

Évolution

récente et

tendances

Nota

Sauf indication contraire, les données utilisées dans le présent document sont celles qui étaient disponibles au **23 novembre 2006**.

L'expression « grandes banques » désigne au Canada les six banques commerciales qui, par la taille de leur actif, se classent au premier rang au pays : la Banque CIBC, la Banque de Montréal, la Banque Nationale du Canada, la Banque Scotia, le Groupe Financier Banque TD et RBC Groupe financier.

L'évaluation des risques pour la stabilité du système financier canadien

La *Revue du système financier* est un instrument utilisé par la Banque du Canada pour contribuer à la solidité du système financier national. La section « Évolution récente et tendances » a pour objectif de présenter une analyse des changements récents et des tendances que l'on observe dans le secteur financier canadien.

La première partie de cette section porte sur l'évaluation des risques, tant de source étrangère que de source canadienne, qui pourraient nuire à la stabilité du système financier du pays. On y traite des implications possibles des principaux facteurs de risque et des vulnérabilités sur la solidité globale du système. La deuxième partie traite des changements structurels ayant une incidence sur le système financier canadien ainsi que sur sa sûreté et son efficacité. Ces changements concernent, entre autres, les lois, les règlements et les pratiques touchant le système financier.

L'infrastructure actuelle, qui englobe la législation financière, le système juridique, les pratiques financières, le régime de réglementation et de surveillance ainsi que le cadre de conduite des politiques macroéconomiques, a une grande incidence sur la façon dont les chocs sont transmis au système financier et à l'ensemble de l'économie; aussi la Banque en tient-elle compte dans son évaluation des risques.

L'évaluation de la Banque est axée sur les vulnérabilités du système financier en général, et non sur celles des institutions, des entreprises ou des ménages individuels. La Banque se focalise sur les facteurs de risque et les vulnérabilités qui pourraient avoir des répercussions systémiques, c'est-à-dire qui pourraient entraîner des problèmes importants pour l'ensemble du système et, en définitive, pour l'économie. L'étude de ces facteurs de risque et vulnérabilités se fonde à la fois sur leur probabilité et leurs conséquences potentielles.

Une attention particulière est accordée au secteur des institutions de dépôt, en raison du rôle clé que joue celui-ci dans la facilitation des transactions financières, dont les paiements, et des rapports qu'il entretient avec de nombreux autres acteurs du système financier. Par exemple, ces institutions supportent le risque de crédit que présentent les emprunteurs tels que les ménages et les sociétés non financières. De temps à autre, la Banque évalue donc l'incidence que l'évolution du contexte macrofinancier pourrait avoir sur la capacité des ménages et des sociétés non financières à assurer le service de leurs dettes.

Les facteurs de risque et les vulnérabilités liés aux risques de marché sont également étudiés. La Banque évalue la possibilité que l'évolution des marchés financiers ait un effet considérable sur la situation financière de divers secteurs de l'économie et, en dernière analyse, qu'elle nuise à la stabilité du système financier canadien.

Évaluation des risques planant sur le système financier

La présente section de la Revue du système financier renferme une évaluation des risques, d'origine nationale et internationale, qui planent sur la stabilité du système financier canadien. Elle met en lumière les facteurs de risque clés et les principales vulnérabilités du système financier et examine leur incidence possible sur la solidité globale de ce dernier.

Points saillants

- Les perspectives de l'économie mondiale demeurent favorables.
- La situation financière des institutions financières, des autres sociétés et des ménages canadiens reste solide.
- Un important risque à court terme tient à la possibilité que l'expansion aux États-Unis décélère abruptement, ce qui pourrait se répercuter sur la santé financière de clients des banques canadiennes.
- Une résolution désordonnée des déséquilibres mondiaux et une correction marquée des prix des actifs risqués font partie des autres risques (ayant une faible probabilité de se concrétiser).
- Le système financier canadien semble bien placé pour surmonter ces chocs potentiels.

Évaluation globale

Notre évaluation globale est essentiellement la même que celle présentée dans la livraison de juin de la *Revue du système financier*. La situation financière des institutions financières, des autres sociétés et des ménages est solide, grâce à la prudence dont continuent de faire preuve les entreprises des secteurs financier et non financier, ainsi qu'au climat économique généralement favorable existant au Canada et à l'étranger.

Récemment, plusieurs facteurs extérieurs encourageants sont venus appuyer les prévisions d'une poursuite de la croissance robuste au pays et ailleurs dans le monde, et ont contribué à atténuer les risques pesant sur la stabilité financière. Premièrement, même si l'essoufflement du secteur du logement aux États-Unis a été plus prononcé que prévu, la progression des investissements et des exportations de ce pays semble robuste. Deuxièmement, l'activité économique se renforce en Europe et au Japon et demeure vigoureuse en Asie, ce qui donne à penser que le dynamisme de l'économie mondiale se maintiendra malgré le ralentissement économique chez nos voisins du sud. De plus, les cours de l'énergie ont nettement fléchi, ce qui a une incidence négative sur les termes de l'échange du Canada, mais contribue à soutenir la croissance dans les pays importateurs de pétrole et à alléger les tensions inflationnistes au pays et à l'étranger. Enfin, l'accroissement de la volatilité des marchés financiers observé au moment de la publication de la *Revue* de juin a été de courte durée, et depuis, ces derniers ont été étonnamment calmes.

Risques potentiels

Si l'évaluation des risques est encore positive, c'est en grande partie parce que l'on s'attend à ce que la forte expansion économique se poursuive au Canada et dans le reste du monde.

La Banque cerne trois grands risques concernant la stabilité financière. Le premier, un risque à court terme, est nouveau; il tient à la possibilité que la décélération de l'économie américaine soit plus abrupte que prévu à l'heure actuelle, ce qui pourrait se répercuter sur la santé financière de certains clients des banques canadiennes. Les autres risques sont les mêmes que ceux signalés en juin, à savoir une résolution désordonnée des déséquilibres mondiaux et une baisse importante et généralisée de la propension au risque. Dans l'ensemble, donc, le niveau de risque s'est accru quelque peu, même si l'éventualité d'une correction désordonnée des déséquilibres semble avoir diminué.

Le scénario de référence présenté par la Banque du Canada dans sa livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire* inclut un certain ralentissement de l'activité aux États-Unis associé à la faiblesse du secteur du logement. Pour le moment, la progression de la demande (secteur du logement exclu) paraît se maintenir à un bon rythme. Toutefois, si le repli du secteur du logement devait s'accroître ou se répercuter sur les dépenses de consommation, l'expansion aux États-Unis pourrait décélérer davantage qu'on ne le projette actuellement.

Parce qu'il influerait sur la qualité du crédit des sociétés d'ici qui exportent aux États-Unis, un ralentissement marqué de l'économie américaine aurait des retombées indirectes sur les banques canadiennes. Celles-ci pourraient aussi être touchées en raison des prêts qu'elles accordent aux entreprises et aux consommateurs américains et des créances qu'elles détiennent sur les institutions financières américaines, lesquelles pourraient également pâtir d'un tassement abrupt de la croissance. Cependant, grâce à la solidité de leurs bilans, les banques canadiennes devraient être en mesure d'absorber ces effets.

Le scénario de référence mentionné précédemment présume que les déséquilibres mondiaux se résorberont de manière progressive et ordonnée. Une telle évolution semble plus vraisemblable maintenant qu'en juin, compte tenu du déplacement de la demande des États-Unis vers le reste du monde et de la stabilisation du déficit courant américain au cours de la dernière année. Cependant, les déséquilibres demeurent importants et la croissance hors des États-Unis pourrait chanceler. Il subsiste donc un risque tenu d'un dénouement moins harmonieux, impliquant des variations brusques des cours des monnaies et des prix d'autres actifs financiers, une montée du protectionnisme et une baisse de régime de l'activité à l'échelle mondiale nettement plus accentuée que prévu.

Une forte décélération de l'économie planétaire causée par une correction désordonnée des déséquilibres mondiaux aurait des répercussions négatives sur le Canada. La situation financière des industries à vocation exportatrice et des secteurs connexes se détériorerait, ce qui aurait pour effet d'accroître le risque de crédit au sein du système financier canadien. Il est probable que même le déplacement de la demande cité plus haut aura une incidence sur les exportations canadiennes, puisqu'une forte proportion de celles-ci sont destinées au marché américain. Les problèmes éprouvés par les entreprises tributaires de l'exportation se répercuteraient sur l'emploi, ce qui serait susceptible d'affaiblir la capacité de certains ménages

à faire face à leurs dettes. Un ajustement non maîtrisé des déséquilibres mondiaux se traduirait également par une augmentation de la volatilité sur les marchés financiers. Même si la plupart des secteurs de l'économie jouissent d'une bonne santé financière, qui devrait leur permettre de résister à de tels chocs, on pourrait assister à un resserrement notable des conditions de crédit et, de ce fait, à une hausse des primes de risque.

Les marchés ont fait montre de résilience cette année face aux préoccupations grandissantes concernant l'inflation en mai et en juin, à l'intensification des tensions au Moyen-Orient en juillet et aux pertes importantes essuyées par un fonds de couverture en septembre. Néanmoins, une certaine inquiétude demeure quant à la réaction qu'auraient les marchés devant une forte chute de la propension au risque, laquelle pourrait survenir si, par exemple, l'incertitude liée au dynamisme de l'activité économique mondiale refaisait surface. Les prix des actifs risqués et la position des détenteurs canadiens de ces actifs s'en ressentiraient. Ce risque se maintient à peu près au même niveau qu'au moment de la publication de la livraison de juin de la *Revue*.

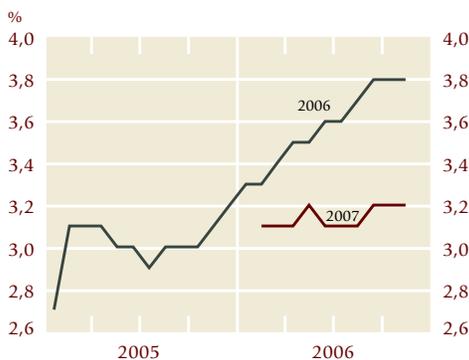
Situation financière au Canada

Les banques canadiennes demeurent bien placées pour surmonter des chocs, puisqu'elles sont fort rentables et bien dotées en capital. La qualité du crédit reste bonne, et les prêts non productifs sont très limités. Notre indicateur prospectif pour ce secteur porte à croire que le marché considère comme robuste la situation financière des grandes banques du pays.

Dans l'ensemble, les sociétés non financières continuent de bien se porter. Globalement, elles enregistrent des bénéfices substantiels, qu'elles utilisent pour financer leurs investissements, alléger leur dette et accroître leurs avoirs liquides. Toutefois, le repli du secteur du logement et des ventes d'automobiles aux États-Unis aggravera la situation déjà délicate de nombreuses entreprises canadiennes des secteurs des produits du bois et de la fabrication d'automobiles. Comme c'était le cas déjà en juin, nos indicateurs laissent entrevoir la possibilité d'une légère dégradation de la qualité du crédit — qui est actuellement très bonne — des entreprises non financières.

L'endettement des ménages continue d'augmenter à une cadence rapide. Cette augmentation et la majoration des taux d'intérêt se sont traduites par une hausse du ratio du service de la dette, qui demeure néanmoins à un niveau relativement bas. Après avoir actualisé nos hypothèses en nous

Graphique 1
Évolution des prévisions de Consensus Economics concernant la croissance annuelle de l'économie mondiale*



* Les prévisions portent sur 46 pays. Les pondérations de chaque pays ont été établies sur la base de l'importance de son PIB (après conversion de celui-ci au taux de change en vigueur durant l'année 2005).
Source : Consensus Economics Inc.

fondant sur l'analyse de microdonnées, nous avons révisé à la baisse nos estimations du ratio du service de la dette depuis 1999. Ces microdonnées montrent également que la situation des ménages les plus vulnérables s'est légèrement améliorée au cours des six dernières années. La progression vive et soutenue du crédit consenti aux ménages et le renchérissement des logements en Alberta semblent cependant indiquer que la santé financière du secteur des ménages mérite d'être suivie de près.

Le contexte macrofinancier

L'évolution de la conjoncture internationale

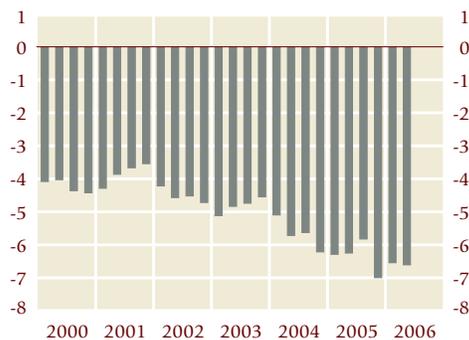
Contrastant avec les prévisions d'un ralentissement de l'économie américaine au cours de la prochaine année, des signes font état d'un renforcement de l'activité au Japon et dans la zone euro ainsi que de la poursuite d'une expansion vigoureuse dans les pays à marché émergent. Les perspectives de croissance à l'échelle internationale restent donc somme toute favorables (Graphique 1), ce qui est de bon augure pour la résolution ordonnée des déséquilibres mondiaux. Toutefois, les risques que l'essoufflement du marché du logement aux États-Unis fait peser sur la stabilité financière pourraient s'être accrus depuis la parution de la *Revue du système financier* de juin.

Les déséquilibres mondiaux

Il semble que nous assistions à la mise en place des conditions propices à la correction en douceur des déséquilibres mondiaux. Certains pays ont en effet commencé à prendre le relais des États-Unis en tant que moteur de la croissance mondiale. L'évolution des écarts de taux d'intérêt pourrait aussi venir favoriser le recul du dollar américain. Enfin, les révisions récemment apportées aux données indiquent que le déficit courant des États-Unis a peut-être atteint son sommet (Graphique 2). Au second trimestre de 2006, le déficit extérieur s'est établi à 6,6 % en proportion du produit intérieur brut (PIB) américain, soit à peu près au même niveau que sur l'ensemble de l'année 2005.

Le risque d'un ajustement désordonné demeure faible. On n'observe aucun indice d'effritement de la confiance des investisseurs étrangers dans les avoirs libellés en dollars américains. Les entrées de capitaux privés aux États-Unis ont même enregistré des niveaux records au cours des deux dernières années (Graphique 3). Qui plus est, la progression des entrées de capitaux durant cette période tient

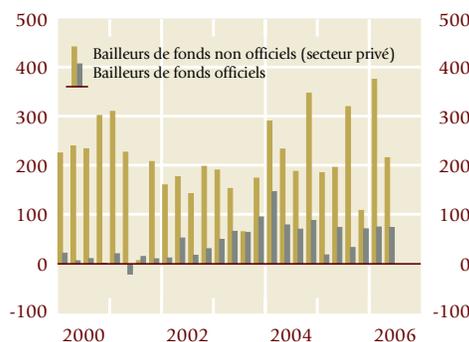
Graphique 2
Solde de la balance courante des États-Unis
En pourcentage du PIB



Source : Bureau of Economic Analysis (États-Unis)

Graphique 3
Entrées de capitaux étrangers

Milliards \$ É.-U. (données désaisonnalisées)



Source : Bureau of Economic Analysis (États-Unis)

en grande partie à un regain d'intérêt de la part du secteur privé des pays avancés (Graphique 4), ce qui est de nature à apaiser les craintes d'une trop forte dépendance des États-Unis à l'égard des bailleurs de fonds officiels des pays à marché émergent. De fait, les tout derniers chiffres indiquent que les banques centrales étrangères ont réduit le volume de leurs achats de titres de dette du gouvernement américain par rapport au sommet enregistré en 2004, conformément à leur volonté clairement exprimée d'abaisser graduellement la part de leurs réserves composée d'avoires en dollars É.-U. Les marchés financiers n'ont pas été décontenancés par ces déclarations publiques, faisant montre en ces occasions d'une grande résilience.

Cependant, la possibilité d'un ajustement désordonné ne peut être totalement écartée. Le déplacement que connaît actuellement la demande dans le monde est certes encourageant, mais il devra s'inscrire dans la durée. Le déficit courant américain, pour sa part, a peut-être atteint son maximum, mais il reste que les déséquilibres mondiaux n'ont jamais été aussi accusés. La valeur des actifs américains détenus à l'étranger représentait plus du cinquième du PIB mondial (hors États-Unis) l'an dernier, et elle continue d'augmenter. Plus les déséquilibres des balances courantes s'accroîtront, plus l'ajustement nécessaire pour les corriger sera douloureux et plus le risque qu'il s'opère de façon désordonnée sera élevé. Une modification soudaine des attentes des investisseurs due à un fort ralentissement de l'économie chinoise ou américaine, ou à d'autres événements peu probables, pourrait perturber les marchés financiers internationaux.

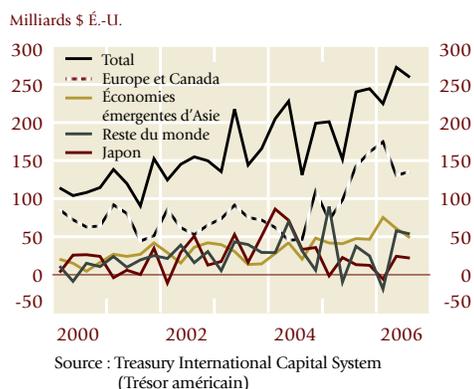
Le marché du logement aux États-Unis

L'attention s'est portée récemment sur l'essoufflement du marché du logement aux États-Unis. Le tassement anticipé des investissements dans le logement est bien entamé (Graphiques 5 et 6), et l'ensemble des prévisionnistes s'attend à une nouvelle décélération de l'activité immobilière résidentielle en 2007.

L'évolution du marché du logement influe sur le PIB à la fois directement (du fait des investissements dans le secteur résidentiel) et indirectement par ses répercussions sur la richesse et les dépenses des ménages. Ces dernières années, le dynamisme de ce marché a soutenu les dépenses de consommation aux États-Unis. La montée rapide des prix des maisons a compensé en partie l'incidence de la chute soudaine des valeurs boursières en 2000-2001 sur la richesse des ménages et entraîné une vive augmentation des prêts garantis par l'avoir propre foncier (Graphique 7). En raison de la place prépondérante qu'occupe le logement dans la richesse des ménages,

Graphique 4

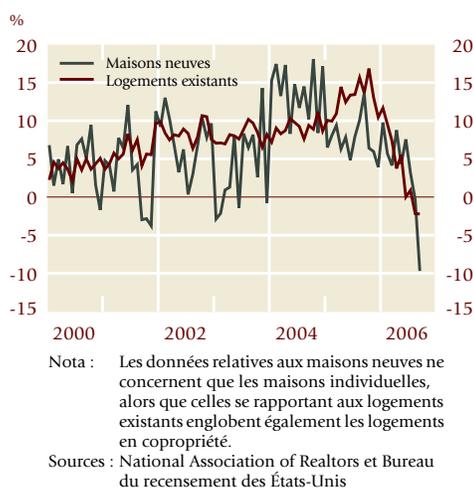
Achats nets de titres américains à long terme par les non-résidents



Graphique 5

Prix médian des logements vendus aux États-Unis

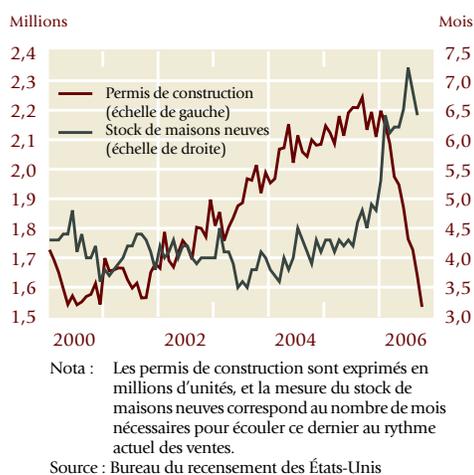
Taux de variation en glissement annuel



Graphique 6

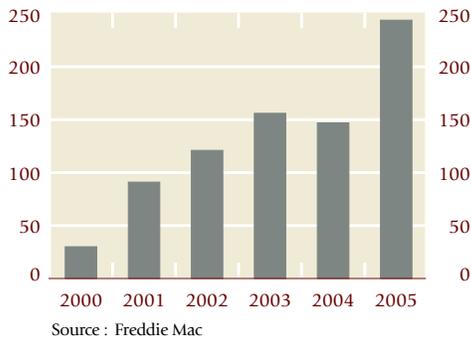
Permis de construction et stock de maisons individuelles neuves aux États-Unis

Chiffres annuels désaisonnalisés

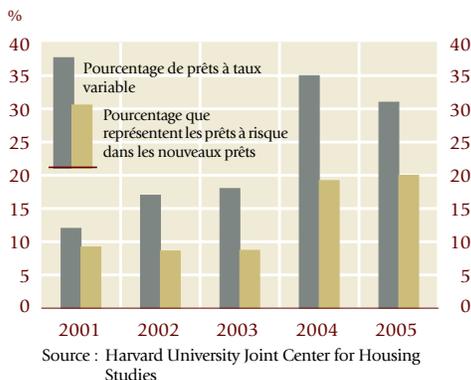


Graphique 7
États-Unis : accroissement réel des sommes empruntées sur la valeur des propriétés lors de refinancements

Milliards de dollars É.-U. de 2005



Graphique 8
États-Unis : prêts hypothécaires à taux variable et prêts hypothécaires à risque



on craint qu'un ralentissement du marché du logement ne provoque des effets de richesse importants. En fait, le recours aux prêts garantis par l'avoire propre foncier et au refinancement hypothécaire a commencé à diminuer.

Les produits hypothécaires non traditionnels ont beaucoup gagné en popularité depuis 2000. Les prêts à taux variable constituent aujourd'hui environ 30 % de la totalité du crédit hypothécaire aux États-Unis, et les prêts à risque représentaient 20 % des nouveaux prêts hypothécaires consentis en 2005 (Graphique 8). L'utilisation accrue de ces produits pourrait présenter une menace pour la stabilité financière, car ils se caractérisent par des taux de défaillance plus élevés et sont plus sensibles aux hausses de taux d'intérêt¹. En outre, les ménages dont l'emprunt hypothécaire représente une proportion élevée du prix d'achat de leur logement pourraient se retrouver avec un avoir propre foncier négatif si les prix des maisons venaient à tomber.

Jusqu'ici, le volume des prêts non productifs des institutions financières américaines est demeuré bas en regard de ce que l'on a observé dans le passé. Celles-ci disposent en moyenne de provisions et de capitaux propres abondants et paraissent à même de faire face à une hausse des taux de défaillance.

Il subsiste un risque que l'économie américaine ralentisse davantage qu'on ne le projette actuellement si le repli du marché du logement devait être plus marqué que prévu ou se répercuter sur les dépenses de consommation. Un tel scénario pourrait avoir des retombées tant indirectes que directes sur les banques canadiennes. Les exportations du Canada (dont 80 % sont destinées aux États-Unis) et, partant, la solvabilité des entreprises à vocation exportatrice s'en ressentiraient fortement. Les banques canadiennes pourraient aussi être touchées négativement en raison des prêts qu'elles accordent aux entreprises non financières et aux consommateurs américains (en juin 2006, ces prêts représentaient 12 % de leur actif total). Elles pourraient enfin être touchées indirectement si une décélération abrupte de l'économie américaine devait mettre à mal les banques américaines, leurs créances sur ces dernières constituant 2 % de leur actif total (en juin 2006 également). Il reste que, grâce à leur solide rentabilité et au niveau élevé de leurs capitaux propres, les banques canadiennes semblent bien préparées à affronter les effets d'une dégradation éventuelle de la situation.

1. Ce point a également été abordé dans la section de la livraison de juin traitant de l'évolution de la conjoncture internationale.

L'évolution de la conjoncture au Canada

L'économie canadienne

La croissance du PIB réel au Canada (exprimée en rythme annuel) a fléchi à 2 % au deuxième trimestre de 2006, après s'être établie à un peu plus de 3 % en moyenne durant le second semestre de 2005 et le premier trimestre de l'année en cours (Graphique 9). L'accroissement de la demande intérieure finale devrait continuer de soutenir l'expansion économique au Canada jusqu'en 2008. Les exportations nettes donneront probablement un coup de frein à l'activité en 2007, mais leur incidence devrait s'atténuer avec le temps.

L'économie poursuit son ajustement à l'appréciation du dollar canadien, aux hauts niveaux des prix de nombreux produits de base et à la forte concurrence de certains pays d'Asie. Les cours de l'énergie et des métaux ont été plutôt volatils durant l'année écoulée (Graphique 10). Bien que les prix élevés tant du pétrole brut que des métaux résultent essentiellement de la croissance vigoureuse de l'économie mondiale, il plane un doute quant à leur capacité de se maintenir à ces niveaux. Notamment, les cours pétroliers se sont repliés depuis la mi-juillet, en réponse à une atténuation des risques attendus de perturbations de l'approvisionnement et à une certaine diminution de la demande mondiale anticipée.

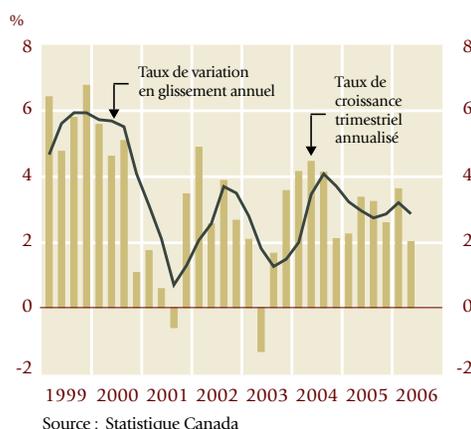
Le secteur des entreprises

Dans l'ensemble, la situation financière du secteur des sociétés non financières est demeurée saine au troisième trimestre de 2006. Les profits, quoiqu'en baisse par rapport au pic enregistré le trimestre précédent, sont encore assez importants et le ratio d'endettement a continué de décroître, de sorte qu'il est bas à l'heure actuelle (Graphique 11).

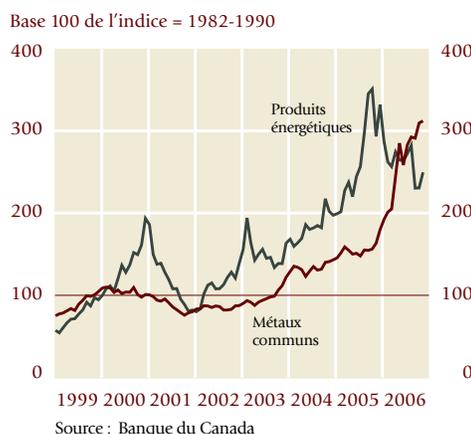
La rentabilité se situe encore à de hauts niveaux dans la majorité des secteurs peu ouverts au commerce international, ainsi que dans ceux de l'extraction pétrolière et gazière et des autres activités minières. La rentabilité globale des industries fortement exposées à la concurrence étrangère, qui était plutôt faible ces dernières années, a nettement fléchi au troisième trimestre (Graphique 12).

Comme en juin, nous sommes d'avis que la qualité du crédit des entreprises pourrait se dégrader quelque peu à l'avenir. Si les écarts de rendement sur les obligations de sociétés demeurent tenus, les abaissements de cotes par rapport à l'ensemble des décisions de notation prises ont en revanche légèrement augmenté, passant de 61 % en 2005 à 65 % actuellement (Graphique 13). L'indicateur

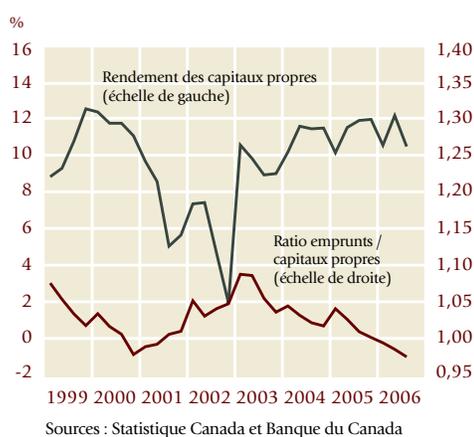
Graphique 9
Croissance du PIB réel au Canada



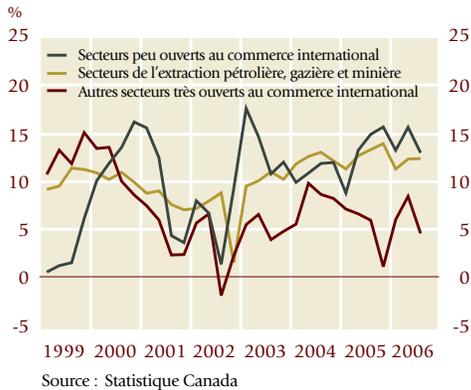
Graphique 10
Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada



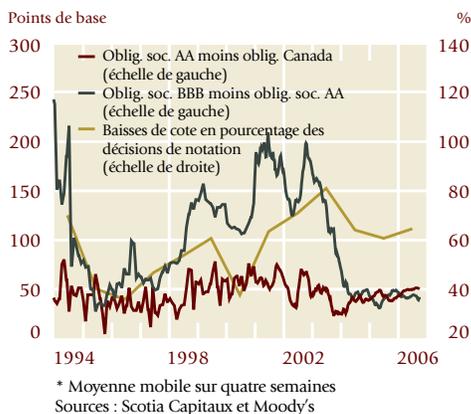
Graphique 11
Situation financière des sociétés non financières canadiennes



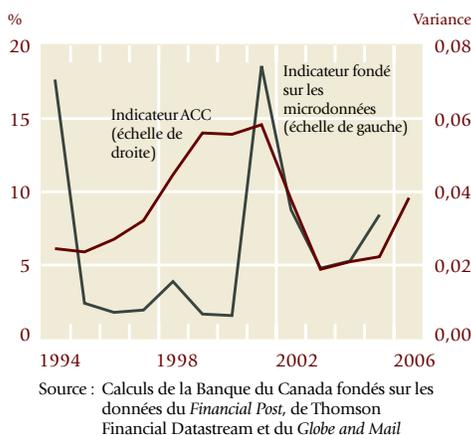
Graphique 12
Taux de rendement des capitaux propres dans différents secteurs



Graphique 13
Écarts de rendement obligataire* et décisions de notation



Graphique 14
Indicateur fondé sur les microdonnées et indicateur ACC



établi par la Banque du Canada à partir de microdonnées pour mesurer la proportion des actifs des firmes dont les marges bénéficiaires et les ratios de liquidité et d'endettement sont fragiles laisse également entrevoir la possibilité d'une détérioration de la qualité du crédit des entreprises (Graphique 14). Cette proportion s'est élevée à 8 % environ en 2005, chiffre certes nettement inférieur au sommet de 2001, mais supérieur aux niveaux observés durant la seconde moitié des années 1990. Cette hausse paraît imputable aux secteurs des matériaux et des télécommunications. Un autre indicateur, plus actuel celui-là et reposant sur l'approche des créances contingentes, conforte le pronostic d'un accroissement potentiel du risque que présente le secteur des sociétés non financières^{2,3}. Bien que ce résultat reflète en partie les variations des indicateurs relatifs au commerce de détail, à l'industrie forestière, à l'hébergement et au transport, il doit être considéré avec circonspection, dans la mesure où il découle principalement de l'intensification de la volatilité qui a marqué le secteur pétrogazier en 2006 par rapport à 2005⁴.

Les secteurs industriels

Un petit nombre d'industries, notamment celles de la construction automobile, des produits du bois et du papier, ainsi que de la fabrication de matériel informatique et électronique, ont subi un stress financier considérable durant la majeure partie de la période écoulée depuis 2001.

Le secteur canadien de la construction automobile a essuyé une légère perte au troisième trimestre (Graphique 15). Sa rentabilité restera vraisemblablement faible à court terme, notamment à cause du recul des ventes d'utilitaires sport et de camions aux États-Unis, qui rapportent normalement davantage à certains fabricants que celles de la plupart des autres véhicules. La contraction de la production s'est probablement poursuivie au

2. Une étude sur le fonctionnement de l'indicateur basé sur les microdonnées est parue dans la livraison de la *Revue du système financier* de décembre 2005 (p. 39-44), tandis que l'approche des créances contingentes (ACC) a été exposée dans la livraison de juin 2006 (p. 43-49).
3. Les mêmes indicateurs ont servi à l'analyse du secteur des sociétés présentée dans la *Revue du système financier* de juin 2006 (p. 12). À l'époque, seulement la moitié environ des entreprises de l'échantillon avait publié des données de bilan se rapportant à l'exercice 2005. Maintenant, l'indicateur s'appuie sur les chiffres de la quasi-totalité des entreprises. Quant à l'estimation fournie par l'ACC, elle repose actuellement sur les données de bilan d'un plus grand nombre de sociétés qu'en juin, ainsi que sur l'information de marché en date du 17 novembre 2006.
4. La part du secteur pétrogazier dans la valeur marchande des actifs échantillonnés avoisine 35 %.

deuxième semestre de 2006, et le constructeur Ford ainsi que plusieurs fabricants de pièces automobiles ont annoncé dernièrement que d'autres restructurations de leurs activités étaient à venir.

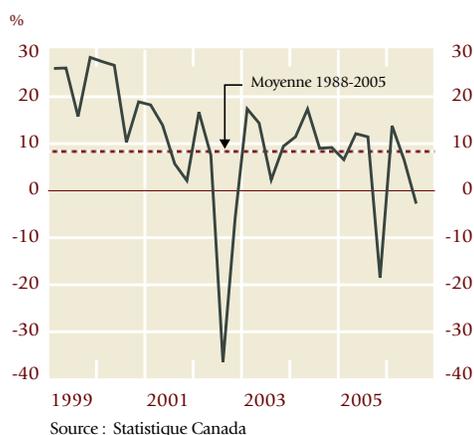
Les profits réalisés par l'industrie du bois et du papier sont demeurés anémiques durant les trois premiers trimestres de 2006 (Graphique 16), situation qui ne devrait guère s'améliorer dans les prochains mois, compte tenu de l'effet du ralentissement du marché du logement aux États-Unis sur les prix et les volumes d'exportation du bois d'œuvre. De fait, nombre de compagnies ont annoncé récemment leur intention de procéder à d'autres licenciements et réorganisations, en particulier au niveau de leurs opérations dans la filière du bois d'œuvre. La conclusion de l'Accord sur le bois d'œuvre résineux entre le Canada et les États-Unis aura un effet à court terme positif sur la situation financière des producteurs, car ceux-ci recouvreront au moins 80 % des droits compensateurs versés depuis 2002. Alors que les droits compensateurs appliqués par les autorités américaines ont été abolis, les entreprises productrices de bois d'œuvre sont désormais assujetties à un droit à l'exportation de 15 % qui est exigible lorsque les prix du bois d'œuvre sont en deçà d'un seuil spécifié dans l'Accord, ce qui est actuellement le cas.

Les fabricants de produits électroniques et informatiques ont enregistré un bas taux de rendement au troisième trimestre de 2006 (Graphique 17). Malgré un volume de ventes plutôt élevé, ce secteur est encore confronté à la vive concurrence que lui livrent des entreprises de pays à marché émergent. Des mesures d'intégration et de rationalisation sont donc en cours, notamment dans l'industrie mondiale du matériel de télécommunication, ce qui pourrait conduire à une restructuration accrue au sein du segment canadien de cette branche d'activité.

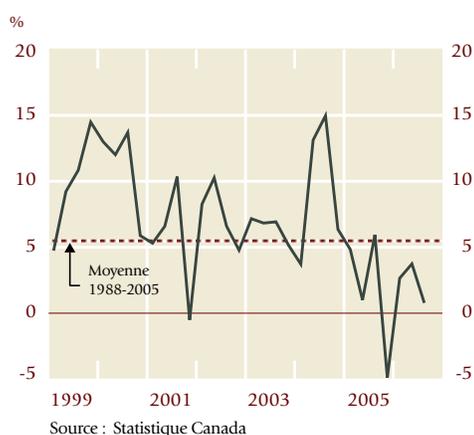
Les producteurs de céréales ont continué de pâtir de la faiblesse passée des prix sur les marchés mondiaux, de l'appréciation du dollar canadien et du renchérissement des intrants. Par ailleurs, la taille des récoltes de céréales et d'oléagineux a diminué par rapport au niveau record de 2005, en raison du temps chaud et sec qu'ont connu les Prairies. En revanche, la qualité des récoltes semble supérieure à la moyenne, et les cours céréaliers se sont fortement redressés ces dernières semaines.

Les banques canadiennes, qui détiennent à la fois des titres et des prêts des entreprises de ces secteurs, sont donc exposées tant au risque de crédit qu'à celui de marché. Il est toutefois improbable que les difficultés qu'éprouvent ces entreprises aient un impact notable sur le système financier

Graphique 15
Rendement des capitaux propres dans le secteur de la construction automobile



Graphique 16
Rendement des capitaux propres dans le secteur de la fabrication de produits en bois et en papier



Graphique 17
Rendement des capitaux propres dans le secteur de la fabrication de matériel électronique et informatique



du pays. Surtout que nombre d'entre elles poursuivent les ajustements majeurs qu'elles ont amorcés pour améliorer à long terme la rentabilité de leurs opérations.

Les ménages

La dette des ménages continue de croître à un rythme solide (de l'ordre de 10 % en glissement annuel); néanmoins, celui-ci s'est légèrement ralenti ces derniers mois, en partie à cause de la décélération de la progression des marges de crédit personnelles, laquelle reste toutefois vigoureuse. La poussée des emprunts des ménages a été particulièrement vive dans l'Ouest du Canada. Si cette évolution est surtout attribuable aux mouvements démographiques et à l'accroissement des revenus, la flambée des prix des logements dans cette région du pays n'y a pas été étrangère non plus.

L'augmentation de la dette est venue alourdir le ratio de la dette au revenu. (Certains des facteurs pouvant expliquer la hausse observée depuis le milieu des années 1980 sont analysés dans l'Encadré 1.) Bien que le ratio du service de la dette ait crû de nouveau au premier semestre de 2006 par suite de la montée des taux d'intérêt et des niveaux d'endettement (Encadré 2), il demeure malgré tout relativement bas, ce qui donne à penser que la santé financière des ménages est encore robuste.

Une part non négligeable de l'encours des prêts hypothécaires a été contractée à des taux inférieurs aux taux courants. On peut donc s'attendre à ce que bon nombre de ménages voient grimper le taux applicable à leur prêt lors du renouvellement, de sorte que le ratio du service de la dette devrait continuer d'augmenter.

Les prix des maisons

Le relèvement des taux d'intérêt n'a pas stoppé l'ascension des prix moyens des maisons au Canada qu'alimentent la progression des revenus et la fermeté de l'emploi. Parce qu'elles peuvent faire baisser le montant des mensualités, les dernières innovations en matière de produits d'assurance hypothécaire pourraient stimuler encore la demande de logements et les prix⁵. Les données nationales cachent néanmoins d'importantes différences entre les régions : si la hausse des prix réels des logements reste très vigoureuse dans l'Ouest du Canada, surtout en Alberta, elle s'est ralentie sensiblement dans le centre du pays.

5. Les nouveautés comprennent l'allongement de la période d'amortissement maximale des prêts hypothécaires assurés; la possibilité de soumettre à un taux fixe une partie du prêt hypothécaire et à un taux variable l'autre partie; l'option de paiement différé du capital.

Les prix des logements sur le marché albertain ont bénéficié de la forte croissance des revenus, de la création d'emplois et des flux migratoires, qui ont provoqué une demande excédentaire de logements (Graphique 18). Par ailleurs, des signes d'activité spéculative, prenant la forme de reventes rapides parmi les acheteurs, ont été observés cet été, tout particulièrement à Calgary⁶. Les derniers développements semblent indiquer que les prix des logements augmentent à un rythme moindre en Alberta sous l'effet d'une hausse de l'offre, même si le renchérissement se poursuit à une cadence soutenue. Voilà pourquoi il demeure important de surveiller attentivement l'évolution de ce marché.

Dans le centre du Canada, le rythme d'augmentation du prix des logements a continué de se modérer graduellement, l'offre et la demande tendant à s'équilibrer (Graphique 19). L'accroissement du nombre de logements disponibles sur le marché de la revente donne à penser que ce mouvement se maintiendra. Toutefois, puisque le marché immobilier dans son ensemble présente peu de signes d'offre excédentaire, telle que mesurée par le nombre de logements inoccupés en proportion de la population (Graphique 20)⁷, aucun renversement majeur et généralisé de la tendance des prix des logements n'est à prévoir⁸.

Dossier

Une analyse de la situation financière du secteur des ménages effectuée à l'aide de microdonnées

Umar Faruqui, Simon Lai et Virginie Tractlet

Les prêts aux ménages représentent environ 70 % de l'encours des prêts en dollars canadiens octroyés par les banques canadiennes. Par conséquent, l'évolution de la santé financière des ménages canadiens fait partie intégrante de l'évaluation des risques qui pèsent sur le secteur bancaire et le système financier dans son ensemble. Cela est d'autant plus pertinent que la tendance haussière de l'endettement des ménages a

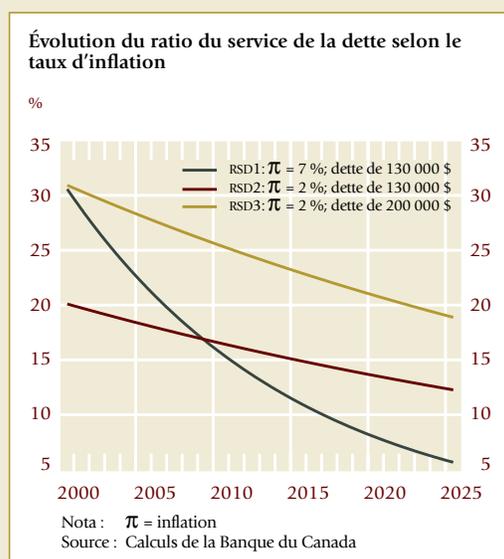
6. D'après certains observateurs, les acquisitions de logements en copropriété neufs à Calgary ont été faites en bonne partie à des fins d'investissement.
7. À Montréal, la progression constante de ce ratio explique le net fléchissement du rythme d'augmentation des prix réels des logements constaté dans cette métropole.
8. Ceci n'exclut toutefois pas la présence de déséquilibres dans certains segments des marchés locaux. Voir à ce sujet l'analyse des prix des logements en copropriété proposée à la rubrique « Principal enjeu » de la livraison de juin 2006 de la *Revue du système financier*, p. 14.

Encadré 1

La faible inflation et l'endettement des ménages canadiens

Le ratio de la dette au revenu disponible des ménages canadiens a augmenté de façon systématique, passant de 67 % au milieu des années 1980 à plus de 120 % aujourd'hui. En accentuant la concurrence sur le marché du crédit et en abaissant les coûts de transaction, la déréglementation du secteur financier et les progrès technologiques ont assurément contribué à cette hausse du niveau d'endettement.

Le climat d'inflation faible a également joué un rôle à cet égard¹. En effet, en réduisant le montant des intérêts nominaux payés sur les dettes à long terme (tels les prêts hypothécaires) au début de la période de remboursement, un bas taux d'inflation a atténué les contraintes de crédit auxquelles étaient soumis certains emprunteurs, leur permettant ainsi d'accroître leur ratio de la dette au revenu disponible.



Le graphique ci-dessus illustre l'incidence que différents taux d'inflation ont sur l'évolution du ratio du service de la dette (RSD)², dans le cas d'un prêt hypothécaire de 130 000 \$ assorti d'un taux d'intérêt fixe et amorti sur 25 ans. On suppose que le revenu du ménage type s'élève à 50 000 \$ au moment de l'octroi du crédit et qu'il progresse au même rythme que l'inflation par la suite. La ligne RSD1 montre l'évolution du ratio du service de la dette pour un tel prêt hypothécaire (et une telle croissance du revenu) lorsque l'inflation est de 7 % (soit le taux moyen enregistré de 1970 à 1985), tandis que la ligne RSD2 montre l'évolution du même ratio lorsque l'inflation est de 2 %.

1. Cette analyse s'inspire de l'étude de Guy Debelle (juin 2004), *Macroeconomic implications of rising household debt*, document de travail n° 153, Banque des Règlements Internationaux.
2. Paiements du principal et des intérêts en proportion du revenu disponible

Dans les deux scénarios, le taux d'intérêt réel du prêt hypothécaire est de 4 %.

Compte tenu du montant du prêt retenu ici, le ratio du service de la dette atteint le seuil de 30 % en régime de forte inflation, mais se situe à seulement 20 % lorsque l'inflation est faible³. Par conséquent, le montant qu'il est possible d'emprunter avant que ce ratio n'atteigne 30 % est plus élevé lorsque le taux d'inflation est bas. Un prêt de 130 000 \$, par exemple, suffit pour que le ratio du service de la dette atteigne la limite de 30 % lorsque le taux d'inflation est élevé, comme il l'a été durant les années 1970 et au début de la décennie suivante. Cependant, dans le contexte d'une inflation de seulement 2 %, la même limite de 30 % ne sera atteinte qu'avec une dette beaucoup plus importante (200 000 \$), en supposant que les taux d'intérêt réels se maintiennent à 4 %⁴. La ligne RSD3 du graphique illustre ce scénario.

Le ratio de la dette au revenu disponible ne devrait évoluer à la hausse que durant la période de transition entre un régime d'inflation forte et un régime d'inflation faible. Par la suite, ce ratio devrait se stabiliser à un niveau compatible avec l'environnement de bas taux d'intérêt nominaux.

Un point important à considérer, dans l'optique de la stabilité financière, est le fait que le ratio du service de la dette demeure élevé pendant une plus longue période dans un contexte de faible inflation (comparer RSD3 avec RSD1 dans le graphique). Il en est ainsi parce que le revenu nominal augmente moins vite lorsque l'inflation est basse, alors que le montant nominal des paiements reste inchangé. Les ménages vulnérables le demeurent donc plus longtemps lorsque l'inflation est faible.

Comme on l'a mentionné précédemment, un taux d'inflation plus bas permet aux ménages d'emprunter davantage. Néanmoins, certains peuvent choisir de ne pas accroître leur dette jusqu'à la limite rendue possible. En effet, plutôt que d'augmenter leurs emprunts dans une proportion telle que leur ratio du service de la dette équivaldrait à celui qu'ils auraient sous un régime d'inflation élevée, les ménages peuvent préférer un niveau d'endettement qui maintiendrait ce ratio entre RSD2 et RSD3. Il semble donc plausible que la distribution du ratio du service de la dette se soit déplacée vers la gauche (c.-à-d. que la proportion de ménages ayant un haut ratio du service de la dette se soit réduite) à mesure que l'inflation a diminué, atténuant de ce fait les vulnérabilités du secteur des ménages.

3. Dans le cas des prêts hypothécaires assurés, la SCHL exige que les versements hypothécaires (principal et intérêts) plus les frais de chauffage, les taxes foncières et 50 % des frais de copropriété applicables ne représentent pas plus de 32 % du revenu brut du ménage. Les institutions financières appliquent des critères d'admissibilité semblables pour les prêts hypothécaires non assurés.
4. Étant donné qu'une faible inflation implique habituellement une incertitude moindre à l'égard du taux d'augmentation des prix ainsi qu'une prime de risque d'inflation moins élevée, elle devrait aussi, en principe, se traduire par des taux d'intérêt réels moins élevés, ce qui hausserait encore le niveau de la dette que les particuliers peuvent soutenir. Ce facteur n'est pas pris en compte ici.

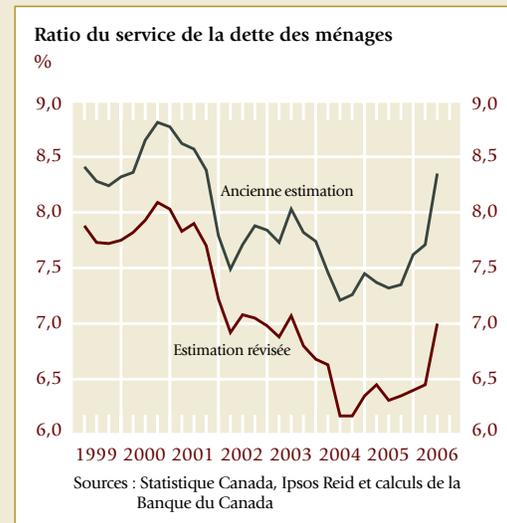
Encadré 2**Révision de l'estimation du ratio global du service de la dette**

Dans la *Revue du système financier*, la capacité des ménages à rembourser leurs emprunts est habituellement mesurée par le ratio global du service de la dette, soit la part du revenu disponible consacrée aux paiements d'intérêts sur la dette.

L'estimation du ratio global du service de la dette utilisée dans la *Revue du système financier* s'appuie sur un certain nombre d'hypothèses¹. Récemment, l'information tirée de l'enquête *Canadian Financial Monitor* menée par Ipsos Reid Canada nous a permis d'affiner et d'actualiser nos hypothèses ayant trait à l'importance relative des différents types de dettes détenues par les ménages et aux taux d'intérêt payés. L'estimation du ratio global du service de la dette, pour la période du premier trimestre de 1999 au deuxième trimestre de 2006, a été mise à jour à la lumière de ces nouvelles hypothèses.

Notre estimation du ratio global du service de la dette a été revue à la baisse pour cette période. Cet ajustement résulte principalement de trois facteurs : i) la diminution des taux d'intérêt effectifs sur les prêts à la consommation, attribuable à l'importance croissante des marges de crédit personnelles garanties; ii) les rabais de taux d'intérêt consentis sur les prêts hypothécaires (en particulier ceux à taux variables), plus substantiels qu'on ne l'avait supposé; et iii) la proportion, plus forte qu'on ne l'avait pensé précédemment, de prêts hypothécaires à taux variables entre 1999 et 2005.

L'estimation révisée du ratio du service de la dette s'établit à 7,0 % au deuxième trimestre de 2006, soit 1,4 point de pourcentage au-dessous de notre ancienne mesure (voir le graphique ci-dessous).



Ce résultat tend à indiquer que, dans l'ensemble, les ménages sont en meilleure posture pour assurer le service de leur dette qu'on ne le croyait auparavant.

1. Voir l'Encadré 1 de la livraison de décembre 2004 de la *Revue du système financier*.

conduit à un niveau record du ratio global de leur dette au revenu, qui se situe maintenant à 124,7 %.

Notre analyse précédente, fondée sur le ratio du service de la dette et le ratio de la dette à l'actif calculés à partir de données agrégées, donne à penser que les risques auxquels le secteur des ménages canadiens expose le système financier sont faibles. Les données agrégées peuvent toutefois masquer les éléments concernant la distribution sous-jacente de la dette, notamment l'information relative à la proportion de ménages vulnérables, c'est-à-dire ceux qui seraient particulièrement touchés par des chocs négatifs. Le contenu du présent article vient donc enrichir notre analyse passée. À l'aide de microdonnées, nous examinons la distribution de divers indicateurs d'endettement (en fonction de la tranche de revenu et du groupe d'âge des ménages). Nos résultats étayent l'opinion voulant que, dans l'ensemble, la santé financière des ménages canadiens soit plutôt bonne et que, de ce fait, elle ne devrait pas constituer une menace sérieuse pour la stabilité du système financier canadien.

Les données

Les microdonnées utilisées ici proviennent de Canadian Financial Monitor (CFM), une enquête menée par Ipsos Reid Canada qui fournit des renseignements détaillés sur le bilan des ménages. L'enquête est conduite sur les douze mois de l'année, et quelque 12 000 ménages au total y participent, ce qui représente un taux de réponse d'environ 35 %. Les données de la CFM sont disponibles à partir de 1999.

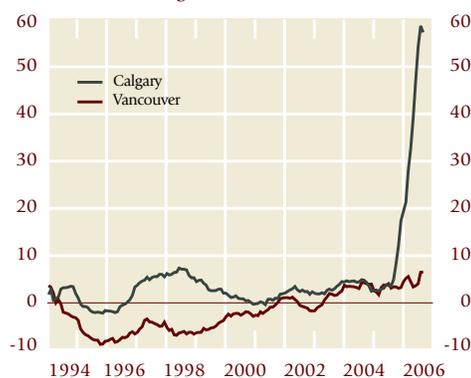
Les résultats de l'enquête CFM sont publiés rapidement et régulièrement, ce qui n'est pas le cas de ceux de l'Enquête sur la sécurité financière (ESF) de Statistique Canada⁹. De ce fait, les données de la CFM sont plus utiles pour l'analyse des évolutions récentes. Il faut cependant faire preuve d'une certaine prudence dans l'interprétation des résultats les plus récents, car ceux-ci se rapportent seulement au premier semestre de 2006; l'échantillon pour l'année en cours est donc réduit par rapport à celui des enquêtes précédentes¹⁰.

9. Au moment de rédiger le présent article, la plus récente ESF disponible était celle de 1999.

10. Au premier semestre de 2006, 5 930 ménages avaient été sondés, alors que l'échantillon annuel visé est de 12 000 ménages.

Graphique 18
Prix réels des maisons neuves dans l'Ouest du Canada*

Taux de variation en glissement annuel



* Prix nominaux corrigés par l'indice de référence
Source : Statistique Canada

Graphique 19
Prix réels des maisons neuves dans la région centrale du Canada*

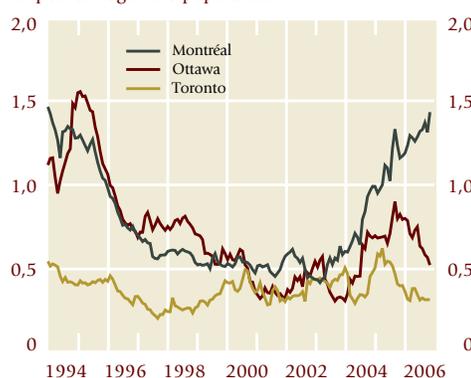
Taux de variation en glissement annuel



* Prix nominaux corrigés par l'indice de référence
Source : Statistique Canada

Graphique 20
Logements achevés récemment et inoccupés dans la région centrale du Canada

En pourcentage de la population



Source : Banque du Canada

Tableau 1

Définition des groupes d'âge et des tranches de revenu

	1	2	3	4	5
Groupes d'âge	Moins de 35 ans	Entre 35 et 49 ans	Entre 50 et 63 ans	Plus de 64 ans	
Tranches de revenu (en dollars) ^a	Moins de 32 500	Entre 32 500 et 57 499	Entre 57 500 et 84 999	Entre 85 000 et 124 999	Plus de 125 000

a. Le revenu correspond au revenu familial brut.

Tableau 2

Distribution de la dette et de l'actif selon l'âge et le revenu

En pourcentage^a

	Groupe d'âge									
	1 (22,4 %)		2 (36 %)		3 (22,6 %)		4 (19 %)		Total	
Tranche de revenu	Dette	Actif	Dette	Actif	Dette	Actif	Dette	Actif	Dette	Actif
1 (29,6 %)	2,3	0,9	2,5	1,8	1,5	2,7	1,0	4,1	7,3	9,5
2 (27,7 %)	7,3	2,7	8,9	5,7	3,6	5,9	1,4	6,9	21,2	21,2
3 (13,1 %)	6,2	2,1	7,2	4,8	2,7	4,3	0,6	3,5	16,7	14,7
4 (17 %)	9,1	3,6	14,0	9,6	4,6	6,9	0,6	4,0	28,3	24,1
5 (12,6 %)	5,7	2,9	14,9	13,2	5,4	9,9	0,5	4,5	26,5	30,5
Total	30,6	12,2	47,5	35,1	17,8	29,7	4,1	23,0	100	100

a. Les chiffres entre parenthèses représentent la proportion de ménages dans chaque groupe d'âge et chaque tranche de revenu par rapport à l'ensemble de la population.

Aux fins de notre analyse, les ménages ont été répartis selon leur revenu et leur âge (voir la classification au Tableau 1).

Deux éléments indiquent que la qualité des données recueillies dans le cadre de l'enquête CFM est satisfaisante. Premièrement, une comparaison entre les microdonnées de l'enquête CFM de 1999 et celles de l'ESF montre que les chiffres sur le revenu brut, le crédit hypothécaire et le crédit à la consommation (éléments particulièrement importants dans notre analyse du ratio du service de la dette) sont plutôt similaires. Cependant, les actifs déclarés dans l'enquête CFM sont moindres que ceux dont fait état l'ESF. Deuxièmement, comme l'illustre le Tableau 2, la distribution de la dette et des actifs par groupe d'âge et tranche de revenu est conforme aux attentes : i) près de la moitié de la dette totale est détenue par les ménages du deuxième groupe d'âge; ii) la dette des ménages au revenu le plus élevé (cinquième tranche de revenu) est importante comparativement à la taille de ces derniers dans l'ensemble de la population; iii) enfin, les actifs croissent avec le revenu.

Une analyse de la distribution de divers indicateurs d'endettement

L'endettement des ménages est habituellement évalué à l'aide de trois indicateurs : i) le ratio de la dette au revenu; ii) le ratio du service de la dette, qui mesure la fraction de leur revenu que les ménages doivent consacrer au remboursement de leur dette; iii) le ratio de la dette à l'actif, qui indique dans quelle mesure des avoirs viennent appuyer la dette. Les microdonnées nous permettent d'analyser la distribution de ces indicateurs (pour voir comment ils varient selon les tranches de revenu et comment ils ont évolué avec le temps) et de déterminer la proportion de ménages vulnérables (c'est-à-dire les ménages qui pourraient être touchés plus durement par des chocs négatifs, parce que leur ratio du service de la dette ou leur ratio de la dette à l'actif est élevé). L'analyse présentée ici porte seulement sur les ménages ayant contracté des dettes.

D'après les données de l'enquête CFM, le ratio de la dette au revenu des ménages est actuellement supérieur à son niveau de 1999 pour toutes les tranches de revenu. Néanmoins, les données montrent également que le pourcentage de ménages endettés a diminué quelque peu, passant de 78 % en 1999 à 75 % aujourd'hui. Ainsi, la hausse du ratio de la dette au revenu s'explique non pas par une augmentation de la proportion de ménages endettés, mais par l'alourdissement de leur passif.

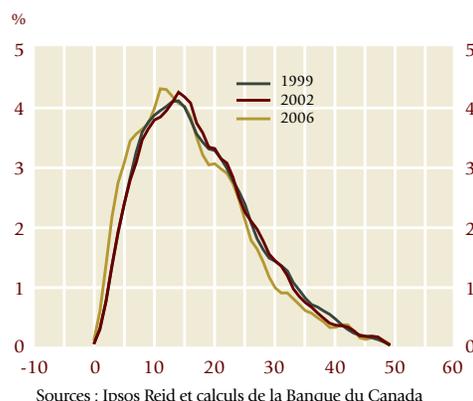
Le second indicateur utilisé pour évaluer la situation d'endettement des ménages est le ratio du service de la dette, qui correspond ici au total des paiements (intérêts et capital sur la dette) divisé par le revenu brut du ménage. Comme le montre le Graphique 21, les ménages pour qui ce ratio est faible sont plus nombreux que ceux pour qui il est élevé. On peut donc en déduire qu'une forte majorité de ménages ne devrait pas éprouver de difficultés à soutenir le fardeau de sa dette. Toutefois, la distribution du ratio du service de la dette par tranche de revenu pour l'ensemble de la période allant de 1999 à 2006 indique que davantage de ménages à faible revenu (groupe 1) que de ménages à revenu plus élevé consacrent une large part de celui-ci au remboursement de leurs dettes (Graphique 22)¹¹.

Malgré la hausse de la dette totale des ménages comparativement à leur revenu, la situation des ménages les plus vulnérables s'est légèrement améliorée (Tableau 3). Les données concernant la proportion de ménages vulnérables (soit ceux dont le ratio du service de la dette se situe au-dessus d'un seuil de vulnérabilité donné)¹² montrent que : i) la part des ménages dont le ratio du service de la dette excède 23 % a diminué ces deux dernières années et se trouve bien en deçà du sommet atteint en 2000; ii) la part des ménages dont le ratio du service de la dette est supérieur à 40 % a certes augmenté pendant la première moitié de 2006, mais demeure près de la valeur moyenne enregistrée depuis 1999. Dans l'ensemble, la proportion de la dette totale détenue par les ménages vulnérables se trouve à son niveau le plus bas pour toute la période étudiée.

Les ménages dont le ratio du service de la dette est considérable sont plus nombreux dans l'Ouest du Canada (Manitoba, Saskatchewan, Alberta et Colombie-Britannique) que dans les autres provinces. En Colombie-Britannique, ce phénomène

11. Pour examiner la distribution du ratio du service de la dette par tranche de revenu, nous avons consolidé les données des différentes années plutôt que de considérer chaque année individuellement afin d'éviter les problèmes liés aux échantillons de petite taille.
12. Les ménages sont jugés vulnérables en fonction de deux seuils relatifs au ratio du service de la dette. Le premier seuil, souvent utilisé dans la littérature, est franchi lorsque le montant des remboursements dépasse 30 % du revenu net du ménage; ce chiffre passe à 23 % une fois adapté à notre ratio du service de la dette, qui est calculé à partir du revenu brut. (Nous présumons que le revenu disponible s'établit à environ 75 % du revenu brut.) Le second seuil, fréquemment utilisé par les institutions financières, est atteint lorsque le total des remboursements excède 40 % du revenu brut du ménage.

Graphique 21
Évolution de la distribution du ratio du service de la dette au fil du temps



Graphique 22
Distribution du ratio du service de la dette par tranche de revenu

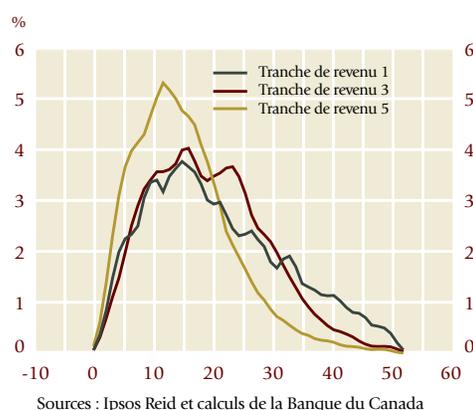


Tableau 3

Proportion de ménages dont le ratio du service de la dette (RSD) se trouve au-dessus des seuils de vulnérabilité

	Proportion de ménages dont le RSD > 23 % ^a	Proportion de la dette totale détenue par les ménages dont le RSD > 23 % ^b	Proportion de ménages dont le RSD > 40 % ^a	Proportion de la dette totale détenue par les ménages dont le RSD > 40 % ^b
1999	29,3	40,5	2,6	4,9
2000	31,2	43,8	4,6	6,3
2001	30,6	43,8	3,9	5,8
2002	28,4	41,1	3,0	4,6
2003	29,2	39,8	2,7	4,3
2004	26,3	36,5	3,6	5,6
2005	25,1	34,7	2,6	4,0
2006	25,2	34,4	3,2	4,0

a. En pourcentage de l'ensemble des ménages endettés

b. En pourcentage de la dette totale

Tableau 4

Proportion de ménages dont le ratio de la dette à l'actif (REA) est supérieur au seuil de vulnérabilité de 2

	Proportion de ménages dont le REA > 2 ^a	Proportion de la dette totale revenant aux ménages dont le REA > 2 ^b
1999	4,7	0,6
2000	5,1	0,6
2001	5,2	0,8
2002	4,7	1,1
2003	5,2	1,9
2004	6,6	3,6
2005	6,8	3,1
2006	6,9	3,6

a. En pourcentage de l'ensemble des ménages endettés
 b. En pourcentage de la dette totale

pourrait être attribué, du moins en partie, aux prix élevés des maisons à Vancouver. Néanmoins, grâce à la croissance soutenue du revenu dans ces provinces, la proportion de ménages vulnérables n'a pas augmenté pour autant dans l'Ouest canadien.

Dans l'ensemble, la distribution du ratio du service de la dette dénote que, malgré la hausse de l'endettement et des taux d'intérêt à court terme, la situation financière du secteur des ménages s'est quelque peu améliorée récemment.

Le dernier indicateur utilisé pour évaluer l'endettement des ménages est le ratio de la dette à l'actif, qui correspond à la dette totale divisée par l'actif total¹³. D'après la distribution de ce ratio, la dette et l'actif semblent assez bien appariés, c'est-à-dire que les ménages qui possèdent des dettes possèdent aussi des actifs (Tableau 2, colonne de gauche). Nous définissons ici les ménages vulnérables comme étant ceux dont le ratio de la dette à l'actif est supérieur à 2, ce qui est compatible avec le fait que, entre 1987 et 2004, le ratio moyen des ménages insolubles au Canada oscillait autour de 2 (Canada, Bureau du surintendant des faillites, 2006)¹⁴. Comme le montre le Tableau 4, la proportion de ménages vulnérables (ratio de la dette à l'actif supérieur à 2) s'est accentuée depuis 2004. Parallèlement, la part de la dette totale détenue par ces ménages s'est alourdie. Aucun seuil n'existe quant à la proportion de dette détenue par des ménages vulnérables au-delà de laquelle le système financier encourrait des risques. Toutefois, puisque la dette des ménages vulnérables représente 3,6 % de la dette du secteur, nous ne pensons pas que le système financier soit exposé à un risque accru. À titre de confirmation, il suffit d'examiner les données concernant les ménages vulnérables à la fois selon le critère du ratio du service de la dette et le critère du ratio de la dette à l'actif : la dette détenue par les ménages dont les deux ratios se situent au-dessus des seuils de vulnérabilité ne représente que 2,8 % de la dette totale des ménages quand le seuil de vulnérabilité pour le ratio du service de la dette est fixé à 23 %, et moins de 0,4 % quand ce seuil est fixé à 40 %.

Dans l'ensemble, les résultats de cette analyse cadrent avec notre conclusion antérieure : la santé financière des ménages canadiens semble plutôt bonne, la majeure partie de la dette ayant été contractée par des ménages disposant d'un revenu

13. Le ratio emprunts/actif doit être interprété avec discernement, car, comme on l'a déjà mentionné, les données de l'enquête CFM peuvent sous-estimer l'actif.

14. Dans l'étude du Bureau du surintendant des faillites, les actifs comprennent la maison, les avoirs financiers, les voitures, les meubles et les biens personnels.

ou d'actifs suffisants, ou encore les deux. Par conséquent, le secteur des ménages ne devrait pas constituer une menace sérieuse pour la stabilité du système financier canadien, du moins à court terme.

Bibliographie

Canada. Bureau du surintendant des faillites (2006). *Un survol des statistiques sur l'insolvabilité au Canada jusqu'à 2004*, document accessible dans le site de l'organisme à l'adresse strategis.ic.gc.ca.

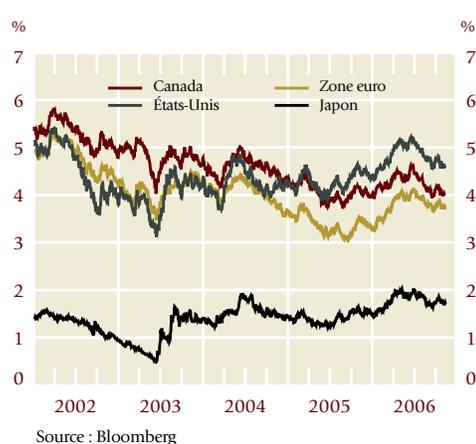
Le système financier

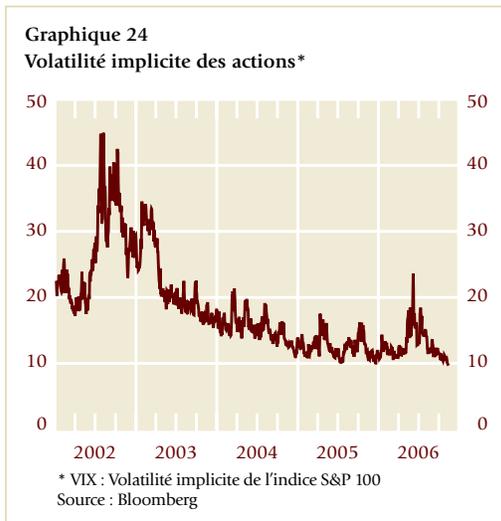
Les marchés financiers

Les prix d'un certain nombre de produits de base et d'actifs risqués, y compris ceux des actions de maints pays, ont fortement reculé en mai et juin. Comparées aux perturbations passées, les turbulences qui ont agité le marché durant ces deux mois sont relativement mineures, les prix de maints actifs financiers risqués s'étant maintenus au-dessus des niveaux observés en début d'année. Depuis la fin de juin, les cours des actions se sont en général réinscrits en hausse. Bien que les prix de certains produits de base, en particulier ceux de l'énergie, aient diminué depuis la livraison de juin de la *Revue du système financier*, leur repli s'est déroulé d'une manière ordonnée. Dans l'ensemble, la propension au risque demeure élevée en dépit de la correction survenue en mai-juin. Par conséquent, les préoccupations exprimées dans la livraison de décembre 2005 de la *Revue* quant à une sous-évaluation éventuelle du risque de marché demeurent.

Les turbulences de mai-juin peuvent être attribuées en partie à une augmentation de l'incertitude entourant les perspectives macroéconomiques, mais aussi au fait que les marchés craignaient qu'il ne faille resserrer la politique monétaire davantage que prévu pour faire obstacle aux pressions inflationnistes. Ce regain d'incertitude s'est depuis largement dissipé. Les marchés financiers s'attendent aujourd'hui à ce qu'un ralentissement de l'activité économique dans les pays industrialisés vienne freiner l'inflation et réduire ainsi le besoin d'un resserrement significatif de la politique monétaire. Cet apaisement des préoccupations liées à l'inflation a contribué à la récente décline des rendements des obligations à long terme émises par les principaux États industrialisés (Graphique 23). De plus, malgré un relèvement des taux directeurs à l'échelle internationale et les attentes de nouvelles hausses modestes dans certains pays, la croissance de l'économie mondiale est demeurée robuste.

Graphique 23
Taux de rendement des obligations d'État à 10 ans





Le contexte fondamental reste ainsi très favorable pour l'évolution des prix des actifs financiers.

Plusieurs indices donnent à penser que les investisseurs prêtent davantage attention aux facteurs fondamentaux (en discriminant entre marchés émergents par exemple), mais les signes d'une baisse globale de leur propension au risque sont plutôt rares. La récente période d'agitation des marchés a eu peu d'effet, semble-t-il, sur l'engagement des investisseurs pour les actifs à rendement élevé, moins liquides. De nombreux indicateurs portent à croire que les acteurs du marché jugent le niveau de risque relativement faible et/ou qu'ils sont peu réfractaires au risque. À ce propos, notons que la volatilité implicite de l'indice S&P (VIX) et les écarts relatifs aux obligations des marchés émergents sont tous deux récemment retombés à des creux historiques (Graphique 24).

Ce fort appétit pour le risque témoigne peut-être d'améliorations au chapitre de la gestion des risques et d'une réduction du risque systémique attribuable à la présence de nouveaux produits financiers et de nouveaux instruments de couverture ainsi qu'à une mobilité accrue des capitaux à l'échelle mondiale. Il ne faut toutefois pas écarter la possibilité d'une augmentation abrupte de la volatilité et des primes de risque, qui pourrait découler d'une croissance mondiale inférieure aux attentes ou d'une hausse de l'inflation. Nous assisterions alors à un déclin plus prononcé et plus généralisé des prix des actifs.

Les institutions financières

Les grandes banques canadiennes demeurent très rentables et bien dotées en capital. Elles ont engrangé des profits records au cours des trois premiers trimestres de 2006, et le rendement sous-jacent de leurs capitaux propres s'est établi à environ 20 % en moyenne.

Cette forte rentabilité des banques provient de l'ensemble de leurs activités. Leurs portefeuilles de prêts aux particuliers et aux petites entreprises du pays se sont encore très bien comportés. De plus, leurs activités de prêt aux grandes entreprises ont aussi connu une progression un peu plus marquée en 2006. Dans les deux cas, les banques bénéficient toujours d'une qualité de crédit très solide, en dépit de facteurs potentiellement défavorables tels que la vigueur du dollar canadien et les cours élevés du pétrole. Les activités de prise ferme et de négociation de titres ont également eu une incidence bénéfique sur les résultats. Les marges d'intermédiation financière, qui accusaient une baisse depuis un certain temps, ont commencé à se stabiliser. Certaines des banques canadiennes ont continué

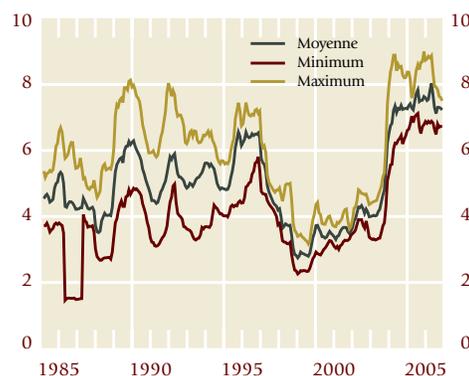
à investir et à prendre des initiatives stratégiques en vue d'accroître la rentabilité de leurs activités de détail et de leurs opérations de gestion de patrimoine aux États-Unis.

Les indicateurs de marché confirment la bonne santé financière des banques canadiennes. L'un d'eux, une mesure du risque perçu fondée sur l'approche des créances contingentes (inspirée du modèle de Merton)¹⁵, est illustré au Graphique 25. Son évolution montre que les institutions bancaires canadiennes sont solides sur le plan financier.

Les trois grandes sociétés canadiennes d'assurance de personnes ont elles aussi affiché une bonne rentabilité au cours des trois premiers trimestres de 2006. Tant leurs produits d'assurance individuelle et collective que ceux de gestion de patrimoine ont généré d'excellents résultats, quoique la tenue des marchés boursiers au deuxième trimestre ait nui dans une certaine mesure aux ventes de contrats de rente variable. Bien diversifiées géographiquement, ces entreprises ont su tirer parti de la vitalité de l'économie mondiale (même si la force du huard a rogné quelque peu la valeur en dollars canadiens des bénéfices réalisés aux États-Unis), et elles sont toujours à la recherche de nouveaux débouchés outre-mer. Les sociétés d'assurance de personnes jouissent d'une bonne dotation en capital et d'une qualité de crédit élevée en ce qui a trait à leur portefeuille de titres à revenu fixe.

La rentabilité du secteur canadien des valeurs mobilières a atteint de nouveaux sommets au premier semestre de 2006, les bénéfices d'exploitation ayant progressé de 43 % en glissement annuel. Les profits ont toutefois baissé de 20 % entre le premier trimestre, très vigoureux, et le second. Ce recul s'explique en grande partie par l'incidence négative que le repli des valeurs boursières et la plus grande volatilité des marchés observés le printemps dernier ont eue sur les marges de négociation.

Graphique 25
Distance par rapport au défaut des grandes banques



Source : Calculs de la Banque du Canada fondés sur les données du Bureau du surintendant des institutions financières et de Thomson Financial Datastream

15. Cette approche a fait l'objet d'un article dans la livraison de juin 2006 de la *Revue du système financier*.

Aspects importants de l'évolution ayant une incidence sur le système financier

La présente partie de la section « Évolution récente et tendances » porte sur les changements structurels qui touchent le système financier canadien, sa sûreté et son efficacité.

Les marchés financiers

Les billets à capital protégé

Les billets à capital protégé forment une catégorie de produits de placement en pleine expansion : ces titres, à échéance préétablie, sont assortis d'un rendement lié à celui d'un investissement sous-jacent, le plus souvent un fonds de couverture, un fonds commun de placement ou un indice boursier. L'une des principales caractéristiques de ces instruments financiers est l'assurance qu'a le détenteur de recouvrer le capital investi s'il conserve le billet jusqu'à son échéance¹⁶. Toutefois, rien ne lui garantit qu'il en tirera un revenu. La possibilité de réaliser un profit dépend du rendement que dégage le titre sous-jacent, une fois les frais et autres charges réglés au garant, au promoteur, au gestionnaire de fonds ou à toute autre institution ayant participé à la création du produit.

L'encours des billets à capital protégé au Canada a presque doublé entre 1999 et 2004 et atteint aujourd'hui 21 milliards de dollars¹⁷. Ce produit financier élargit l'éventail des possibilités offertes aux particuliers en leur permettant de détenir des actifs qui suivent l'évolution d'instruments tels que des fonds de couverture sans avoir à effectuer un investissement considérable. En outre, il permet aux investisseurs qui le souhaitent d'avoir une certaine exposition à des actifs risqués — et potentiellement très

rentables —, tout en se soustrayant en principe au risque de perte en cas de baisse.

Comme c'est le cas de toute catégorie d'actifs financiers, les investisseurs qui achètent des billets à capital protégé doivent bien comprendre les caractéristiques de cet instrument. L'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) et les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) craignent que, compte tenu de la complexité croissante des billets à capital protégé, les normes de divulgation ne soient pas suffisantes pour faire en sorte que les investisseurs éventuels reçoivent l'information adéquate sur la structure de ces instruments et les divers facteurs influençant les flux monétaires, comme les frais. Le processus d'évaluation de ces billets par les investisseurs s'en trouve compliqué. En outre, l'ACCOVAM et l'ACVM s'inquiètent du fait qu'il est possible de se procurer certains types de billets à capital protégé auprès de vendeurs n'étant pas tenus de répondre aux mêmes normes de compétence que les conseillers en placement agréés, ni de veiller à ce que les produits qu'ils vendent répondent bien aux besoins spécifiques du client.

Les lois sur le transfert des valeurs mobilières

En mai dernier, les assemblées législatives de l'Ontario et de l'Alberta ont promulgué des lois visant à moderniser l'ensemble des règles auxquelles sont assujettis le transfert et la possession de valeurs mobilières dans leur province respective. Ces nouvelles lois s'inspirent de l'article 8 du *Uniform Commercial Code* (code commercial uniforme) des États-Unis et se ressemblent dans leurs grandes lignes. D'autres provinces devraient leur emboîter le pas. L'objectif consiste à harmoniser globalement le cadre législatif d'une province à l'autre — et entre le Canada et les États-Unis —, pour faciliter les mouvements de capitaux entre territoires.

Cette amélioration des assises légales sur lesquelles reposent les opérations sur titres est essentielle à l'efficacité du système financier. La modernisation

16. Souvent, les billets à capital protégé ne sont pas garantis par la Société d'assurance-dépôts du Canada (SADC), ni par la Régie de l'assurance-dépôts du Québec. En pareil cas, la seule garantie tient à la solvabilité du garant — généralement une banque de l'annexe I ou II ou une coopérative d'épargne et de crédit — et au titre qui sous-tend le billet.

17. Source : Investor Economics

de la législation qui régit ces opérations a pris un caractère prioritaire après que les provinces canadiennes, soucieuses de combler leur retard relativement aux progrès réalisés à cet égard à l'échelle internationale, se sont livrées à diverses tentatives, qui ont eu pour résultat une mosaïque de lois manquant de cohérence entre elles. Plus précisément, la réglementation canadienne continuait de s'appuyer sur les concepts de possession et de livraison de certificats négociables. Or, ces concepts ne sont pas conciliables avec les systèmes de gestion dématérialisée, ni avec la possession indirecte de titres (c'est-à-dire par le truchement d'un intermédiaire) ou la possession directe de titres sans certificat, trois réalités de la vie d'aujourd'hui. Les concepts dépassés de transfert de titres inscrits dans les livres d'intermédiaires financiers au moyen de transferts de possession réputés sont remplacés, dans le nouveau système, par un nouvel ensemble de droits légaux et liés à la détention de positions dans un compte auprès d'un intermédiaire. En outre, la loi détermine clairement quel territoire régit le transfert de titres lorsque ces derniers sont reliés à plusieurs territoires. Ainsi renforcé, le cadre législatif devrait rehausser la confiance à l'égard du système en matière de transfert et de possession de titres, particulièrement dans le cadre d'opérations transfrontières.

Une proposition en vue d'améliorer l'application des lois en matière de valeurs mobilières

Le Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada a été mis sur pied en juin 2005 par l'ACCOVAM afin d'examiner les enjeux concernant la protection des investisseurs, la gouvernance des entreprises, l'accès aux capitaux, le fardeau réglementaire et l'application de la loi. Son objectif consistait à recommander des révisions à la législation et à la réglementation sur les valeurs mobilières au Canada, dans le but de favoriser un marché des capitaux dynamique, équitable, efficient et concurrentiel. Dans son rapport d'octobre 2006, le Groupe de travail présentait 65 recommandations concernant une réforme à l'échelle canadienne, dont 34 visaient l'application des lois sur les valeurs mobilières.

Les recommandations relatives à l'application des lois englobent une réforme à plusieurs niveaux dans tous les territoires et insistent sur la coopération en matière de ressources, de preuve et d'information. Pour le Groupe de travail, l'application de la loi doit se faire à l'échelle nationale afin qu'il se crée un savoir-faire, que les ressources soient utilisées

efficacement et que la loi soit appliquée de manière indépendante et responsable. Un programme national coopératif d'application de la loi pourrait en outre permettre d'établir des priorités en la matière et d'élaborer des systèmes d'information comptable et de collecte de données, de sorte qu'un organisme de recherche indépendant puisse effectuer des analyses quantitatives et des évaluations de rendement.

Selon le Groupe de travail, le fait d'assurer la crédibilité de la réglementation des valeurs mobilières au Canada par une application rigoureuse de celle-ci « attirera chez nous les investisseurs plus craintifs, accroissant ainsi la liquidité du marché et réduisant de ce fait le coût du financement pour les émetteurs canadiens ». Les décideurs canadiens sont invités à relever le défi et à modifier la réglementation des marchés de capitaux et son application.

Dossier

Enseignements tirés des expériences internationales en matière de transparence des marchés

Lorie Zorn

La transparence des marchés est souvent définie comme la mesure dans laquelle l'information relative aux transactions est diffusée en temps utile. Elle concerne aussi bien l'information sur les prix et les quantités disponible avant les transactions (transparence en amont) que celle ayant trait aux transactions elles-mêmes (transparence en aval). La transparence est un facteur important, car elle influe sur la qualité des marchés financiers¹⁸ et, en définitive, sur la prospérité économique d'un pays.

La Banque du Canada plaide pour le renforcement de la transparence des marchés des titres à revenu fixe depuis un certain temps (Dodge, 2004-2005 et 2005). En permettant aux opérateurs de disposer de plus d'information sur les conditions du marché, la transparence favorise normalement un fonctionnement plus efficient des marchés des titres à revenu fixe, ce qui procure des avantages directs au système financier canadien et aide la Banque à s'acquitter de ses responsabilités en matière de politique monétaire et de stabilité financière ainsi qu'à gérer la dette du gouvernement fédéral.

18. La qualité d'un marché reflète les coûts implicites et explicites de la négociation et est influencée tant par l'efficacité informationnelle, la volatilité et la liquidité que par la transparence. Se référer à Vu (2003) pour une étude de la transparence et de la qualité d'un marché.

La Banque reconnaît toutefois qu'une transparence accrue a des effets sur l'offre de liquidité et qu'au-delà d'un certain seuil, elle peut réduire la liquidité et l'efficacité des marchés. Par exemple, la transparence peut influencer directement sur les risques et les coûts associés à la tenue du marché. Étant donné la nature des titres et des participants sur les marchés des titres à revenu fixe, les teneurs de marché sont indispensables pour faciliter les transactions. Ce rôle est rempli par les courtiers en valeurs mobilières, qui engagent de leur capital pour répondre à la demande des investisseurs. À la suite d'une transaction, le courtier redistribue généralement une partie des titres qu'il a en stock parmi ses collègues, afin de réduire son degré d'exposition aux variations de prix. Cette redistribution est entravée lorsque les courtiers concurrents connaissent la position de chacun, ce qui accroît le coût de la tenue de marché et, partant, le coût de la négociation pour les investisseurs. En conséquence, la qualité des marchés des titres à revenu fixe dépend d'un délicat équilibre à trouver entre les avantages d'une transparence accrue et les retombées négatives qu'un tel accroissement pourrait avoir sur la liquidité.

Le renforcement de la transparence peut résulter de la mise en place d'incitations d'ordre réglementaire ou d'initiatives novatrices émanant du marché. Dans certains pays, la transparence des marchés des titres à revenu fixe a progressé plus rapidement qu'au Canada. Cependant, l'influence respective des autorités de réglementation et des acteurs du secteur sur la transparence varie beaucoup au sein de ces différents pays.

Le Canada peut tirer profit de l'expérience des autres pays en matière de transparence des marchés en favorisant les aspects positifs et en limitant les conséquences négatives potentielles d'une hausse de la transparence. Afin d'éclairer la prise future de décisions en ce qui concerne les marchés des titres à revenu fixe, le présent article examine les rapports entre la réglementation et la transparence, ainsi que les effets de l'imposition d'obligations de transparence sur la qualité du marché.

Réglementation et transparence

Dans la plupart des pays développés, le cadre réglementaire relatif à la transparence des marchés des titres à revenu fixe a été modelé par deux expériences communes. Premièrement, les autorités de réglementation et les décideurs publics sont devenus plus attentifs à la problématique de la transparence à mesure que progressaient les systèmes de négociation électronique et la diffusion de données dans les années 1990. Plus récemment, lorsque les scandales financiers comme celui d'Enron ont soulevé la

question de la protection des investisseurs, les autorités de réglementation se sont attachées à accroître la quantité de renseignements relatifs aux transactions destinés aux investisseurs. Les facteurs propres à chaque pays ont donné naissance à différents modèles de réglementation en matière de transparence des marchés des titres à revenu fixe.

Aux États-Unis, les problèmes très médiatisés qu'ont connus ces marchés et un vif intérêt politique ont contribué à l'établissement de règles détaillées au chapitre de la transparence, plus particulièrement pour les obligations de sociétés et de municipalités. Les titres du Trésor américain font cependant exception. À la fin des années 1980, le Congrès a fait une étude du marché de ces titres qui comportait une évaluation de l'accessibilité de l'information relative aux transactions. Le secteur des valeurs mobilières a devancé l'imposition probable de règles de transparence en mettant sur pied GovPX en 1992¹⁹. Depuis ce temps, d'autres initiatives prises par le secteur se sont soldées par un marché des valeurs du Trésor américain bien rodé et caractérisé par une grande transparence en amont, sans qu'il n'y ait eu aucun recours à la réglementation.

Les autres pays industrialisés ne possèdent pas de cadre réglementaire très développé concernant la transparence des marchés des titres à revenu fixe. Dans les pays de l'Union européenne, où les pouvoirs publics ont concentré leurs efforts sur l'intégration des marchés financiers, les règles de transparence ne sont pas aussi détaillées, et elles ne s'appliquent actuellement qu'aux titres d'emprunt qui sont négociés sur une bourse. Des règles de transparence plus strictes seront établies en novembre 2007 pour ce qui a trait aux actions, mais la question est encore à l'étude dans le cas des autres valeurs. Les décideurs européens reconnaissent que les marchés des titres d'emprunt ont une structure différente de celle des marchés des actions et qu'ils méritent donc d'être examinés séparément²⁰.

Au sein de l'Union européenne, le Royaume-Uni a étudié attentivement la question de la transparence des marchés des titres à revenu fixe au cours des cinq dernières années. Bien que des règles de portée

19. GovPX est une initiative des principaux courtiers en obligations et courtiers intermédiaires des États-Unis, qui a pour objet de rassembler et de diffuser l'information sur les cours du marché et les transactions provenant des systèmes de négociation des courtiers intermédiaires. Cette information est accessible au public dans Internet ou par l'entremise de fournisseurs spécialisés.

20. La Commission européenne doit faire connaître d'ici l'automne 2007 si elle adoptera ou non des règles de transparence pour les marchés des titres d'emprunt.

limitée concernant les obligations négociées sur les systèmes électroniques aient été mises en œuvre il y a quelques années, les autorités de réglementation du commerce des valeurs mobilières du Royaume-Uni ont décidé récemment que le degré de transparence assuré présentement — notamment en ce qui regarde la transparence en amont — était suffisant pour les opérateurs actifs sur le marché de gros. Se fondant sur leur appréciation selon laquelle il n’y a pas eu de dysfonctionnement du marché, les autorités de contrôle britanniques ont conclu qu’il n’était pas nécessaire d’adopter une réglementation plus poussée en matière de transparence pour les marchés des titres d’emprunt au Royaume-Uni²¹.

En Australie, les autorités ont explicitement opté pour une approche peu interventionniste à l’égard du marché des titres d’emprunt, y compris en ce qui concerne la transparence. Comme les marchés australiens des titres à revenu fixe fonctionnent bien, les autorités réglementaires ont jugé suffisant de simplement souligner l’importance de la transparence des marchés et n’ont pas édicté de normes particulières.

De façon générale, pour renforcer la transparence, les autorités de réglementation des autres pays industrialisés adoptent des approches qui varient énormément, les États-Unis se situant à un bout du spectre et l’Australie à l’autre. Bien que l’Europe se trouve actuellement entre ces deux extrêmes, on ne saura pas où elle se situera en définitive tant qu’elle n’aura pas terminé l’examen des marchés de titres autres que les actions.

Degré de transparence effectif

Devant l’éventail des approches possibles en matière de réglementation des marchés, et compte tenu du fait que le cadre régissant le commerce des valeurs mobilières aux États-Unis repose sur un ensemble de règles détaillées, on peut s’attendre à ce que le degré de transparence des marchés américains soit très élevé. C’est effectivement le cas, mais on trouve aussi une information abondante sur les transactions au sein de l’Union européenne, où les exigences réglementaires sont relativement modestes à l’heure actuelle. En dernière analyse, le niveau élevé de transparence des marchés dans ces deux territoires est davantage attribuable aux innovations du secteur qu’à la réglementation. Non seulement leurs marchés des titres à revenu

fixe sont très développés et concurrentiels, mais la négociation par système électronique et la diffusion des données y sont pratiques courantes. En Australie, où la négociation électronique des obligations n’est pas aussi répandue, le degré de transparence est, logiquement, plus bas.

Expériences naturelles en matière de transparence

Comment les modifications du degré de transparence ont-elles influé sur le comportement et la dynamique des marchés dans les faits? La littérature du domaine se compose essentiellement de travaux consacrés aux expériences dites « naturelles », dans lesquels sont examinés les effets de telles modifications sur le comportement des marchés des actions, notamment sur la liquidité de ceux-ci. Pour ce qui est des marchés des titres à revenu fixe, les chercheurs se sont penchés sur une seule expérience du genre jusqu’à maintenant : l’instauration d’exigences de transparence sur le marché des obligations de sociétés aux États-Unis. Aucune recherche n’a été effectuée sur la transparence des marchés des obligations d’État, probablement en raison du nombre limité de règles en la matière pour ce type d’obligations. Les travaux réalisés à ce jour sur la transparence des marchés de contrepartie (c.-à-d. des marchés où les courtiers sont les teneurs de marché) sont probablement les plus pertinents pour l’étude des marchés des titres à revenu fixe.

Trois groupes de travaux examinent l’incidence qu’ont eue sur la liquidité les modifications du niveau de transparence dans les marchés de contrepartie. On mesure généralement cette incidence sous l’angle des coûts de transaction, représentés par l’écart entre les cours acheteur et vendeur : plus les coûts de transaction sont bas, ou plus l’écart acheteur-vendeur est faible, plus la liquidité du marché est grande.

Le premier groupe d’études analyse les effets de l’adoption, en 1997, de règles de traitement des ordres sur le marché Nasdaq aux États-Unis²², lesquelles visaient à accroître de façon significative l’accès des investisseurs à l’information pré-transaction. Cinq articles différents ont conclu que, dans l’ensemble, l’établissement de ces règles avait stimulé la concurrence entre les courtiers et entraîné une baisse des écarts acheteur-vendeur affichés ainsi que des coûts de transaction effectifs.

Le second groupe de travaux traite des modifications apportées aux exigences de publication concernant

21. Les autorités de contrôle britanniques n’ont observé aucun signe d’inefficience dans le processus de formation des cours ou de non-respect des conditions d’exécution optimales sur les marchés obligataires de gros. Voir Royaume-Uni, Financial Services Authority (2006).

22. En vertu de ces règles, les courtiers étaient tenus de publier les meilleurs cours et les ordres à cours limité sur Nasdaq et les réseaux de communication électroniques.

les actions négociées à la Bourse de Londres²³. La recherche du délai approprié pour diffuser le détail des transactions était motivée par le désir de préserver la fonction de gestion des stocks des teneurs de marché de cette bourse et de ne pas nuire à la négociation de gros volumes d'actions ou de blocs de titres. Un certain nombre d'auteurs ont constaté que le fait de modifier le délai de la publication de l'information post-transaction pour les actions n'avait pas d'incidence négative; de fait, les modifications des exigences en la matière n'ont eu à peu près aucune incidence sur les prix.

Le troisième groupe d'études examine l'instauration d'un régime de transparence en aval sur le marché des obligations de sociétés aux États-Unis dans le cadre du projet TRACE²⁴. Aucun des quatre articles parus jusqu'à maintenant ne signale d'effet négatif sur la liquidité. En règle générale, le coût des transactions d'obligations publiées sur TRACE, notamment celui des transactions de faible montant, a diminué par rapport au coût de transaction des autres obligations de sociétés. Les raisons invoquées pour expliquer cette baisse varient selon les auteurs : certains disent que le pouvoir de négociation des investisseurs augmente avec le volume d'informations qu'ils possèdent; d'autres avancent que la transparence stimule la compétitivité-prix des courtiers; d'autres enfin notent que la diminution du coût d'acquisition de l'information s'accompagne d'une répartition plus large des transactions entre les courtiers.

Dans l'ensemble, ces recherches font ressortir que l'émergence de transparence dans un marché de contrepartie ne compromet pas la qualité de ce marché. En outre, elle en accroît la liquidité, à en juger par la baisse des coûts de transaction. Toutefois, les travaux effectués sur le marché londonien des actions donnent à penser que lorsqu'il existe déjà un certain degré de transparence, il est possible que l'accroissement de ce dernier ajoute peu à la liquidité du marché. En somme, la littérature semble confirmer le point de vue général voulant que la hausse de la transparence ait des

effets bénéfiques décroissants sur la liquidité et qu'une fois le seuil optimal franchi, elle se fasse au prix d'une baisse de la liquidité.

La prudence est néanmoins de mise dans l'interprétation des résultats de tous ces travaux. Premièrement, comme les modifications du niveau de transparence coïncident souvent avec d'autres changements, il est difficile d'isoler l'effet de la transparence sur la liquidité du marché et de tirer des conclusions fiables. Par exemple, certains attribuent le recul des coûts de transaction des obligations de sociétés dont font état les études portant sur TRACE à l'augmentation, ces dernières années, des opérations sur dérivés de crédit plutôt qu'au renforcement de la transparence. L'utilisation de ces instruments de crédit peut en effet entraîner une diminution des coûts que doivent assumer les courtiers pour assurer la liquidité du marché sous-jacent des obligations de sociétés, baisse dont ils peuvent faire bénéficier les investisseurs en réduisant l'écart acheteur-vendeur.

Deuxièmement, les travaux ont essentiellement porté sur la transparence des marchés des actions et des obligations de sociétés; or, non seulement ces deux catégories d'actifs sont différentes l'une de l'autre, mais encore elles diffèrent d'autres actifs comme les titres d'État. Les différences de caractéristiques entre catégories d'actifs impliquent des différences d'exposition aux risques de liquidité liés à la transparence pour les courtiers et, donc, des différences en ce qui concerne le degré de transparence approprié. Il peut même exister des différences entre des marchés où sont négociés des titres similaires. Par exemple, les autorités de réglementation britanniques ont conclu que l'institution de règles de transparence analogues à celles du projet TRACE n'aurait pas les mêmes effets au Royaume-Uni qu'aux États-Unis, en raison de la nature différente des marchés britannique et américain des obligations de sociétés²⁵. Par conséquent, les observations issues d'un marché précis ne valent pas nécessairement pour d'autres marchés.

Applicabilité au Canada

Les expériences vécues par les autres pays jusqu'à maintenant démontrent que la transparence peut avoir un effet bénéfique sur la qualité du marché et que les autorités de réglementation aussi bien

23. Sur une période de dix ans, cinq régimes de publication se sont appliqués successivement aux transactions de montant élevé pour lesquelles les courtiers servaient d'intermédiaire. Ces régimes sont allés de la publication immédiate des prix et des quantités au début de la période à la publication des cours dans un délai de 24 heures; le régime actuel veut que l'on publie les prix et les quantités après 60 minutes.

24. Dans le cadre du projet TRACE (*Trade Reporting and Compliance Engine*), on a débuté en juillet 2002 la publication d'information sur les prix et les quantités pour une première série de transactions d'obligations de sociétés; dans les trois années qui ont suivi, ce régime a été étendu progressivement à presque toutes les transactions d'obligations de sociétés et les délais de diffusion ont été réduits.

25. Par exemple, au Royaume-Uni, il y a proportionnellement moins de participants directs au marché de détail des obligations de sociétés, et l'activité des courtiers est plus orientée vers la tenue de marché que vers l'intermédiation, contrairement à ce que l'on observe aux États-Unis. Cela implique que les courtiers britanniques sont plus exposés au risque qu'un renforcement de la transparence provoque une baisse de la liquidité.

que les intervenants du secteur ont un rôle à jouer. Il reste toutefois à déterminer quel niveau de transparence est approprié pour les marchés des titres à revenu fixe, comment parvenir à ce niveau de transparence et, en particulier, comment le traduire, s'il y a lieu, dans des règles spécifiques.

Voici donc les points sur lesquels pourraient choisir de se concentrer les parties intéressées lorsqu'elles se pencheront sur la question de la transparence au Canada.

La transparence des marchés des titres à revenu fixe doit être considérée indépendamment de celle des marchés des actions. La structure tout à fait particulière des marchés des titres d'emprunt détermine une façon unique de parvenir au niveau de transparence approprié, et les autorités de réglementation des États-Unis comme celles de l'Union européenne l'ont bien compris. En outre, les modalités de participation et les pratiques de négociation varient selon la catégorie de titres à revenu fixe (elles ne sont pas les mêmes, par exemple, pour les obligations de sociétés et les obligations d'État), ce qui tend à justifier l'adoption d'approches différentes en matière de transparence.

Les autorités de réglementation ne devraient intervenir que si les marchés présentent des signes de dysfonctionnement ou que si l'on a de bonnes raisons de croire que les avantages de la réglementation l'emporteront sur ses coûts. Les autorités de contrôle britanniques et australiennes sont d'avis qu'il n'est peut-être pas nécessaire d'imposer des obligations de transparence à un marché des titres à revenu fixe quand celui-ci fonctionne bien. En outre, les innovations introduites par le marché peuvent apporter des solutions d'ordre non réglementaire au problème de la transparence.

L'adoption généralisée des technologies de négociation par les acteurs du marché est un facteur important du renforcement de la transparence. L'expérience américaine et européenne montre que plus les participants recourent aux systèmes de négociation électroniques et aux services de diffusion de données, et plus ces systèmes et ces services sont perfectionnés, plus le niveau de transparence est élevé. En étudiant des façons de régler la question de la transparence, les responsables des politiques devraient prendre en considération l'état de la technologie, et, s'ils choisissent d'imposer une réglementation, celle-ci ne devrait pas empêcher les intervenants de tirer parti des percées technologiques dans l'avenir pour réaliser des gains d'efficacité.

La transparence en amont est précieuse aux yeux des investisseurs, et elle entre moins en conflit avec la

fonction de tenue du marché. Fait plus important encore, les marchés qui affichent un haut degré de transparence en amont, comme le marché des titres du Trésor américain, peuvent être très efficaces. Les autorités de contrôle aux États-Unis et au Royaume-Uni reconnaissent que l'information pré-transaction peut être aussi représentative des cours du marché que l'information post-transaction.

État actuel de la transparence des marchés canadiens des titres à revenu fixe

Au Canada, les autorités de réglementation, les responsables de l'élaboration des politiques et les autres intervenants se penchent depuis de nombreuses années sur la question de la transparence des marchés des titres à revenu fixe. Ici comme ailleurs, le débat a pris de l'ampleur pour diverses raisons, dont l'apparition des systèmes de négociation électroniques et l'attention accrue qu'accordent les autorités de contrôle à la protection des intérêts des investisseurs particuliers. Du point de vue de la réglementation, les solutions apportées à la problématique de la transparence des marchés des titres d'emprunt évoluent. À l'heure actuelle, le Canada applique des règles de transparence uniquement à certaines obligations de sociétés; les titres d'État sont exemptés de l'application de ces règles jusqu'au 31 décembre 2006²⁶. Il n'en reste pas moins que les exigences canadiennes en matière de transparence des marchés des titres d'emprunt de sociétés sont plus poussées que celles des autres grands pays²⁷.

Malgré l'absence d'obligation de transparence pour les titres d'État au Canada, les initiatives prises par le secteur ont eu pour effet de hausser le niveau de transparence dont bénéficient les opérateurs. Au cours des dernières années, plusieurs systèmes de

26. La question de la transparence est traitée dans la Norme canadienne 21-101 (*Le fonctionnement du marché*), la Norme canadienne 23-101 (*Les règles de négociation*) (désignées globalement sous le nom de « textes sur les SNP ») et les instructions complémentaires qui s'y rapportent. En juillet 2006, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont proposé des modifications aux règles de transparence s'appliquant aux titres d'emprunt publics. On trouvera le texte de la proposition à l'adresse www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilières/Normes/0-Avis_21-101-23-101_fr_cons.pdf. Pour connaître la réponse conjointe de la Banque du Canada et du ministère fédéral des Finances à cette proposition, voir www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part2/Comments/21-101/com_21-101_index.jsp.

27. Aux États-Unis, les seuls renseignements exigés dans le cas des obligations de sociétés et de municipalités concernent les transactions conclues. Les transactions d'obligations du gouvernement fédéral ne sont soumises à aucune exigence d'information. Au Canada, les règles de transparence s'appliquant aux obligations de sociétés concernent la transparence en amont aussi bien que la transparence en aval.

négoce électronique et entreprises de diffusion de données ont vu le jour au Canada, ce qui s'est traduit par une augmentation sensible du volume d'informations sur les transactions de titres à revenu fixe. En outre, les cours des titres d'emprunt publics de référence sont désormais publiés dans plusieurs sites Internet. Même si les nouvelles technologies de négociation et de diffusion de données sont des phénomènes relativement récents au Canada, elles semblent bien se développer sous l'impulsion des intervenants du secteur.

Regard sur l'avenir

La transparence des marchés des titres à revenu fixe est un sujet dont les responsables des politiques, de par le monde, n'ont pas fini de débattre. Même les pays qui ont imposé des règles de transparence réévaluent continuellement l'incidence de ces dernières au regard de l'évolution du secteur. Au Canada, les autorités de réglementation, les décideurs et les autres intervenants continueront de s'inspirer des expériences et des réflexions des autres pays afin de déterminer quelle approche à long terme adopter en ce qui concerne la transparence des marchés canadiens des titres à revenu fixe.

Bibliographie

- Barclay, M. J., W. G. Christie, J. H. Harris, E. Kandel et P. H. Schultz (1999). « Effects of Market Reform on the Trading Costs and Depths of Nasdaq Stocks », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 1, p. 1-34.
- Bessembinder, H., W. Maxwell et K. Venkataraman (2005). « Market Transparency, Liquidity Externalities and Institutional Trading Costs in Corporate Bonds », document de travail, Université de l'Utah.
- Board, J., et C. Sutcliffe (2000). « The Proof of the Pudding: The Effects of Increased Trade Transparency in the London Stock Exchange », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 27, n° 7-8, p. 887-909.
- Breedon, F. J. (1992). « Intraday Price Formation on the London Stock Exchange », document de travail, Financial Markets Group, London School of Economics.
- Chung, K. H., et R. A. Van Ness (2001). « Order Handling Rules, Tick Size, and the Intraday Pattern of Bid-Ask Spreads for Nasdaq Stocks », *Journal of Financial Markets*, vol. 4, n° 2, p. 143-161.
- Dodge, D. (2004-2005). « L'efficacité du système financier : une nécessité pour le Canada », allocution prononcée devant l'Empire Club of Canada et le Canadian Club of Toronto, *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 49-54.
- (2005). « Un cadre réglementaire approprié, gage d'un système financier efficient », allocution prononcée devant la Toronto CFA Society, *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 57-61.
- Edwards, A. K., L. E. Harris et M. S. Piwowar (2004). « Corporate Bond Market Transparency and Transaction Costs », document de travail, Securities Exchange Commission.
- Edwards, A. K., M. Nimalendran et M. S. Piwowar (2006). « Corporate Bond Market Transparency: Liquidity Concentration, Informational Efficiency, and Competition », document de travail, Securities Exchange Commission.
- Gemmell, G. (1996). « Transparency and Liquidity: A Study of Block Trades on the London Stock Exchange under Different Publication Rules », *Journal of Finance*, vol. 51, n° 5, p. 1765-1790.
- Goldstein, M. A., E. Hotchkiss et E. R. Sirri (2005). « Transparency and Liquidity: A Controlled Experiment on Corporate Bonds », document de travail, Collège Babson.
- McInish, T., B. F. Van Ness et R. A. Van Ness (1998). « The Effect of the SEC's Order-Handling Rules on Nasdaq », *Journal of Financial Research*, vol. 21, n° 3, p. 247-254.
- Royaume-Uni. Financial Services Authority (2006). *Trading Transparency in the UK Secondary Bond Markets. Feedback Statement*.
- Saporta, V., G. Trebeschi et A. Vila (1999). « Price Formation and Transparency on the London Stock Exchange », document de travail n° 95, Banque d'Angleterre.
- Simaan, Y., D. G. Weaver et D. K. Whitcomb (2003). « Market Maker Quotation Behaviour and Pre-Trade Transparency », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 3, p. 1247-1268.
- Vu, Tran-Minh (2003). « Transparence du marché canadien des titres à revenu fixe : possibilités et contraintes », *Revue du système financier*, Banque du Canada (décembre), p. 61-65.

Dossier

Les fonds négociés en bourse

Harri Vikstedt

Bien qu'ils aient vu le jour en 1993 aux États-Unis, les fonds négociés en bourse (FNB) constituent un instrument de placement relativement nouveau au Canada²⁸. Ces fonds investissent sensiblement dans les mêmes catégories d'actifs que les fonds communs de placement. Ils sont cotés en bourse, jouissent d'un haut degré de liquidité et sont accessibles tant aux investisseurs particuliers qu'institutionnels. Les FNB permettent d'acquérir en une seule transaction des actifs qui suivent l'évolution d'un indice du marché ou d'une catégorie d'actifs précise, tels les produits de base, ce que les investisseurs particuliers n'ont pas toujours eu la possibilité de faire par le passé.

Les fonds d'actions, qu'ils soient liés à un indice général ou à un secteur, représentent plus de 90 % de l'encours du marché mondial des FNB, qui s'élève à 500 milliards de dollars É.-U. Les 10 % restants sont composés des FNB de titres à revenu fixe, introduits en 2002, et des FNB de produits de base, apparus plus récemment.

Le présent article fait un survol des FNB et explique en quoi ils sont utiles aux investisseurs désireux d'acheter des actifs dont le rendement calque celui d'un indice ou d'une catégorie d'actifs en particulier. La première section expose la structure de base des FNB et souligne que ces derniers ont accru l'efficacité du marché en abaissant les coûts, en améliorant la transparence et en contribuant à compléter les marchés grâce au meilleur accès des particuliers à ceux-ci. La seconde section présente une vue d'ensemble du marché mondial des FNB et met en relief les données propres au Canada.

La structure d'un FNB

Les fonds négociés en bourse sont des instruments de placement à gestion passive, constitués d'un portefeuille sous-jacent de valeurs mobilières dont les parts sont vendues à des investisseurs. Ils sont conçus de manière à reproduire fidèlement le rendement d'un panier de titres (un indice) ou d'un actif précis. Les investisseurs bénéficient d'un rendement équivalent à celui de l'indice ou de l'actif sous-jacent, déduction faite des honoraires versés au gestionnaire du portefeuille.

Les FNB possèdent à la fois les caractéristiques d'un fonds à capital variable et d'un fonds à capital fixe

(Tableau 5). Tout comme ce dernier, ils sont cotés en bourse et se négocient de la même façon qu'une action lorsque le marché est ouvert. Leur processus particulier de création et de rachat de parts les distingue toutefois des fonds à capital fixe. En effet, le nombre de parts en circulation peut être augmenté ou diminué quotidiennement, au gré de la demande²⁹. Cette façon de procéder élimine le problème potentiel de la vente à escompte ou à prime des parts du fonds par rapport à la valeur liquidative des actifs sous-jacents.

Du fait qu'ils donnent à l'investisseur la possibilité de connaître les prix des parts tout au long de la journée et d'exécuter des ordres à cours limité ou à seuil de déclenchement, les FNB offrent une solution de rechange intéressante aux fonds communs indiciels. Les FNB sont par ailleurs très transparents, puisqu'ils permettent à l'investisseur de se renseigner au jour le jour sur la composition du portefeuille sous-jacent. D'autre part, ces fonds reproduisent en principe plus fidèlement le rendement d'un indice, étant donné qu'ils sont investis en entier et que des réserves n'ont pas à être constituées en prévision des rachats. Enfin, ils sont soumis à un traitement fiscal plus direct, et leur structure fait habituellement en sorte qu'un gain en capital n'est généré que lorsque les parts sont effectivement vendues³⁰. Bien qu'ils présentent de nombreux avantages, les FNB ne font toutefois pas l'objet d'une gestion active, si bien que leur performance ne dépasse jamais celle de l'indice suivi.

En tant qu'outil de gestion de portefeuille, les FNB peuvent être utilisés à des fins diverses, qu'il s'agisse d'opérations de couverture ou de spéculation à court terme, de placements dans certaines composantes d'un indice boursier, ou de la modification à coût avantageux de la composition d'un portefeuille. Les investisseurs particuliers et institutionnels se servent aussi des FNB pour poursuivre des stratégies d'achat à long terme.

En favorisant un accès plus facile et direct à des catégories d'actifs telles que les produits de base,

28. Les investisseurs canadiens ont accès aux FNB américains depuis le lancement de ces derniers, en 1993.

29. Les participants désignés (courtiers intermédiaires ou courtiers en valeurs mobilières) peuvent créer de nouvelles parts en ajoutant des actifs sous-jacents dans le FNB lorsque la demande à l'égard de ce dernier s'accroît. À l'inverse, lorsque celle-ci diminue, ils peuvent racheter des parts existantes en reprenant possession des actifs sous-jacents du FNB contre remise des parts. Ils peuvent également procéder à l'une ou l'autre opération si le prix du FNB s'écarte de la valeur liquidative.

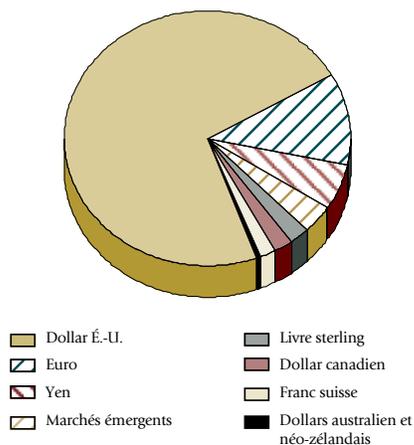
30. Les bénéfices réalisés sur le portefeuille d'un FNB doivent être distribués aux détenteurs de parts au plus tard à la fin de l'exercice. De tels bénéfices peuvent être dégagés à la suite d'un rééquilibrage de l'indice ou de la prise de mesures destinées à satisfaire aux exigences en matière de diversification.

Tableau 5
Comparaison des structures de financement

	Fonds à capital variable	Fonds à capital fixe	FNB
Frais de gestion	Variables	Élevés	Bas
Transparence	Périodique	Périodique	Continue (chaque jour)
Plateforme multicourtiers	Non	Plateforme multicourtiers ou bourse	Bourse
Suivi d'un indice	Parfois	Parfois	Oui
Valeur liquidative	À la clôture de la séance	À la clôture de la séance	Données intrajournalières
Prix des parts	Valeur liquidative	+/- la valeur liquidative	En temps réel
Exécution	À la clôture de la séance	En temps réel	En temps réel

Source : Barclays Capital

Graphique 26
Marché mondial des fonds négociés en bourse selon la devise d'émission



le développement du secteur des FNB a contribué à une efficacité accrue du marché, dont profitent surtout les particuliers. Ce type de fonds représente un instrument utile pour les investisseurs, tant particuliers qu'institutionnels, qui désirent diversifier leurs portefeuilles aux niveaux mondial, régional et sectoriel. Pour les particuliers notamment, les FNB ont également rendu plus simple, transparente et économique la gestion d'un portefeuille. La possibilité de conclure des transactions aux cours intrajournaliers permet aussi aux investisseurs de gérer plus prudemment les risques liés à leurs placements.

Aperçu du marché des FNB

Le premier FNB, inscrit à la cote de l'American Stock Exchange le 22 janvier 1993, était conçu pour reproduire la performance de l'indice S&P 500. Un second fonds du même type, qui calquait pour sa part l'indice S&P MidCap 400, a été créé en 1995. L'année suivante, 17 FNB reliés à des marchés boursiers internationaux ont vu le jour.

L'encours du marché des FNB dépasse aujourd'hui les 500 milliards de dollars américains, répartis entre plus de 650 fonds. De ceux-ci, 20 sont des fonds en dollars canadiens, dont la capitalisation totale excède les 12 milliards de dollars canadiens. Au Canada, le marché des FNB demeure très modeste comparativement au marché traditionnel des fonds communs de placement. La taille du premier équivaut à un peu plus de 2 % de celle du second, soit un peu moins de la moitié du pourcentage correspondant enregistré aux États-Unis. À l'échelle internationale, le marché des FNB reste dominé par les États-Unis; au-delà de 70 % des actifs sous gestion sont libellés en dollars américains (Graphique 26), et la plupart sont négociés sur des bourses américaines. Si, à l'origine, les participants étaient principalement des institutions, on constate que ce marché attire un nombre croissant de particuliers à mesure qu'il se développe.

Les parts de la majorité des FNB canadiens ont été émises par Barclays Global Investors, sous la marque de commerce iShares. Cette firme détient la plus grande part du marché mondial des FNB au regard de la capitalisation boursière. Le fonds iShares S&P/TSX 60, qui reproduit l'indice TSX 60, représente en capitalisation plus de 60 % du marché canadien des FNB. Ce fonds se classe au quatorzième rang de tous les FNB dans le monde pour la capitalisation. Les FNB d'obligations constituent plus de 8 % du marché canadien de ce type de fonds, un pourcentage légèrement supérieur à celui enregistré aux États-Unis, mais inférieur au chiffre de 12 % observé en Europe. Il n'existe aucun FNB de produits de base proprement

canadien, quoique le fonds iShares COMEX Gold Trust, libellé en dollars américains, soit aussi coté à la Bourse de Toronto.

Les dix plus gros FNB au monde, du point de vue de la capitalisation boursière, sont tous établis aux États-Unis³¹. Fonds les plus anciens pour la plupart, ils comptent pour environ 35 % du marché mondial. Le premier à avoir été créé, connu sous le nom de Spiders (pour « Standard & Poor's Depository Receipts »), est toujours le plus important, et de loin, avec des actifs d'un peu plus de 56 milliards de dollars É.-U.

De ces dix premiers FNB, le seul fonds de valeurs autres que des actions est le fonds streetTRACKS Gold Trust, qui suit les prix au comptant de l'or et qui est entré en activité à la fin de 2004. Bien qu'ils ne forment encore qu'une fraction du marché, les FNB de produits de base³² ont le potentiel d'accroître considérablement l'efficacité du système financier, en aidant à compléter les marchés. Avant l'apparition de ce type d'instrument, il était malaisé pour les particuliers d'acquérir des actifs financiers reflétant directement les cours des matières premières, et ce, pour diverses raisons, dont les frais de transaction et d'entreposage élevés. Les FNB de produits de base permettent aux petits investisseurs de diversifier davantage leur portefeuille. D'ailleurs, le renchérissement de plusieurs matières premières, durant la première moitié de 2006, a peut-être résulté en partie de l'expansion du marché des FNB et de la satisfaction de la demande refoulée provenant de ces investisseurs.

On s'attend à ce que le marché des FNB continue de croître à un rythme soutenu, à mesure que de nouveaux investisseurs découvriront ce produit. Cependant, l'essor de cet instrument au-delà des fonds d'actions dépendra de l'accroissement de la liquidité des marchés des autres actifs sous-jacents.

31. Bloomberg, données au 25 septembre 2006

32. Contrairement aux FNB traditionnels, certains FNB spécialisés dans les produits de base peuvent détenir des contrats à terme, et non le produit sous-jacent lui-même.