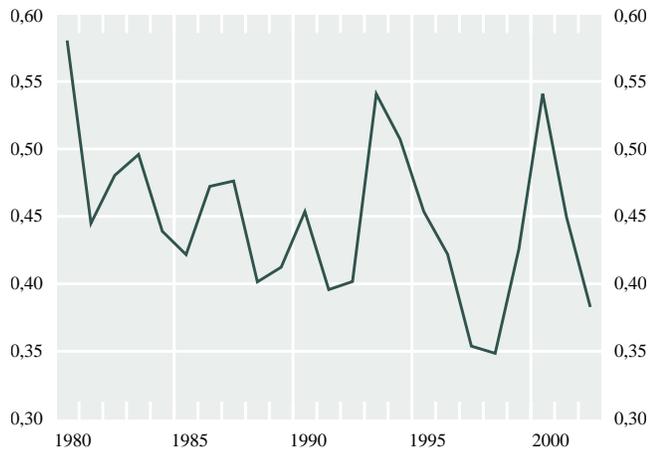


qu'en volume (Graphique 12), la part des bourses américaines dans la valeur de ces titres est restée relativement stable depuis le milieu des années 1980, oscillant depuis plusieurs années entre 40 et 50 % (Graphique 13). Enfin, le nombre de sociétés canadiennes inscrites exclusivement à des bourses américaines a diminué de façon constante du milieu des années 1990 jusqu'en 2002 (Graphique 14).

Graphique 13

Part des bourses américaines dans la valeur des opérations portant sur les actions de sociétés canadiennes intercotées, de 1980 à 2002

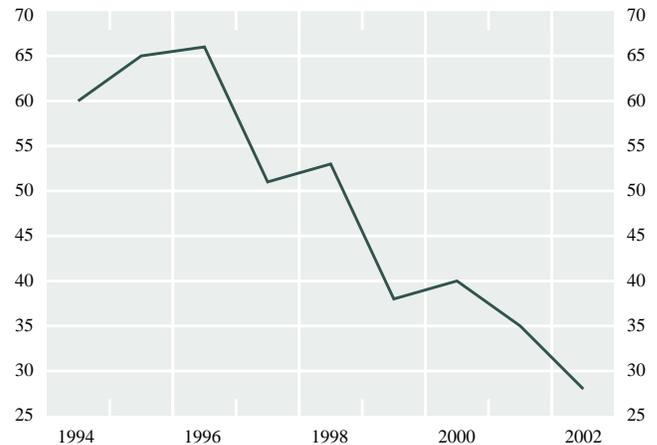
Ratio de la valeur des opérations effectuées à des bourses américaines à la valeur totale des transactions



Source : Toronto Stock Exchange Review

Graphique 14

Nombre de sociétés canadiennes inscrites exclusivement à des bourses américaines*, de 1994 à 2002



* Bourse de New York, Nasdaq – marché national, Nasdaq – sociétés à faible capitalisation, Nasdaq – Amex
Source : Toronto Stock Exchange Review

Les marchés canadiens se sont-ils délocalisés?

Les principales conclusions qui se dégagent de cette analyse des émissions des sociétés canadiennes sur les marchés obligataires et boursiers sont les suivantes :

- Les sociétés ont largement fait appel aux marchés étrangers des titres à revenu fixe depuis le début des années 1980.
- La part des émissions obligataires de sociétés libellées en dollars canadiens (et placées au Canada) est cependant demeurée relativement stable depuis une quinzaine d'années, représentant environ la moitié du total.
- Bien que les émetteurs canadiens d'actions 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.
- En somme, bien que les sociétés canadiennes fassent un peu plus souvent appel aux 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. Cela dit, d'autres observateurs tirent des conclusions plus pessimistes et s'inquiètent de l'avenir de nos marchés.

Les chiffres présentés ici ne donnent pas à penser que les entreprises canadiennes aient déserté les marchés intérieurs de capitaux ou délocalisé leurs activités de financement.

Quels facteurs sont susceptibles d'influer sur les choix futurs des sociétés canadiennes quant à la provenance géographique de leur financement? En premier lieu, comme on l'a vu précédemment, les marchés américains de capitaux sont plus profonds et plus liquides, ce qui pourrait permettre à certaines entreprises canadiennes de s'y financer à meilleur marché (et attirer également les investisseurs canadiens). En deuxième lieu, la diversité des instruments servant à la couverture du risque de crédit facilite le montage et le placement à l'étranger des opérations plus risquées.

En troisième lieu, il se peut que la réglementation des marchés financiers canadiens soit moins efficace qu'elle pourrait l'être et entrave l'activité sur les marchés de capitaux au Canada. 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 publics¹⁷. C'est pourquoi les autorités fédérales et provinciales et les acteurs du marché s'emploient à améliorer l'efficacité et l'efficacités des marchés financiers canadiens et à faciliter ainsi le financement au pays des entreprises canadiennes.

En quatrième lieu, un facteur qui continuera de revêtir de l'importance en ce qui a trait à la capacité des entreprises de se financer sur les marchés canadiens sera la place plus ou moins grande qu'y occuperont les émissions nettes de titres par les administrations publiques au Canada, selon que celles-ci équilibreront ou non leurs budgets (ou n'enregistreront que de légers déficits).

Enfin, sur un plan plus théorique, aussi longtemps que les résidents canadiens souhaiteront détenir des avoirs en dollars canadiens — et rien ne laisse croire qu'ils cesseront de le faire dans un avenir prévisible —, il existera une demande pour ces avoirs. Les administrations publiques et les entreprises canadiennes auront donc avantage à continuer d'émettre des titres en dollars canadiens, dont des obligations et des actions. Nous nous attendons par conséquent à ce que les marchés canadiens de capitaux perdurent et croissent.

17. Harris (2002) et MacKay (2002) font un tour d'horizon de la question et donnent un aperçu des modèles existants en matière de réglementation.

Que peut-on faire pour aider les marchés canadiens à prospérer?

- Le cadre de réglementation doit devenir plus efficace.
- Les administrations publiques du Canada doivent maintenir leur discipline budgétaire; de même que les importants déficits des décennies passées avaient pour effet d'évincer du marché les entreprises, l'assainissement des comptes publics encouragera celles-ci à participer davantage aux marchés de capitaux dans l'avenir.
- L'amélioration, observée dernièrement, de la capacité des marchés canadiens de capitaux à innover et à évaluer les risques doit se poursuivre.

Ouvrages et articles cités

- Armstrong, J. (2003). « The Syndicated Loan Market: Developments in the North American Context », document de travail n° 2003-15, Banque du Canada.
- DeCloet, D. (2002). « Canadian Banks Will Likely Never Be in the Big Leagues », *National Post*, 5 avril.
- Dolar, V., et C. Meh (2002). « Financial Structure and Economic Growth: A Non-Technical Survey », document de travail n° 2002-24, Banque du Canada.
- Economist, The* (2003). « Loss Leaders », 11 janvier.
- Freedman, C., et C. Goodlet (1998). *The Financial Services Sector: Past Changes and Future Prospects*, Rapport technique n° 82, Ottawa, Banque du Canada.
- (2002). *The Financial Services Sector: An Update on Recent Developments*, Rapport technique n° 91, Ottawa, Banque du Canada.
- Harris, A. D. (2002). « Symposium sur la réglementation des valeurs mobilières au Canada : harmonisation ou nationalisation? », Toronto, Capital Markets Institute, Université de Toronto.
- Kalawsky, K., et D. DeCloet (2001). « Royal to Cut Staff, Sell Assets », *National Post*, 23 octobre.
- Kiff, J., et R. Morrow (2000). « Les produits dérivés de crédit », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-12.
- Levine, R. (2002). « Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? », document

de travail n° 9138, National Bureau of Economic Research.

MacKay, H. (2002). Rapport remis au ministre des Finances concernant la réglementation des valeurs mobilières au Canada, Ottawa, ministère des Finances. Document accessible à l'adresse <<http://www.fin.gc.ca>>.

Moody's Investors Service (2002). *Canadian Banks and the Global Loan Syndication Business: Special Comment*, New York, Moody's Investor Service Inc.