

Le marché des obligations de sociétés au Canada

Martin Miville et André Bernier, département des Marchés financiers

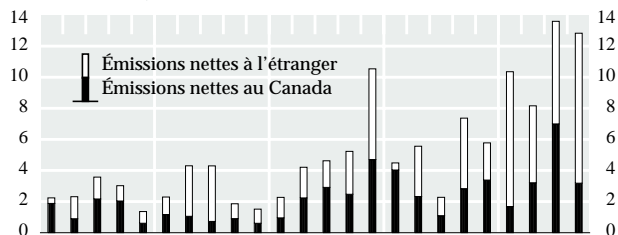
- *Le marché canadien des obligations de sociétés est plus actif depuis quelques années, à la faveur du faible taux d'inflation, de la diminution des emprunts du secteur public et du bas niveau des taux d'intérêt à long terme.*
- *En 1998, les émissions nettes d'obligations de sociétés au Canada ont dépassé les émissions de titres à long terme des diverses administrations publiques, et ce, pour la première fois depuis 1973.*
- *Cette activité accrue s'est accompagnée de l'apparition de nouveaux produits et d'un intérêt plus marqué des investisseurs envers les instruments offrant un rendement supérieur attribuable au risque de crédit plus élevé qu'ils présentent.*
- *Alors que les écarts liés à la qualité du crédit des emprunteurs semblent culminer quand l'activité économique est faible, les fluctuations à plus court terme reflètent souvent la préférence des investisseurs pour les titres très liquides.*
- *Le dynamisme accru du marché canadien des obligations de sociétés est un élément favorable, car ce marché offre une autre source de financement aux sociétés emprunteuses, en particulier celles qui dépendent en général du crédit bancaire et du marché obligataire américain.*

Le marché des obligations de sociétés joue un rôle important dans le rapprochement de l'épargne et de l'investissement, permettant aux emprunteurs d'émettre des titres négociables pour financer leurs investissements ou leurs dépenses d'exploitation générales¹. Au Canada, ce marché s'était tari au cours des années 1970 et au début de la décennie suivante, une inflation élevée et la volatilité des taux d'intérêt qui en découlait ayant amené les investisseurs à se détourner des titres d'emprunt à long terme à taux fixe, tandis que la récession de 1981-1982 avait fait se contracter les besoins de financement à long terme des entreprises (voir Graphiques 1 et 2). Le recul de l'inflation et des taux d'intérêt qui s'est amorcé vers le milieu des

Graphique 1

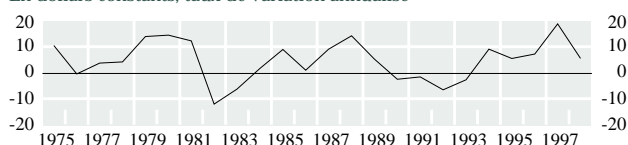
Émissions nettes d'obligations des sociétés non financières

Valeur nominale, en milliards de dollars



Investissements non résidentiels

En dollars constants, taux de variation annualisé

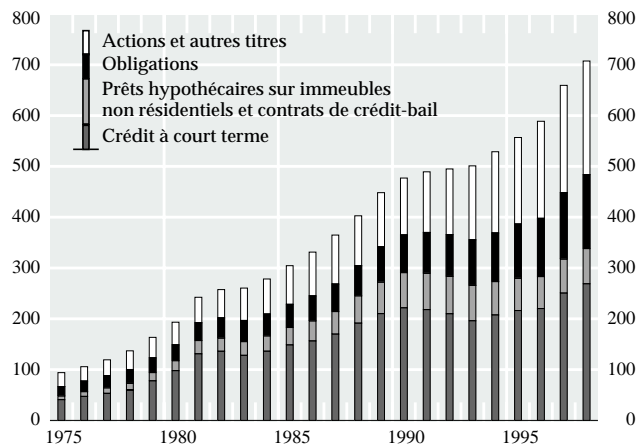


1. Le terme « obligation » désigne ici, de façon générique, les titres d'emprunt assortis d'une échéance de plus d'un an.

Graphique 2

Ensemble du crédit aux entreprises

En milliards de dollars



années 1980 s'est traduit par un regain d'activité sur ce marché : les emprunteurs ont alors cherché à devenir moins dépendants des financements à court terme, qui les exposaient à de fortes hausses imprévues des taux à court terme. Ce marché a également bénéficié, au cours de cette période, de l'amélioration des perspectives économiques du Canada, qui a alimenté la reprise des investissements non résidentiels et, partant, des émissions d'obligations par les sociétés.

Le marché a continué de croître depuis, l'assainissement des finances publiques au Canada contribuant à un rétrécissement appréciable de l'écart entre les taux d'intérêt canadiens et américains. En outre, le marché des obligations de sociétés a profité du changement de composition des avoirs financiers des Canadiens; ces derniers ont en effet transféré leur épargne des comptes de dépôt aux fonds communs de placement, lesquels sont de gros détenteurs d'obligations de sociétés. On a noté une brève exception à cette tendance après la récession de 1990-1991, la chute des investissements non résidentiels ayant alors entraîné une baisse temporaire des besoins de financement des sociétés.

Le marché des obligations de sociétés au Canada et ailleurs dans le monde

La proximité des États-Unis a beaucoup contribué au développement du marché des obligations de sociétés au Canada. Les structures, les pratiques et les modalités en place au sud de la frontière ont été

Tableau 1

Les quinze plus grands marchés d'obligations du secteur privé en 1998

Taille en milliards de dollars américains

	Total	Institutions financières (rang)	Sociétés non financières (rang)
États-Unis	4,125	2,148 (1)	1,977 (1)
Allemagne	1,098	1,093 (2)	5 (13)
Japon	1,017	492 (3)	525 (2)
France	312	272 (4)	40 (5)
Italie	270	264 (5)	6 (12)
Danemark	191	172 (6)	19 (9)
Corée du Sud	174	72 (10)	102 (4)
Royaume-Uni	133	30 (13)	103 (3)
Suisse	130	96 (7)	34 (6)
Belgique	106	82 (9)	24 (8)
Suède	103	92 (8)	11 (11)
Autriche	70	66 (11)	4 (14)
Chine	67	63 (12)	4 (14)
Canada	62	28 (14)	34 (6)
Espagne	39	26 (15)	13 (10)

Source : Banque des Règlements Internationaux, *International Banking and Financial Market Developments, Quarterly Review* (juin 1999).

Nota : Les chiffres ne tiennent pas compte des obligations émises par les non-résidents dans la monnaie du pays considéré (obligations étrangères) ni des obligations libellées en devises étrangères qui sont émises dans un pays par les résidents ou les non-résidents (euro-obligations).

reprises, pour la plupart, au Canada. C'est pourquoi le marché canadien des obligations émises par les sociétés non financières est relativement important par rapport à d'autres dans le monde (voir Tableau 1). Dans la plupart des pays d'Europe, par exemple, ce marché a plutôt servi à financer les opérations de gros des grandes institutions financières², tandis que les sociétés non financières se tournaient généralement vers ces dernières pour obtenir des crédits au lieu d'émettre elles-mêmes des obligations. Par conséquent, les marchés obligataires répondant aux besoins d'un large éventail d'emprunteurs se trouvaient surtout, jusqu'à récemment, en Amérique du Nord et en Asie.

Le marché canadien des obligations émises par les sociétés non financières est relativement important par rapport à d'autres dans le monde.

2. Les chiffres relatifs au Royaume-Uni sont trompeurs : le marché intérieur des obligations de sociétés n'est pas très développé, mais Londres est la plus grande place financière au monde pour les euro-obligations, qui représentent un marché de 4,1 billions de dollars américains.

Aux États-Unis, le marché des obligations de sociétés est extrêmement développé comparativement à celui des autres pays. Bien que plusieurs facteurs expliquent cette évolution, il convient de signaler que les émissions d'obligations de sociétés n'ont pris de l'ampleur, dans la plupart des autres pays, que depuis une vingtaine d'années (FMI, 1998). Parmi les facteurs expliquant l'essor du marché américain, mentionnons d'abord le morcellement du système bancaire aux États-Unis, qui a incité les entreprises à recourir directement aux marchés de capitaux au lieu de solliciter des emprunts auprès des banques commerciales. Dans beaucoup d'autres pays, au contraire, les entreprises avaient plutôt tendance à se financer auprès des banques, qui s'appuyaient sur un réseau national et offraient une vaste gamme de services. C'est pourquoi des banques d'affaires et des maisons de courtage importantes et bien capitalisées, comptant sur le soutien d'une large clientèle d'investisseurs institutionnels, n'ont pas tardé à faire leur apparition aux États-Unis.

Ensuite, le marché des obligations de sociétés a bénéficié aux États-Unis d'une infrastructure bien au point, par exemple d'un marché monétaire important et liquide pour les titres de sociétés, d'un régime de surveillance et de réglementation efficace et cohérent ainsi que d'une longue expérience de l'analyse du crédit³. Sur un plan plus général, on pourrait faire valoir que le développement du marché des obligations de sociétés aux États-Unis a été soutenu indirectement par une culture valorisant l'esprit d'entreprise et la prise de risque.

*Les sociétés canadiennes émettent
régulièrement des obligations à
l'étranger.*

Les influences s'exerçant sur le marché

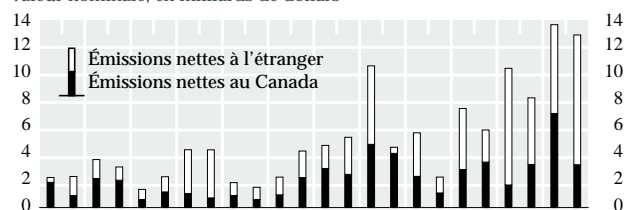
Bien qu'elles disposent d'un marché au Canada, les sociétés canadiennes émettent régulièrement des obligations à l'étranger, principalement aux États-

3. Les agences de notation américaines Moody's et Standard and Poor's établissent les cotes de crédit des emprunteurs depuis 1909 et 1923 respectivement.

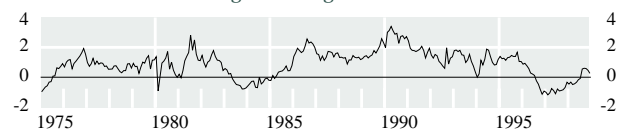
Graphique 3

Émissions nettes d'obligations des sociétés non financières

Valeur nominale, en milliards de dollars



Écart (en %) entre le taux des obligations du gouvernement canadien de 3 à 5 ans et le taux des obligations du gouvernement américain à 5 ans



Unis (voir Graphique 3)^{4,5}. Cela n'a rien d'étonnant si l'on considère les liens étroits qui existent depuis des années entre les marchés financiers canadien et américain et qui permettent aux emprunteurs canadiens d'avoir facilement accès au marché américain. Cette situation profite tout spécialement aux emprunteurs dont la cote de crédit est de moins bonne qualité, le marché des obligations assorties d'un risque de crédit plus élevé étant beaucoup plus développé chez nos voisins du sud. À cela s'ajoute le fait que beaucoup d'entreprises canadiennes mènent des activités d'importance aux États-Unis ou vendent des produits dont les prix sont libellés en dollars américains, ce qui est le cas notamment de la plupart des produits de base. En se finançant aux États-Unis, ces entreprises peuvent couvrir naturellement le risque de change incorporé à leurs rentrées et sorties de fonds libellées en dollars américains. Les fluctuations de leurs rentrées en dollars américains qui peuvent être dues à une variation du taux de

4. Quelques banques d'affaires américaines ont même créé des sous-indices des obligations émises en dollars américains par des emprunteurs canadiens pour aider les investisseurs à évaluer le rendement de ce segment du marché américain des obligations de sociétés par rapport à l'ensemble du marché.

5. Les emprunteurs canadiens émettent aussi des obligations libellées en monnaies autres que le dollar américain ou canadien. Toutefois, ces émissions sont lancées principalement par des banques et des entreprises d'envergure mondiale, lesquelles réduisent souvent au minimum le risque lié aux fluctuations de la monnaie d'émission en faisant appel à des produits dérivés tels que les échanges ou swaps de devises, qui permettent de convertir les obligations en dollars américains ou canadiens.

change sont compensées par les fluctuations des frais de service de la dette.

L'écart entre les taux d'intérêt canadiens et américains

Le recours des sociétés canadiennes au marché américain fluctue aussi dans une certaine mesure en fonction de l'écart entre les taux d'intérêt dans les deux pays et des attentes que forment les responsables financiers des entreprises concernant l'évolution future du taux de change. Par exemple, les emprunteurs canadiens ont été actifs sur le marché obligataire américain à la fin des années 1980 et au début des années 1990, période où les taux d'intérêt étaient plus faibles aux États-Unis qu'au Canada. Cela peut sembler illogique à première vue puisque, dans des marchés efficients, l'écart entre les taux d'intérêt canadiens et américains devrait refléter les variations attendues du taux de change, de sorte qu'il serait indifférent pour un emprunteur de se financer au Canada ou aux États-Unis. Il est cependant concevable que les taux d'intérêt canadiens aient incorporé, à la fin des années 1980 et au début de années 1990, des primes de risque dues en partie à la détérioration des finances publiques que connaissait alors le Canada (Clinton, 1998). Il se peut donc que les emprunteurs aient pensé que l'écart de taux d'intérêt pendant cette période exagérait la dépréciation attendue du taux de change et qu'ils en aient déduit que les emprunts en dollars américains étaient plus avantageux que le financement en dollars canadiens. Inversement, l'assainissement des finances publiques qui s'est produit au Canada depuis 1996 s'est accompagné d'une diminution des primes de risque incorporées aux taux d'intérêt canadiens et, par conséquent, d'un rétrécissement des écarts de taux (les taux d'intérêt étaient jusqu'à tout récemment plus faibles au Canada qu'aux États-Unis, et ce, pour toute la gamme des échéances.) Aussi les emprunteurs canadiens ont-ils été davantage incités à se financer sur le marché obligataire national. En 1997, le volume des émissions nettes d'obligations de sociétés a en fait atteint un niveau record au Canada.

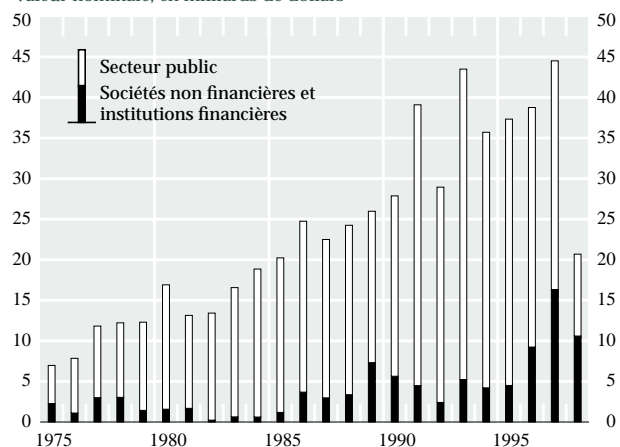
Les emprunts du secteur public

Il convient aussi de noter que l'intensification de l'activité observée récemment sur le marché des obligations de sociétés canadiennes a fait pendant à une contraction prononcée des emprunts du secteur public (voir Graphique 4). En 1998, pour la première fois en plus de 25 ans, le secteur privé a émis un

Graphique 4

Émissions nettes d'obligations des secteurs privé et public au Canada

Valeur nominale, en milliards de dollars



montant plus élevé d'obligations, net des remboursements, que le secteur public au Canada. Cette situation se maintiendra probablement au cours des prochaines années, compte tenu de l'amélioration des finances publiques.

Outre le facteur économique exposé ci-dessus, on pourrait aussi arguer que, à la fin des années 1980 et au début des années 1990, l'important déficit de la balance courante combiné au fait que le secteur public préférait combler le gros de ses besoins de financement sur le marché canadien a incité les entreprises canadiennes à se tourner vers le marché obligataire américain. Leur raisonnement était probablement qu'il serait sans doute plus efficace (et donc plus économique à la marge) de solliciter les capitaux étrangers à la source, sur le marché américain, plutôt que d'essayer d'attirer les investisseurs étrangers sur le marché obligataire canadien, beaucoup plus petit. Les effets sur les taux d'intérêt canadiens seraient à peu près les mêmes puisque, de toute façon, les capitaux étrangers se retrouveraient au Canada⁶. La fonction d'intermédiation, par contre, ne serait pas exercée dans le même pays, ce qui constitue la principale

6. Au cours des années 1980 et 1990, il était d'autant plus intéressant pour les entreprises canadiennes d'émettre leurs obligations sur le marché américain que ce dernier offrait des innovations dans le domaine permettant aux emprunteurs de couvrir ou d'éliminer le risque de change lié aux emprunts en devises étrangères.

différence. Maintenant que le déficit de la balance courante s'est amenuisé, comme les ponctions des administrations publiques canadiennes sur l'épargne intérieure, il est plus intéressant, à la marge, pour les emprunteurs du secteur privé d'émettre des obligations au Canada parce qu'ils ont accès à une masse de capitaux intérieurs plus importante.

L'éventail des emprunteurs actifs sur le marché canadien des obligations de sociétés

Jusqu'à très récemment, les sociétés qui émettaient des obligations sur le marché canadien étaient pour la plupart des entités dont la réputation et la cote de crédit étaient bien établies, par exemple des institutions financières, des entreprises de services publics et les plus grandes sociétés industrielles jouissant d'une cote de crédit d'au moins A⁷. Bien entendu, la cote attribuée à une obligation peut changer après l'émission, puisque les agences de notation réévaluent périodiquement la situation financière des emprunteurs. C'est pourquoi la plupart des émissions ayant actuellement la cote BBB (la plus basse pour les émissions jugées « de bonne qualité ») ou une cote moins favorable ont fait l'objet d'une révision à la baisse après leur émission à cause d'une détérioration de la situation financière de l'émetteur.

Les institutions financières ont été fort actives au Canada ces dernières années dans le domaine des émissions obligataires. Cela tient notamment au fait que, selon la réglementation canadienne, les débentures (un type particulier d'obligations) entrent dans la définition des fonds propres de catégorie 2 des institutions de dépôt. Les autorités canadiennes ont également incité les institutions de dépôt à garder un capital supérieur au minimum imposé afin de disposer d'une marge de sécurité. Beaucoup d'institutions considèrent par conséquent les débentures comme un moyen économique de financement à long terme. C'est pourquoi nombre d'entre elles ont émis des débentures pour obtenir le financement à long terme nécessaire au développement de leur portefeuille de prêts au lieu d'essayer d'accélérer la croissance de leurs dépôts. Pour des raisons analogues, elles ont favorisé les émissions d'obligations adossées à des portefeuilles de prêts de manière à retirer ces actifs de leur bilan et à réduire au minimum le capital qu'elles doivent

7. Les émissions d'emprunteurs étrangers ont été peu fréquentes. Cela n'est guère étonnant si l'on songe que le Canada a toujours été un importateur net de capitaux.

maintenir. C'est en partie à cause de cette évolution que bien des ménages ont transféré dans des fonds communs de placement l'épargne tenue jusque-là dans des comptes de dépôt, afin de profiter des taux de rendement intéressants affichés par les fonds en question ces dernières années. Ainsi que nous le précisons, ces fonds sont d'importants détenteurs d'obligations de sociétés.

Des entreprises de taille moyenne ... ont procédé à des émissions d'obligations sur le marché canadien au cours des trois dernières années.

Il semble que le marché canadien attire à l'heure actuelle des emprunteurs venant d'horizons plus divers. Parmi eux, on remarque des entités ayant une cote de crédit inférieure, par exemple des entreprises de taille moyenne actives dans l'industrie forestière ou le secteur des communications; ainsi, West Fraser Timber et Tembec, entreprises du premier groupe, et Rogers Cantel et Clearnet, qui appartiennent au second, ont procédé à des émissions d'obligations sur le marché canadien au cours des trois dernières années. Le développement d'un marché des titres à haut rendement au Canada est particulièrement encourageant, puisqu'il pourrait offrir une source intérieure de financement de rechange aux petites et moyennes entreprises qui, jusqu'ici, ont généralement fait appel aux banques canadiennes et au marché obligataire américain. Des formes de financement novatrices apparaissent également sur le marché obligataire, notamment la tendance à des partenariats entre les secteurs public et privé pour le financement de grands travaux d'infrastructure. Un ensemble plus varié de structures de financement (comme aux États-Unis) pourrait voir le jour pour répondre à ces besoins nouveaux. Il faudra toutefois du temps pour voir s'établir un marché des titres à haut rendement, l'analyse de crédit étant moins développée au Canada qu'aux États-Unis. De plus, le marché canadien est dominé par un petit nombre de gros investisseurs institutionnels, dont la plupart n'ont pas le droit d'acheter les obligations de sociétés à cote de crédit inférieure à cause des contraintes que leur imposent la réglementation publique ou les prospectus

applicables, ou encore leurs règles de placement internes. Néanmoins, certains des investisseurs institutionnels canadiens ont commencé à étudier la possibilité d'accepter des risques de crédit plus élevés afin d'accroître le rendement obtenu sur leur portefeuille de placements.

Les détenteurs d'obligations de sociétés canadiennes

Les obligations de sociétés canadiennes sont détenues principalement par les investisseurs institutionnels, par exemple les compagnies d'assurance vie, les caisses de retraite, les institutions de dépôt et les fonds communs de placement⁸. Les compagnies d'assurance vie ont toujours été les principaux détenteurs de ces titres (voir Tableau 2). Leur appétit pour les obligations de sociétés s'est toutefois modéré lorsque leurs ventes de polices d'assurance et de rentes ont commencé à plafonner. Parallèlement, les institutions de dépôt et les fonds communs de placement sont devenus de gros acheteurs d'obligations de sociétés — en partie à cause, pour ces derniers, du fait que les ménages préfèrent maintenant détenir des obligations de sociétés non pas directement, mais par l'intermédiaire de tels fonds.

Table 2
Principaux détenteurs d'obligations de sociétés émises au Canada

Avoirs en millions de dollars

	Compagnies d'assurance vie	Caisses de retraite	Institutions de dépôt	Fonds communs de placement
1985	12,716	7,798	5,938	328
1990	24,294	14,364	12,275	1,244
1995	34,654	17,388	15,538	5,988
1998	38,444	29,294	29,577	14,587

Sources : Banque du Canada et Statistique Canada

Étant donné que les obligations de sociétés sont généralement gardées jusqu'à l'échéance par la plupart des investisseurs institutionnels, les transactions sur le marché secondaire ne fournissent pas beaucoup de renseignements sur le fonctionnement interne du marché. Leur volume est faible et

8. Les non-résidents désireux d'acheter des valeurs libellées en dollars canadiens ont préféré jusqu'ici détenir des titres très liquides émis par le gouvernement du Canada ou par les provinces. Ils ne sont donc guère actifs sur le marché canadien des obligations de sociétés.

représente généralement un pourcentage modeste des opérations faites sur le marché obligataire canadien. En conséquence, ce marché est peu liquide, et les coûts de transaction y sont généralement plus élevés que sur le marché des obligations d'État.

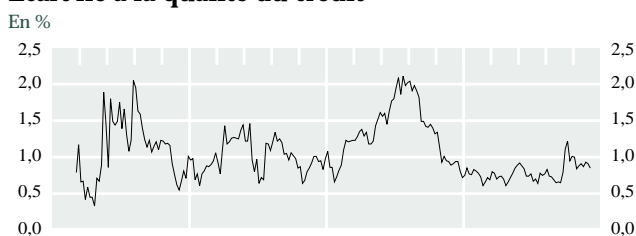
Les écarts liés à la qualité du crédit de l'émetteur

Le prix des obligations de sociétés est exprimé sous forme d'écart ou de marge par rapport aux obligations d'État ayant la même échéance. Cet écart de taux de rendement sur les obligations émises par une société compense, pour l'investisseur, le risque de défaut attendu et la liquidité moindre de ces titres (les obligations d'État sont plus liquides que les obligations de sociétés). Le Graphique 5 illustre l'évolution des écarts observés sur les obligations de sociétés à cinq ans par rapport aux titres à échéance comparable émis par le gouvernement du Canada.

Diverses explications ont été avancées pour expliquer les variations de ces écarts (Dialynas, 1988). Selon la thèse voulant que la qualité du crédit des émetteurs soit déterminante, les écarts évoluent grosso modo en fonction du cycle économique, s'élargissant lorsque l'économie fléchit et rétrécissant quand les perspectives s'améliorent. La théorie du portefeuille, elle, rattache les écarts de taux à l'offre de titres disponibles dans les différentes catégories de risques.

Graphique 5

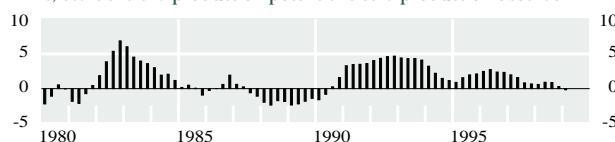
Écart lié à la qualité du crédit*



* Rendement de l'indice des obligations à moyen terme de sociétés établi par ScotiaMcLeod moins rendement des obligations à 5 ans du gouvernement canadien

Écart de production

En %, écart entre la production potentielle et la production observé



Sources : Banque du Canada, *Rapport sur la politique monétaire*

On peut constater au Graphique 5 que les écarts de taux ont bel et bien tendance à culminer quand l'économie est faible, mais aussi qu'ils sont assez variables. On ne sait pas trop si cette variabilité est due à l'évolution des perceptions qu'ont les investisseurs au sujet du risque de défaut des émetteurs ou aux fluctuations de leurs préférences envers les titres plus liquides que sont les obligations d'État.

L'apparition récente d'un marché des produits dérivés de crédit éclaire quelque peu cette question, les prix de ces instruments ayant tendance à évoluer en fonction du risque de défaut perçu. Bien que le marché des produits dérivés du crédit soit encore très jeune, les prix y varient généralement de façon très lente et en fonction de l'évolution fondamentale de la qualité des actifs sous-jacents. Cela donne à penser que les fluctuations à court terme des écarts de taux sur les obligations de sociétés sont dues principalement aux variations des préférences des investisseurs pour les titres très liquides. La poussée enregistrée par les écarts de taux à l'automne 1998 en offre un bon exemple. Les investisseurs ont alors préféré détenir des obligations d'État très liquides plutôt que des

obligations de sociétés, dont le marché était plus étroit, au moment où les marchés s'ajustaient aux retombées de la cessation de paiement de la Russie et de l'effondrement du fonds spéculatif Long-Term Capital Management.

Conclusion

Étant donné l'amélioration des facteurs économiques fondamentaux du Canada, le marché des obligations de sociétés semble promis à un bel avenir. Les emprunteurs devraient être en mesure d'avoir accès à un bassin de capitaux plus important au pays même. Le développement des compétences en analyse de crédit au Canada ainsi qu'un recours plus fréquent aux produits dérivés de crédit pourraient aussi contribuer à l'expansion de ce marché et se traduire par une meilleure allocation des capitaux dans l'économie. Il reste que les sociétés canadiennes continueront vraisemblablement d'émettre une bonne partie de leurs obligations à l'étranger à cause de leurs besoins de devises et d'un accès relativement aisé au marché américain des obligations de sociétés, un marché actif et de grande envergure.

Ouvrages et articles cités

Clinton, K., 1998, « L'évolution des écarts de taux d'intérêt à long terme entre le Canada et les États-Unis depuis 1990 », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 17-38.

Dialynas, C. P. 1988. « Bond Yields Spreads Revisited », *Journal of Portfolio Management*, hiver, p. 57-62.

Fonds monétaire international, 1998, *Fixed-Income Markets in the United States, Europe, and Japan - Some Lessons for Emerging Markets*, décembre.

