

Évolution

récente et

tendances

Nota

Sauf indication contraire, les données utilisées dans le présent document sont celles qui étaient disponibles au **1^{er} juin 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 la section *Évolution récente et tendances* 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 de la section 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 financières.

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 du 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

- Il demeure peu probable qu'un choc ait des répercussions négatives importantes sur le système financier canadien.
- Les institutions financières, les autres sociétés et les ménages canadiens sont en bonne santé financière et bien placés pour surmonter les chocs.
- Un revirement marqué des prix des actifs risqués est encore possible, mais, jusqu'à maintenant, les marchés ont bien résisté aux chocs négatifs.
- Il y a toujours un léger risque que la correction des déséquilibres mondiaux entraîne un sérieux ralentissement de l'expansion économique mondiale et une nette augmentation de la volatilité des marchés financiers. Ce risque pourrait toutefois être plus faible qu'on ne le croyait précédemment.
- Les répercussions d'une éventuelle pandémie de grippe ont fortement retenu l'attention à l'échelle nationale et internationale au cours des derniers mois.

Évaluation globale

En général, les ménages, les entreprises et les institutions financières sont en bonne santé financière. Cette situation tient en partie à une conjoncture macroéconomique très favorable. Elle est aussi

attribuable à l'amélioration des pratiques de gestion des risques dans les sociétés financières et à la prudence dont font preuve les autres sociétés dans leurs décisions financières.

Le climat macroéconomique a été particulièrement clément ces dernières années, à la faveur d'une croissance mondiale robuste, des prix élevés des matières premières et de solides bénéfices. Dans l'ensemble, l'économie canadienne s'est remarquablement bien adaptée aux changements marqués des prix relatifs, dont l'appréciation considérable du dollar canadien, même si celle-ci et l'intensification de la concurrence à l'échelle du globe posent encore problème pour de nombreuses entreprises.

La volatilité observée sur les marchés financiers au cours des dernières années a été extrêmement faible, ce qui a contribué à réduire les primes de risque à un niveau très bas. En mai, toutefois, la volatilité s'est soudainement accentuée sur les marchés des produits de base et des changes ainsi que sur les marchés boursiers, dans un contexte d'incertitude accrue quant à la robustesse de l'économie mondiale et l'évolution future de l'inflation aux États-Unis. En outre, les prix des actifs risqués ont subi une légère correction. Néanmoins, la volatilité et les écarts de taux demeurent à des niveaux historiquement bas. Il est possible qu'une accentuation plus prononcée de la volatilité des marchés conduise à une hausse notable des primes de risque. La question qui se pose alors est de savoir quel serait le degré de résilience des marchés mondiaux face à une telle hausse.

Les déséquilibres croissants des balances courantes à l'échelle internationale sont une source d'inquiétude. Ils reflètent principalement un mauvais appariement entre l'épargne et l'investissement parmi les grandes régions du globe, notamment les importantes épargnes de précaution en Asie et le faible niveau d'épargne aux États-Unis. Selon le scénario de référence présenté par la Banque du Canada dans sa livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, ces déséquilibres diminueront progressivement, au fur et à mesure que l'épargne

privée et publique remontera aux États-Unis et que la demande intérieure se renforcera dans le reste du monde.

Cependant, il y a un risque que l'ajustement entraîne une forte volatilité sur les marchés et de grandes variations des taux de change, qui se propageraient à l'économie réelle, en partie par l'intermédiaire d'une baisse de confiance parmi les consommateurs et les investisseurs et, peut-être, de l'imposition de mesures protectionnistes. Cela provoquerait un ralentissement marqué de la croissance économique mondiale et un recul des prix des produits de base. Plus les déséquilibres des comptes courants internationaux s'accroissent, plus l'ajustement pour les réduire devra être important. Et plus il y aura d'obstacles à un ajustement dicté par le marché, plus le risque que cet ajustement soit désordonné sera grand.

Bien que ces déséquilibres aient continué de se creuser récemment, on a pu observer certains signes d'une modification des politiques, qui pourrait favoriser un ajustement ordonné. Qui plus est, l'expansion économique est en train de se généraliser, avec le raffermissement de l'activité au Japon et, dans une moindre mesure, en Europe. Dans l'ensemble, le risque d'une résorption désordonnée des déséquilibres semble plus faible que ce que l'on avait estimé précédemment.

Quelles implications ces risques comportent-ils pour le Canada?

Un ralentissement de l'économie mondiale, conjugué à une forte poussée du dollar canadien, pourrait se traduire par un fléchissement des exportations canadiennes et des prix des matières premières, ce qui serait susceptible de réduire les bénéfices des entreprises du pays et d'affaiblir la capacité des ménages à rembourser leurs dettes. L'augmentation des primes de risque des actifs risqués qui s'opérerait à l'échelle internationale influencerait vraisemblablement sur les prix de ce genre d'actifs au Canada de même que sur les bilans des entités du pays qui détiennent de tels actifs à l'étranger.

Situation financière au Canada

À l'heure actuelle, les institutions financières canadiennes sont bien placées pour faire face à des chocs. Les grandes banques sont rentables et bien dotées en capital, et elles ont recours à des modèles sophistiqués de gestion des risques. Des indicateurs de marché donnent à penser que les marchés considèrent que la situation financière des grandes banques du Canada est saine.

Les sociétés non financières du pays semblent avoir fait preuve de prudence à un moment du cycle conjoncturel où la prise de risques peut souvent

Encadré 1

Le risque de pandémie

Les répercussions éventuelles d'une pandémie de grippe ont récemment fait l'objet de discussions dans un certain nombre de rencontres internationales, notamment celles de l'Instance conjointe et du Forum sur la stabilité financière. Une très grande incertitude plane quant au moment où se déclencherait une telle pandémie et à sa gravité. Sur le plan économique, les principaux facteurs à considérer seraient une hausse de l'absentéisme liée à la maladie, un dérèglement de la chaîne d'approvisionnement et les retombées possibles sur la confiance. L'ampleur des perturbations économiques serait en partie fonction de la mesure dans laquelle les entreprises se sont préparées à faire face à un absentéisme important.

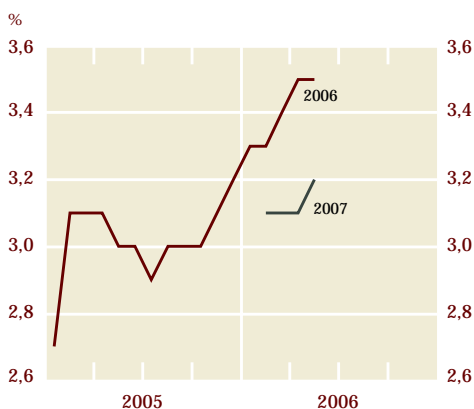
La proportion des défauts de paiement sur les prêts accordés par les institutions financières aux ménages et aux sociétés grimperait probablement, tandis que l'accroissement du taux de mortalité ferait augmenter le montant des indemnités versées par les compagnies d'assurance vie.

Le Fonds monétaire international (FMI) s'est employé activement à mieux faire connaître les conséquences économiques et financières qui pourraient découler d'une pandémie¹. L'organisme a aussi encouragé la coopération entre pays en ce qui concerne l'élaboration de pratiques exemplaires et la préparation de plans d'urgence visant à composer avec l'absentéisme dans le secteur financier.

Le gouvernement fédéral a mis en place un plan national de lutte contre la pandémie de grippe et, dans le budget de mai 2006, a alloué 1 milliard de dollars sur cinq ans en vue d'améliorer davantage l'état de préparation du pays pour faire face à une pandémie. Le Bureau du surintendant des institutions financières travaille avec les institutions financières à cerner les défis associés à une éventuelle pandémie et les mesures d'intervention optimales en pareil cas.

1. Voir le site du FMI, à l'adresse www.imf.org.

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



* Les prévisions portent sur 46 pays.
Source : Consensus Economics Inc.

créer des vulnérabilités et ainsi occasionner des problèmes lorsque l'environnement macroéconomique devient moins favorable. Beaucoup d'entre elles réalisent des bénéfices substantiels, qu'elles utilisent pour faire fléchir leurs ratios des emprunts aux capitaux propres et pour accroître leurs avoirs liquides. Plusieurs secteurs, cependant, souffrent de l'appréciation du dollar, des coûts élevés des intrants et de la concurrence accrue sur les marchés internationaux.

Les ménages ont enregistré une hausse notable de leur endettement, le crédit consenti à ce secteur ayant crû d'environ 11 %. Malgré cet alourdissement et les majorations récentes des taux d'intérêt, le ratio du service de la dette des ménages reste faible, en partie parce que les marges de crédit garanties par l'avoir propre foncier se substituent aux autres formes de prêt personnel. Une analyse du marché des copropriétés confirme l'évaluation présentée dans la *Revue du système financier* de décembre 2005, à savoir que le risque d'un renversement marqué de la tendance des prix des logements dans les principaux marchés canadiens paraît limité. Depuis décembre 2005, les prix des maisons ont connu une vive ascension, mais ce mouvement a été largement confiné aux villes de l'Ouest canadien. Nous pensons encore que le secteur des ménages pose peu de risques au système financier. Cependant, si les perspectives économiques venaient à s'assombrir ou si les taux d'intérêt devaient monter de façon appréciable, il ne fait aucun doute que la situation financière de certains ménages se dégraderait considérablement.

Le contexte macrofinancier

La croissance de l'économie mondiale s'est poursuivie à un rythme soutenu durant ces derniers mois. Les indicateurs de l'activité réelle et de la santé financière demeurent robustes, et les perspectives économiques à l'échelle du globe sont meilleures que celles dont faisait état notre précédente livraison. Il semble toutefois que les pressions inflationnistes s'intensifieraient aux États-Unis. En conséquence, les rendements obligataires ont sensiblement augmenté et la volatilité s'est accrue sur les marchés des produits de base et des changes ainsi que sur les marchés boursiers.

L'évolution de la conjoncture internationale

Malgré le renchérissement du pétrole, les prévisions relatives à l'expansion de l'économie mondiale en 2006 ont été revues à la hausse depuis la parution de la *Revue du système financier* de décembre 2005 (Graphique 1), du fait principalement de

l'amélioration des perspectives en Asie — Japon compris — mais aussi, dans une moindre mesure, en Europe. Les prévisions pour 2007 indiquent une légère modération de l'activité à l'échelle internationale, due en partie au resserrement monétaire opéré par de nombreux pays afin d'équilibrer l'offre et la demande globales.

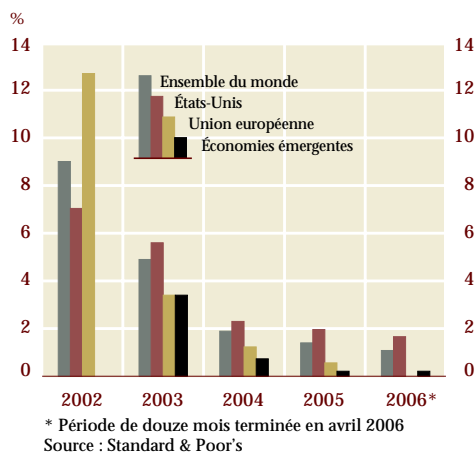
Les bénéfices élevés des entreprises et les conditions de financement favorables continuent de se refléter dans les divers indicateurs de stress financier, tels les taux de défaillance. Selon Standard & Poor's, le taux de défaillance mondial des sociétés émettrices de titres spéculatifs est descendu à 1,1 % au cours de la période de douze mois qui s'est terminée en avril 2006, ce qui constitue le plus bas niveau enregistré en plus de vingt ans (Graphique 2).

Les États-Unis

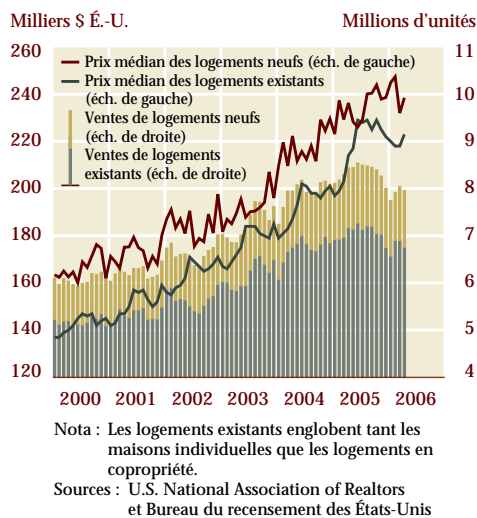
Aux États-Unis, le marché du logement, qui a commencé à fléchir au milieu de 2005, continue de retenir l'attention. Jusqu'à présent, la baisse des prix observée a été modérée et ordonnée, le prix médian des logements neufs et existants ayant reculé de moins de 5 % par rapport à leurs sommets récents (Graphique 3). Depuis le pic de l'été 2005, le marché de la revente s'est contracté de 5 %, et celui du neuf, de 12 %, ce dernier segment formant toutefois une part beaucoup plus petite du marché de l'habitation. Jusqu'à maintenant en 2006, le stock moyen de logements neufs invendus représente plus que les ventes normalement effectuées en cinq mois et il dépasse largement la moyenne de 4,1 mois obtenue pour les cinq années précédentes. Les demandes de prêt hypothécaire classique ont chuté d'environ 40 % depuis le milieu de l'année dernière.

Le boom immobilier actuel se caractérise par une hausse substantielle du nombre des créances dites « à risque ». Les prêts hypothécaires non traditionnels, comme les prêts hypothécaires à taux variable, les prêts hybrides ainsi que les prêts hypothécaires de deuxième rang doublés d'une marge de crédit garantie par l'avoir propre foncier, sont aujourd'hui courants, tout comme le sont l'octroi de prêts assortis d'une période initiale durant laquelle seuls les intérêts doivent être payés, ou encore l'acceptation de dossiers ne contenant pas tous les documents habituellement exigés. Si ces pratiques font grimper le taux d'accession à la propriété et diminuer le montant des paiements requis des consommateurs, elles augmentent parallèlement les risques de défaut et exposent un nombre accru de propriétaires au risque de relèvement des taux d'intérêt. Les prêts hypothécaires à risque, les prêts hypothécaires de deuxième rang et les marges de

Graphique 2
Taux de défaillance à l'égard des obligations de la catégorie spéculative

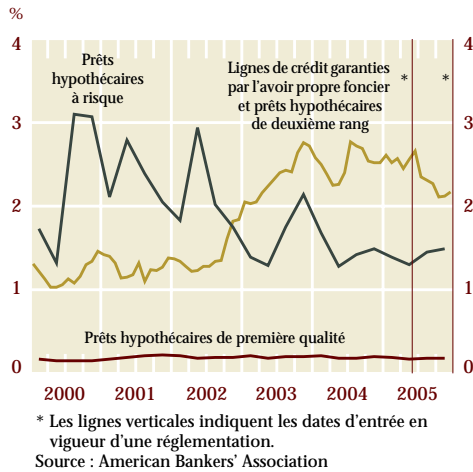


Graphique 3
Prix de vente des logements neufs et existants et nombre d'unités vendues aux États-Unis



Graphique 4
Taux d'impayés aux États-Unis

Données non désaisonnalisées



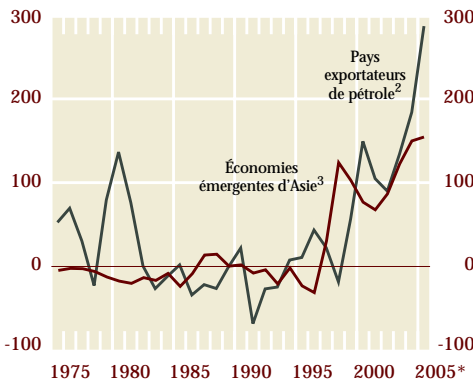
crédit garantis par l'avoir propre foncier affichent des taux d'impayés plus élevés que les prêts hypothécaires traditionnels à taux fixe, et semblent aussi plus sensibles à la conjoncture économique (Graphique 4). Dans la mesure où les établissements bancaires fixent correctement le prix de ces nouveaux produits hypothécaires, cette tendance ne devrait pas leur poser de problème.

Pour favoriser une saine gestion des risques potentiels, la Réserve fédérale a renforcé l'an dernier sa réglementation relativement aux prêts adossés à la valeur nette des propriétés et aux prêts hypothécaires non traditionnels. La plupart des prêteurs ont également reconnu les risques liés aux prêts hypothécaires non traditionnels. À titre d'exemple, 40 % des répondants de l'enquête menée auprès des préposés principaux aux prêts en janvier déclaraient s'attendre à une dégradation de la qualité de ce type de prêts en 2006. Conséquemment, les banques ont augmenté leurs réserves pour pertes sur prêts.

Pour l'heure, l'évolution du marché du logement aux États-Unis semble conforme aux prévisions indiquant un tassement des prix en 2006, mais la perspective d'un large mouvement à la baisse reste un objet d'inquiétude. Comme l'exposition directe des institutions financières canadiennes au marché du logement américain est très limitée, il est peu probable qu'elles soient fortement touchées par la modification des prix en cours, même si celle-ci s'accroît. Le Canada subirait toutefois le contrecoup des effets plus globaux qu'un repli marqué des prix des maisons pourrait avoir, chez son voisin du sud, sur les dépenses des ménages et l'activité économique en général.

Graphique 5
Excédents de la balance courante

Milliards de dollars É.-U. (2000¹)



1. Données corrigées à l'aide de l'indice des prix du PIB américain
2. Pays de l'OPEP, Norvège et Russie
3. Chine (Chine continentale et Hong Kong), Corée du Sud, Indonésie, Malaisie, Singapour et Thaïlande

* Une estimation est fournie pour 2005.
Source : FMI

Principal enjeu

Le recyclage des pétrodollars et la stabilité du système financier canadien

Préparé par Robert Lavigne

La hausse que connaissent les cours du pétrole depuis 2002 a eu d'importantes retombées financières sur les pays exportateurs de ce produit de base. Selon les estimations du FMI, les revenus provenant de la vente d'or noir sur les marchés internationaux auraient totalisé 800 milliards de dollars É.-U. en 2005 et propulsé les excédents courants des principaux pays pétroliers à des niveaux supérieurs à ceux des économies émergentes d'Asie (Graphique 5). Les pays pétroliers passent ainsi au premier rang à l'échelle mondiale pour ce qui est

des excédents courants¹. La balance commerciale positive des pays exportateurs de pétrole résulte des surplus que ceux-ci dégagent de leurs échanges avec les États-Unis, l'Europe et l'Asie (Graphique 6). Le Canada, lui-même exportateur net de pétrole, n'enregistre qu'un léger déficit avec ce groupe de pays.

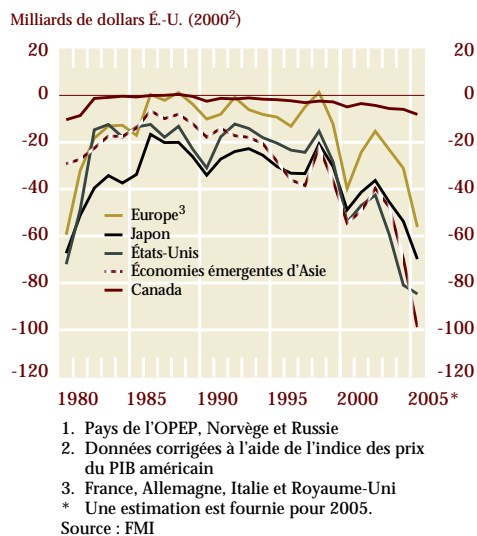
Les pays réinjectent dans l'économie mondiale les recettes qu'ils tirent de l'exportation du pétrole, soit en acquérant des biens et des services auprès des pays importateurs de pétrole, soit en achetant des actifs de ces pays. Cependant, comme le montre le Graphique 7, la progression des importations des pays exportateurs de pétrole demeure largement inférieure à celle de leurs revenus pétroliers. Plusieurs facteurs expliquent cette propension accrue à l'épargne : l'incertitude liée à l'évolution des prix du pétrole, le niveau de concentration très élevé de la propriété des ressources pétrolières dans de nombreux pays, les faibles occasions d'investissement dans les économies locales à l'heure actuelle, et les obstacles posés à la libre conversion des pétrodollars en monnaie nationale par les régimes de changes étroitement dirigés qui sont en place.

Bien que l'épargne ainsi constituée soit affectée en partie au remboursement de la dette extérieure, elle est principalement investie à l'étranger. Contrairement aux autres périodes de fort renchérissement de l'or noir, où les pétrodollars venaient alimenter les réserves de liquidités internationales ou étaient recyclés sous forme de dépôts auprès d'une poignée de banques multinationales, les recettes pétrolières sont aujourd'hui réparties de façon beaucoup plus diversifiée, notamment sous forme d'investissements de portefeuille.

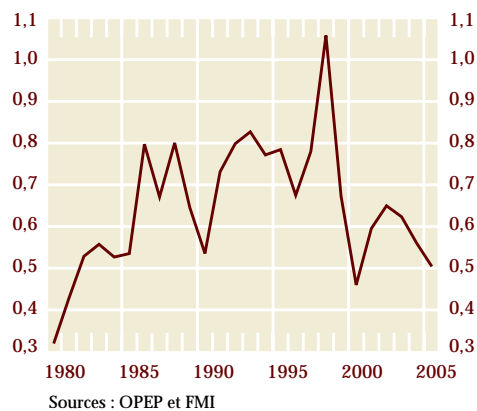
L'effet sur le Canada

Au Canada, les pétrodollars recyclés intègrent le système financier de plusieurs façons, la plus directe étant l'acquisition de titres canadiens. L'importance de ce type de flux est néanmoins difficile à évaluer, car les pétrodollars transitent généralement par des centres financiers internationaux, ce qui masque leur origine dans les statistiques bilatérales². Qui plus est, le manque de transparence des politiques d'investissement de bon nombre de nations exportatrices de pétrole n'aide en rien, et pourrait même devenir une source

Graphique 6
Soldes des échanges avec les pays exportateurs de pétrole¹

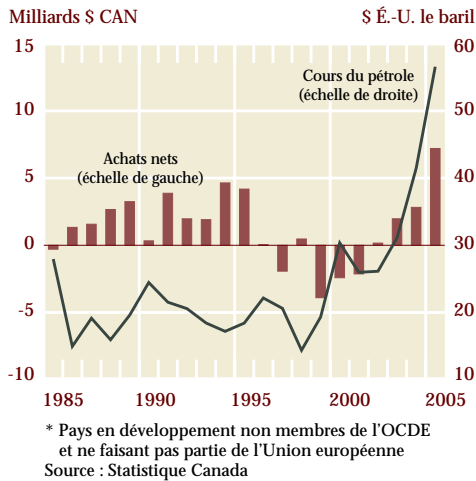


Graphique 7
Ratio des importations aux exportations de pétrole des pays exportateurs

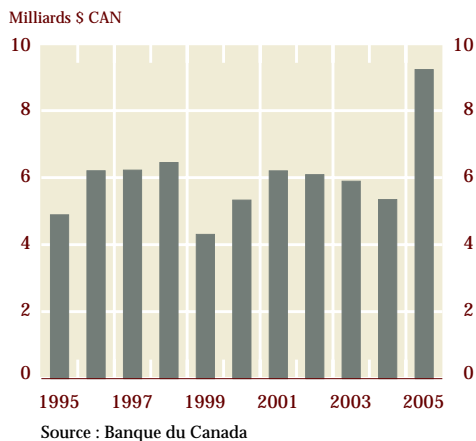


1. Par « exportateurs de pétrole », on entend ici les pays de l'OPEP, la Norvège et la Russie (le FMI inclut aussi dans cette catégorie de plus petits exportateurs pétroliers). Les économies émergentes d'Asie regroupent la Chine, Hong Kong, l'Indonésie, la Corée du Sud, la Malaisie, Singapour et la Thaïlande.
2. Dans une vaste étude, la BRI établit que l'origine des investissements associés aux pétrodollars ne peut être retracée que dans 30 % des cas.

Graphique 8
Achats nets d'actions et d'obligations canadiennes par des pays en développement*



Graphique 9
Dépôts de pays exportateurs de pétrole auprès de banques canadiennes



grandissante d'incertitude si les cours pétroliers se maintiennent à des hauts niveaux.

Dans ce contexte, il est intéressant de noter que les achats nets d'actions et d'obligations à long terme canadiennes par des investisseurs de pays hors OCDE et Union européenne se sont sensiblement accrus en 2005, au point de dépasser le cap des 6 milliards de dollars, ce qui constitue un record (Graphique 8)³. Malgré l'absence de données quant aux achats des pays exportateurs, l'existence d'une forte corrélation positive entre le prix du pétrole et le volume net des acquisitions de titres de portefeuille par ce groupe de pays donne à penser que de plus en plus de pétrodollars sont investis au Canada. Cet afflux de fonds a représenté une part significative des investissements nets de source étrangère au Canada en 2005. Néanmoins, leur proportion demeure modeste en regard de la valeur moyenne des acquisitions nettes réalisées par des non-résidents ces dernières années, et de la valeur totale des titres canadiens détenus par des étrangers (qui est de l'ordre de 700 milliards de dollars).

Les pétrodollars peuvent aussi intégrer le système financier canadien sous la forme de dépôts bancaires. De fait, l'encours de ces derniers a connu une augmentation marquée en 2005, leur montant dans les succursales et filiales de banques canadiennes à travers le monde ayant pratiquement doublé pour avoisiner les 9 milliards de dollars fin 2005 (Graphique 9). Cela ne représente toutefois que 2 % du total des dépôts de source étrangère confiés à des banques canadiennes sur l'ensemble de la planète.

Les investissements directs au Canada par les pays exportateurs de pétrole restent limités.

Dans l'ensemble, les données disponibles laissent croire que les flux relativement modestes (quoique croissants) de pétrodollars ne devraient pas avoir d'incidence notable sur le système financier canadien. En revanche, l'impact du recyclage des pétrodollars sur les déséquilibres mondiaux pourrait prêter plus à conséquence pour le Canada. L'ascension des cours pétroliers contribue manifestement à creuser le déficit de la balance courante des États-Unis (les importations nettes de pétrole

3. Parmi les données recueillies par Statistique Canada sur les acheteurs non résidents d'actions et d'obligations canadiennes (à l'exception des instruments du marché monétaire), le groupe des pays hors OCDE et Union européenne forme le substitut le plus approchant des pays pétroliers. Les données de ce groupe ne concernent cependant pas que les flux de pétrodollars, car elles comportent aussi les achats nets dont sont responsables d'autres régions du monde caractérisées par un excédent courant, comme les économies émergentes d'Asie.

comptent aujourd'hui pour 25 % de ce déficit). Toutefois, les pétrodollars étant de plus en plus investis dans une optique de diversification et de profitabilité, ils favorisent le rôle des marchés dans la correction des déséquilibres.

L'évolution de la conjoncture au Canada

L'économie canadienne

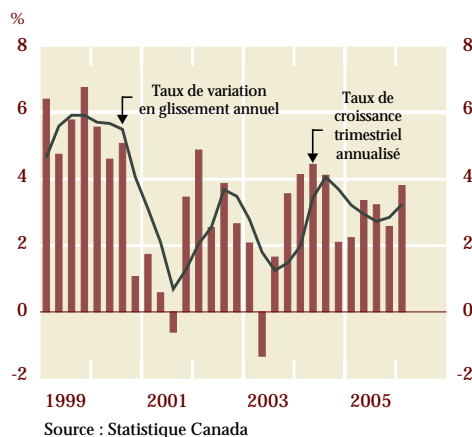
Le taux de croissance moyen annualisé du PIB réel du Canada s'est établi à un peu plus de 3 % au second semestre de 2005 et au premier trimestre de 2006 (Graphique 10). Dans le *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2006, la Banque a évalué que l'économie canadienne avait atteint, ou tout juste dépassé, sa capacité de production durant les premiers mois de l'année. On s'attend à ce que la progression de la demande intérieure finale demeure le principal moteur de l'expansion économique nationale jusqu'en 2008. Les exportations nettes viendront probablement freiner un peu la croissance du PIB pendant un certain temps.

L'économie du pays s'ajuste actuellement à l'appréciation du dollar canadien, au renchérissement de l'énergie et à l'intensification de la concurrence asiatique. Les cours du pétrole et des métaux se sont montrés très volatils récemment (Graphique 11). Bien que leur haut niveau soit en grande partie lié à la vive progression de l'activité mondiale, on peut se demander si de tels niveaux de prix pourront être maintenus à l'avenir.

Le secteur des entreprises

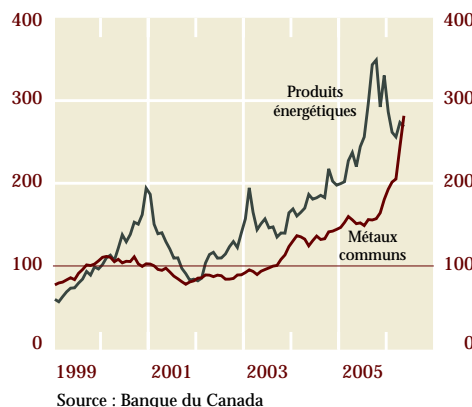
La situation financière globale du secteur canadien des sociétés non financières était toujours saine au début de 2006 (Graphique 12). Ce secteur affiche une très forte rentabilité depuis quelques années. Beaucoup d'entreprises en ont profité pour réduire leur endettement, de sorte que le ratio des emprunts aux capitaux propres a diminué. Grâce à leurs bénéfices substantiels, les sociétés non financières ont également pu financer leurs dépenses d'investissement au moyen des revenus générés à l'interne et devenir ainsi des fournisseurs nets de capitaux pour le reste de l'économie, alors qu'elles étaient traditionnellement des emprunteurs nets (Tomas, 2006). De plus, comme elles cherchaient d'autres occasions d'investissement lucratives, elles ont accru leurs encaisses et leurs avoirs liquides, les portant à 9 % de leur actif total à la fin de mars 2006. L'amélioration de leurs bilans devrait permettre aux entreprises de faire face plus facilement aux répercussions financières de chocs défavorables.

Graphique 10
Croissance du PIB réel au Canada

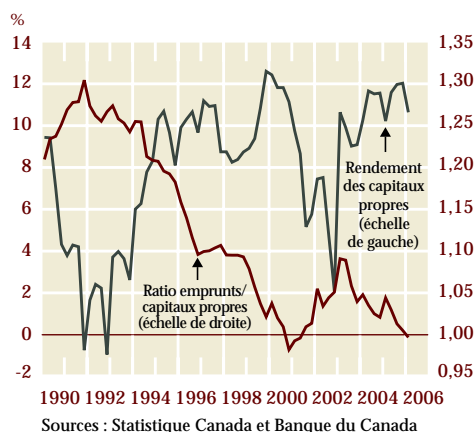


Graphique 11
Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada

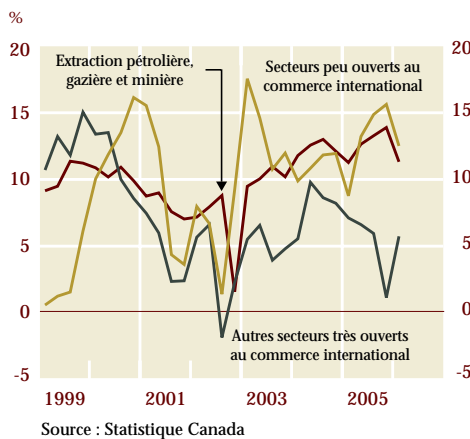
Base 100 de l'indice = 1982-1990



Graphique 12
Situation financière des sociétés non financières canadiennes



Graphique 13
Taux de rendement des capitaux propres dans différents secteurs

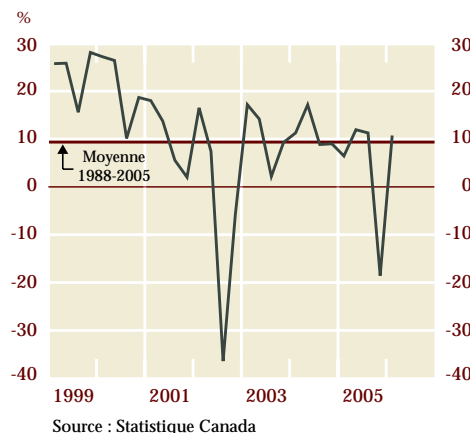


À la fin de 2005 et au début de 2006, la plupart des secteurs peu ouverts au commerce international, ainsi que l'industrie de l'extraction pétrolière, gazière et minière, ont conservé une rentabilité très élevée (Graphique 13). En revanche, la rentabilité globale des secteurs fortement exposés à la concurrence mondiale est restée relativement faible. De nombreuses entreprises dans ces branches d'activité restructuraient déjà leurs opérations en raison de facteurs tels que l'appréciation passée du dollar canadien, le haut niveau des coûts de l'énergie et la concurrence grandissante des marchés émergents.

Grâce aux conditions macroéconomiques favorables et à la prudence des sociétés, le taux de faillites commerciales a continué de reculer, les défaillances sur émissions obligataires se sont révélées pratiquement nulles, et les écarts de taux sur les obligations se maintiennent à un niveau très bas.

Même si certains indicateurs semblent montrer que la qualité du crédit commence peut-être à décliner, la situation devrait se limiter à un petit nombre de secteurs et ne pas présenter un risque important pour le système financier canadien (Encadré 2).

Graphique 14
Rendement des capitaux propres dans le secteur de la construction automobile



Les secteurs industriels

Quelques industries, dont celles de la construction automobile, des produits du bois et du papier, ainsi que de la fabrication de matériel informatique et électronique, subissent un stress financier considérable depuis 2001. Leur part de l'encours total des prêts accordés par le secteur bancaire à des entreprises non financières est d'environ 12 %.

Au quatrième trimestre de 2005, l'industrie canadienne de la construction automobile a essuyé de lourdes pertes, partiellement attribuables à la dépréciation de ses actifs, un certain nombre de sociétés ayant amorcé une vaste restructuration à la suite du recul des parts de marché de General Motors et de Ford au cours des dernières années (Graphique 14). Le secteur a toutefois renoué de façon marquée avec la rentabilité au premier trimestre de 2006. De nombreux fournisseurs de pièces d'automobile au Canada (et aux États-Unis) poursuivent de difficiles ajustements dans un contexte caractérisé par des coûts d'intrants élevés et une intensification de la concurrence étrangère⁴.

Au quatrième trimestre de 2005, l'industrie du bois et du papier a elle aussi enregistré des pertes,

4. Delphi, important fabricant américain de pièces d'automobile, demande actuellement la révocation d'un certain nombre de conventions collectives, ce qui accroît le risque d'interruptions de travail à court terme. Une telle situation ajouterait encore plus au stress financier qui pèse sur l'industrie automobile en Amérique du Nord.

Encadré 2

La qualité du crédit des entreprises au Canada : évaluation et perspectives

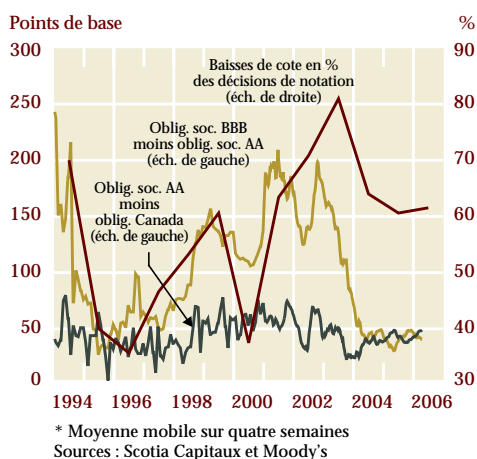
La conjoncture macroéconomique favorable des dernières années s'est traduite par des profits sans précédent pour les sociétés non financières. Plusieurs indicateurs de marché laissent croire que la qualité du crédit des entreprises est très élevée. Les écarts de rendement entre les obligations de sociétés jouissant d'une excellente cote et les titres d'État se situent à de fort bas niveaux, tout comme ceux que l'on observe entre ces obligations et les obligations moins bien notées. Le ratio des baisses aux hausses de cote s'est stabilisé après quelques années de diminution (Graphique 1). La qualité du crédit des entreprises canadiennes est très solide, et les taux de défaillance sont des plus faibles.

Néanmoins, quelques indicateurs donnent à penser que la qualité du crédit pourrait se détériorer à l'avenir. Selon Moody's Investors Service, le taux de défaillance des sociétés devrait augmenter au Canada, et dans le monde, en 2006, en raison surtout de la montée des taux d'intérêt et d'un léger abaissement de la notation moyenne des émetteurs de la catégorie spéculative. Deux indicateurs avancés potentiels du risque de crédit dans le secteur des sociétés non financières que la Banque du Canada a mis au point incitent également à penser que la qualité du crédit, actuellement très élevée, pourrait amorcer un repli.

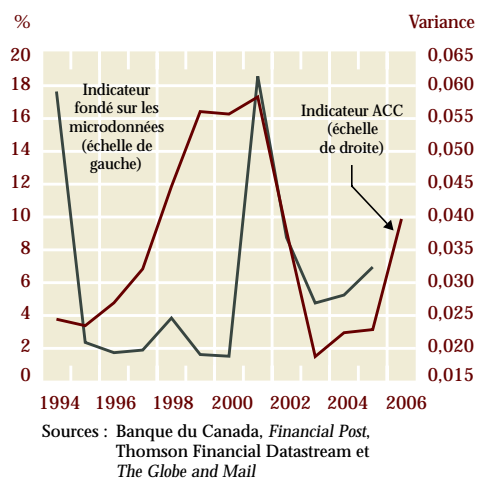
Le premier de ces indicateurs repose sur l'approche des créances contingentes (ACC) et met à contribution l'information relative à la valeur de marché des actions, à l'endettement et à l'incertitude du marché pour mesurer le risque de crédit dans le secteur des sociétés non financières. Le second fait appel aux ratios financiers observés au niveau des entreprises (on parle dans ce cas de microdonnées)¹. Ces deux indicateurs révèlent une hausse récente du risque (Graphique 2). Celui basé sur l'ACC a commencé à augmenter à la fin de 2005. L'indicateur fondé sur les microdonnées s'est lui aussi accru l'an dernier².

Des travaux préliminaires tendent à montrer que les deux mesures possèdent des propriétés d'indicateur avancé; leur évolution laisserait donc présager une détérioration de la qualité du crédit des entreprises dans l'avenir. On s'attend toutefois à ce que celle-ci se limite à quelques secteurs d'activité. Compte tenu de la solidité actuelle des bilans des sociétés non financières, il est peu probable qu'une telle dégradation représente un risque important pour le système financier canadien à court et à moyen terme.

Graphique 1
Écarts de rendement obligataire* et décisions de notation

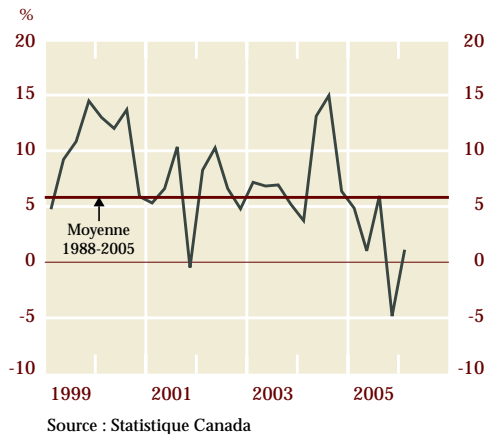


Graphique 2
Indicateur fondé sur les microdonnées et indicateur ACC



1. L'approche des créances contingentes est décrite par Kozak, Aaron et Gauthier (2006) dans la présente livraison de la *Revue du système financier*. L'indicateur fondé sur les microdonnées a fait l'objet d'un article dans la livraison de décembre 2005 de la *Revue* (p. 39-44). Il correspond à la part que représente, dans l'actif total des sociétés cotées, l'actif des entreprises qui se trouvent dans les queues vulnérables de la distribution des trois ratios financiers (rentabilité, liquidité et levier financier) retenus comme mesures de la vulnérabilité.
2. Les deux indicateurs s'appuient, pour le moment, sur l'échantillon restreint de données de bilan se rapportant à l'exercice 2005 et disponibles en date du 2 mai 2006. Dans le cas de l'indicateur fondé sur les microdonnées, seulement 47 % des sociétés avaient publié des données de bilan pour cet exercice. Quant à l'indicateur fondé sur l'ACC, il tient compte de la totalité de l'information en provenance du marché en date du 2 mai ainsi que des données des sociétés ayant publié un bilan pour 2005 (environ 50 % de l'ensemble des sociétés).

Graphique 15
Rendement des capitaux propres dans le secteur de la fabrication de produits en bois et en papier

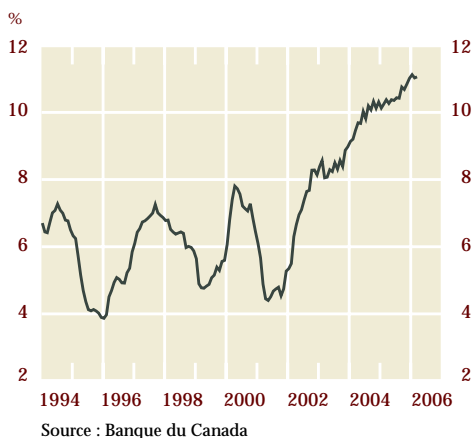


Graphique 16
Rendement des capitaux propres dans le secteur de la fabrication de matériel électronique et informatique



Graphique 17
Crédits aux ménages

Taux de croissance en glissement annuel



dues en partie aux sommes radiées après que certaines papeteries eurent annoncé qu'elles rationalisaient leurs activités (Graphique 15). La force du dollar canadien, les hauts cours de l'énergie et la montée du prix de la fibre ligneuse dans l'Est du Canada sont parmi les facteurs qui ont tous exercé une pression à la baisse sur la rentabilité. En conséquence, plusieurs entreprises du pays ont vu leur cote de crédit ou leurs perspectives de notation révisées à la baisse vers la fin de 2005. Au premier trimestre de 2006, la rentabilité du secteur est demeurée faible. Par contre, la conclusion de l'accord mettant fin au différend sur le bois d'œuvre entre le Canada et les États-Unis devrait permettre d'améliorer la situation financière des producteurs, principalement grâce à l'abolition des droits et au remboursement d'au moins 80 % de ceux perçus depuis 2002.

Les taux de rendement affichés par les fabricants de produits électroniques et informatiques sont restés assez bas en 2005 et au début de 2006 (Graphique 16). L'industrie demeure confrontée à d'intenses pressions concurrentielles de la part d'entreprises des économies émergentes, même si le volume des ventes a encore fortement progressé. On observe actuellement un mouvement d'intégration à l'échelle internationale dans le secteur de la fabrication de matériel de télécommunication, ce qui pourrait amener le volet canadien de cette branche d'activité à connaître lui aussi une certaine restructuration de ses opérations.

Les producteurs de céréales se sont ressentis, jusqu'à tout récemment, de la faiblesse des prix sur les marchés mondiaux, ainsi que de l'appréciation du dollar canadien et de l'accroissement des coûts des intrants. Au même moment, malgré une nouvelle hausse du volume des ventes, la flambée du coût du carburant a modéré la rentabilité de l'industrie canadienne du transport aérien à la fin de 2005 et au début de 2006.

Les problèmes évoqués ci-dessus pourraient être lourds de conséquences pour un certain nombre d'entreprises des secteurs touchés. Cependant, il est peu probable qu'ils aient de graves répercussions sur le secteur financier du pays, d'autant plus que beaucoup de ces entreprises apportent présentement des ajustements d'envergure à leurs activités afin d'améliorer leur situation financière à long terme.

Les ménages

Les dépenses de logement et de consommation, financées en partie grâce à l'augmentation soutenue du crédit, ont été élevées en 2005 et au premier trimestre de 2006 (Graphique 17). En conséquence, le ratio de la dette des ménages au revenu disponible s'est de nouveau accru. Malgré cet alourdissement

de la dette et la majoration des taux d'intérêt, le ratio du service de la dette des ménages reste très faible (Graphique 18). La vive expansion continue de l'emploi et du revenu que l'on prévoit actuellement devrait aider les ménages à s'acquitter de leurs dettes. Toutefois, comme il était indiqué dans la livraison de décembre 2005 de la *Revue du système financier*, si le taux du financement à un jour devait être fortement relevé par rapport au taux courant, le ratio global du service de la dette pourrait dépasser son niveau moyen pour la période de 1980 à 2004. En outre, si les perspectives économiques concernant l'emploi et le revenu se révélaient moins favorables qu'escompté, un certain nombre de ménages lourdement endettés éprouveraient sans doute des difficultés financières.

Après une période de progression modérée, la montée des prix des logements s'est accélérée à la fin de 2005 et au premier trimestre de 2006 (Graphique 19). Les chiffres nationaux cachent toutefois d'importants écarts régionaux. Tandis que dans le centre du pays (p. ex., à Montréal et à Toronto), le rythme d'accroissement des prix des maisons a diminué petit à petit, il a considérablement augmenté dans les villes de l'Ouest canadien, en particulier en Alberta (Graphique 20), reflétant ainsi la prospérité économique de cette région. Malgré les multiples mises en chantier, les marchés présentent globalement peu de signes d'offre excédentaire, ce dont témoigne la baisse graduelle du stock de logements récemment achevés mais inoccupés. Ensemble, ces facteurs tendent à confirmer qu'un renversement marqué des prix des logements est peu probable. Il est néanmoins possible que des déséquilibres existent dans certaines régions ou certains segments du marché de l'habitation.

On trouvera ci-après une analyse détaillée du marché des logements en copropriété. Il semble que ce marché ne présente qu'un risque relativement faible pour le secteur financier canadien, à la fois parce que l'exposition des institutions financières à ce segment du marché immobilier est limitée et qu'un recul généralisé des prix de ce type de logement apparaît peu probable.

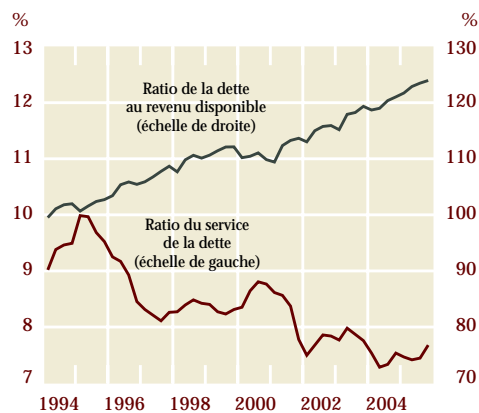
Principal enjeu

Une analyse des prix des logements en copropriété

Préparé par *Virginie Traclet*

Ces dernières années, les prix des logements en copropriété ont augmenté plus vite que ceux des maisons individuelles dans plusieurs villes, et tout aussi rapidement que ces derniers dans la région du Grand Toronto et à Calgary.

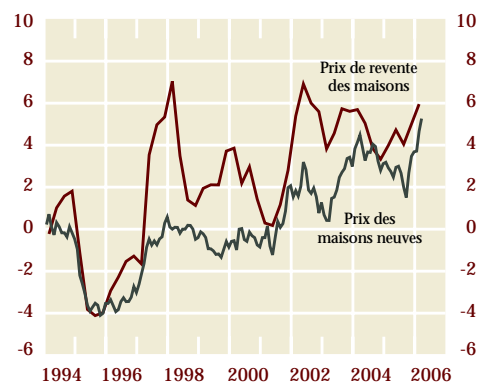
Graphique 18
Situation financière des ménages canadiens



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Graphique 19
Évolution des prix réels des maisons

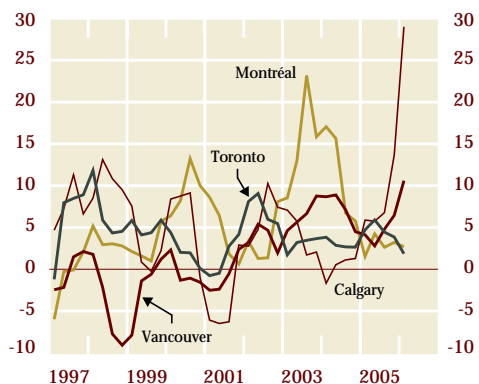
Taux de variation en glissement annuel



Sources : Royal LePage, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Graphique 20
Prix de vente réels des maisons

Taux de variation en glissement annuel



Sources : Royal LePage, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Exposition des institutions financières aux risques liés au marché des copropriétés

Les prêts hypothécaires consentis pour l'achat de logements en copropriété ont enregistré une hausse notable ces dernières années (de 46 % entre le premier trimestre de 2000 et le premier trimestre de 2006). Toutefois, leur part de l'encours total du crédit hypothécaire à l'habitation octroyé par les banques commerciales est demeurée stable, à un peu moins de 10 %. Étant assurés dans une proportion de plus de 40 % actuellement, les prêts hypothécaires visant des copropriétés présentent peu de risques pour les institutions financières⁵. Ces dernières exigent habituellement une mise de fonds plus élevée lorsque la copropriété est destinée à la location plutôt qu'à son occupation par le propriétaire⁶. L'exposition des institutions financières aux risques associés au marché des copropriétés est donc plutôt limitée.

Le volume des prêts consentis par les banques commerciales aux constructeurs et aux promoteurs immobiliers du secteur résidentiel s'est aussi considérablement accru ces deux dernières années (de 45 % entre le quatrième trimestre de 2003 et le trimestre correspondant de 2005)⁷. À 4,4 milliards de dollars, toutefois, ces crédits ne représentent toujours qu'une très faible fraction de la valeur des portefeuilles de prêts des banques, quoique certaines petites institutions puissent être davantage exposées aux risques liés à ce genre de prêt.

Bien qu'une correction des prix des copropriétés serait peu menaçante pour la stabilité du système financier, elle pourrait avoir une incidence négative sur le secteur des ménages.

Évolution des prix des copropriétés

Les logements en copropriété comptaient pour 9 % des habitations de type propriétaire-occupant en 2001, contre 3 % en 1981⁸. Ils ont affiché une

5. L'assurance prêt hypothécaire est obligatoire pour l'achat d'un logement lorsque la mise de fonds initiale est inférieure à 25 % de la valeur de la propriété. Cette assurance peut être contractée auprès de la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) ou de la société Genworth Financial Canada, qui bénéficient toutes deux d'une garantie explicite de l'État.
6. L'assurance prêt hypothécaire est également offerte pour les copropriétés locatives (p. ex., par l'entremise du programme d'assurance prêt hypothécaire de la SCHL pour les logements collectifs, bien que les critères d'admissibilité soient différents).
7. Ces prêts visent à la fois les immeubles de logements locatifs et en copropriété.
8. Naturellement, les copropriétés sont plus recherchées dans les grandes villes, où les terrains sont rares et chers. Par exemple, selon les données du recensement de 2001, elles représentaient 17 % du parc d'habitations de type propriétaire-occupant à Vancouver.

solide tenue dans le présent cycle du marché du logement, représentant environ le quart des mises en chantier résidentielles en 2005. Les prix réels des copropriétés ont augmenté dans les grandes villes canadiennes ces dernières années, après une longue période de stagnation au cours de la décennie 1990 (Graphique 21 et Tableau 1)⁹. Les prix de ces logements ont progressé davantage que ceux des maisons individuelles à Montréal, à Ottawa, à Edmonton et dans la région métropolitaine de Vancouver (Graphique 22)¹⁰.

La popularité croissante et l'ascension des prix des logements en copropriété sont dues à une combinaison de facteurs structurels et cycliques. La taille de plus en plus petite des ménages ainsi que le vieillissement de la population ont stimulé la demande de ce type de logement, moins exigeant à entretenir. La progression du revenu réel disponible observée depuis le milieu des années 1990, le bas niveau des taux d'intérêt et les marchés locatifs tendus dans les grandes villes sont autant de facteurs qui ont rendu la propriété attrayante. Parallèlement, la hausse des prix a mis les logements individuels hors de la portée de nombreux ménages, particulièrement chez les accédants à la propriété (Royal LePage, 2004, 2005). Enfin, les copropriétés constituent une option abordable pour les petits investisseurs qui désirent inclure des logements locatifs dans leur portefeuille. Le resserrement des marchés locatifs observé au cours de la deuxième moitié des années 1990, les piètres rendements boursiers enregistrés au début des années 2000 et les bas taux d'intérêt offerts par les marchés des titres à revenu fixe ont tous contribué à faire des copropriétés locatives un investissement intéressant. Ces facteurs donnent à penser que les majorations récentes des prix des copropriétés se maintiendront, du moins en partie.

Investissements sur les marchés des copropriétés

Il existe deux catégories d'investissements sur les marchés des copropriétés : les investissements spéculatifs, où l'objectif est de revendre la propriété pour réaliser rapidement un gain en capital, et les investissements locatifs, où le but est plutôt de mettre les logements en location pour s'assurer

9. L'indicateur des prix des copropriétés utilisé ici est un prix de revente trimestriel calculé à partir de l'*Étude sur le prix des maisons au Canada* de Royal LePage.
10. Cette comparaison est établie sous toutes réserves, car elle se fonde sur un indicateur des prix des copropriétés représentant une moyenne non pondérée des prix observés dans divers quartiers de la ville, et sur un indicateur des prix des maisons équivalant à une moyenne pondérée des prix enregistrés dans divers quartiers.

des revenus au fil du temps. Contrairement à ce qui était le cas à la fin des années 1980, peu de signes laissent croire que l'activité spéculative est actuellement importante sur les marchés des copropriétés de Toronto ou de Vancouver¹¹. Dans cette dernière ville, par exemple, seulement 12 % des copropriétés vendues durant les huit premiers mois de 2005 avaient été achetées au cours des douze mois précédents, alors que cette proportion atteignait près de 30 % en 1989 et 50 % en 1981 (SCHL, 2005a).

Les investissements locatifs, en revanche, semblent susciter un intérêt croissant depuis deux ans (RE/MAX, 2006). Dans le centre de Toronto, le nombre de copropriétés mises en location a augmenté de 21 % de 2001 à 2005; ce type d'habitation constituait, en 2005, 19 % du marché des copropriétés de la région du Grand Toronto (SCHL, 2005b). En outre, selon certaines indications, ce marché attire de plus en plus de petits investisseurs en Alberta.

Observe-t-on des signes d'offre excédentaire?

Globalement, les marchés semblent donner peu de signes d'offre excédentaire : le nombre de logements collectifs achevés récemment mais inoccupés, par rapport à la population, se situe actuellement au-dessous de sa moyenne historique des 20 dernières années (Graphique 23)¹². De plus, afin d'éviter l'accumulation d'une offre excédentaire, les prêteurs exigent habituellement des promoteurs qu'ils aient vendu à l'avance un certain pourcentage d'unités — entre 60 et 70 % actuellement — avant de leur consentir le financement nécessaire à la construction¹³. Ces facteurs laissent supposer qu'un revirement généralisé des prix des copropriétés attribuable à une offre trop abondante est peu probable. Le portrait d'ensemble masque toutefois des situations différentes à l'échelle locale.

Notre évaluation de l'offre excédentaire sur les marchés locaux s'appuie sur une analyse du nombre de logements neufs inoccupés (en proportion de la population), du taux d'inoccupation des logements

11. L'information relative aux investissements spéculatifs sur les marchés des copropriétés est disponible uniquement pour les villes de Toronto et de Vancouver.
12. Il convient de noter que les logements collectifs inoccupés incluent les copropriétés et les appartements. Des données plus détaillées ne sont pas disponibles. L'absence de données nous empêche de calculer le ratio des logements collectifs inoccupés à l'ensemble du parc de logements collectifs. Nous utilisons plutôt les chiffres de la population de quinze ans et plus tirés de l'Enquête sur la population active.
13. Durant les années 1980, il n'était pas rare que les travaux de construction débutent alors que bien moins de 50 % des logements avaient été vendus.

Graphique 21
Prix réels des logements en copropriété dans quelques villes*

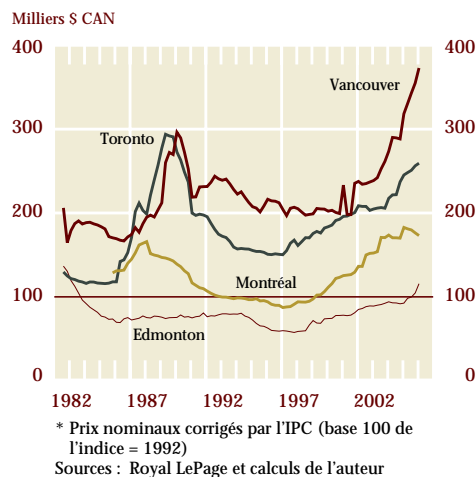


Tableau 1

Cycle des prix réels des copropriétés sur les marchés locaux

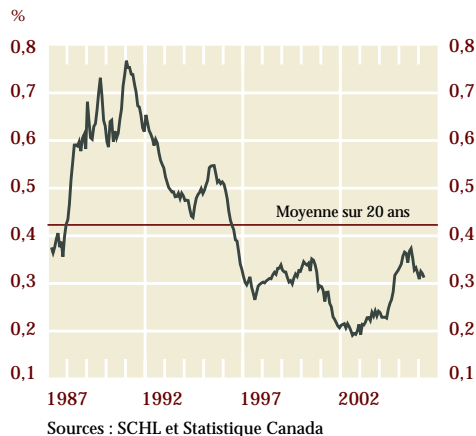
	Boom précédent des prix des copropriétés			Boom actuel des prix des copropriétés		
	Période	Hausse annuelle moyenne (%)	Hausse totale (%)	Période ^a	Hausse annuelle moyenne (%)	Hausse totale (%)
Montréal	85T4-88T4	13	29	98T4-05T1	15	95
Grand Toronto	85T4-89T2	37	130	97T3-06T1	5	42
Ville de Toronto	86T1-89T2	46	151	97T2-06T1	8	68
Edmonton	86T2-88T3	5	11	99T3-06T1	11	71
Grand Vancouver	87T1-90T2	19	60	01T3-06T1	15	69
Ville de Vancouver	87T3-90T1	27	68	01T3-06T1	20	89
Ottawa	n.d.	n.d.	n.d.	00T1-06T1	12	73
Calgary ^b	n.d.	n.d.	n.d.	02T1-06T1	9	37

- a. La période débute à la date où les prix recommencent à monter, après être demeurés stables durant les années 1990. À Montréal, les prix des copropriétés ont touché leur sommet au premier trimestre de 2005 et se sont légèrement repliés depuis.
- b. En raison de la modification des limites des quartiers visés par l'enquête de Royal LePage, la variation des prix des copropriétés à Calgary ne peut être calculée pour la période entière, mais seulement pour celle ayant débuté au premier trimestre de 2002.

Graphique 22
Ratio des prix des logements en copropriété
à ceux des maisons



Graphique 23
Logements collectifs neufs et inoccupés
en pourcentage de la population



locatifs ainsi que du ratio du coût de location au coût de propriété¹⁴. Lorsque le marché locatif devient plus favorable aux locataires (c.-à-d. lorsque le taux d'inoccupation des logements en location augmente et que leur prix relatif se replie), une hausse du nombre de copropriétés inoccupées est moins susceptible d'être absorbée par des accédants issus des rangs des locataires. Par conséquent, un accroissement du nombre de copropriétés inoccupées, une diminution du ratio du coût de location au coût de propriété et une montée du taux d'inoccupation des propriétés locatives témoigneraient, ensemble, de l'apparition d'une offre excédentaire.

Les résultats présentés au Tableau 2 font état de tendances préoccupantes sur les marchés de Montréal et d'Edmonton. Par contre, aucun signe d'offre excédentaire n'est observé à Vancouver, à Toronto et à Calgary, trois villes qui comptent ensemble une part très élevée du parc canadien de logements en copropriété. La situation à Ottawa est contrastée.

Bien que les prix des copropriétés pourraient subir des pressions à la baisse sur certains marchés dans l'avenir, la possibilité qu'ils connaissent un renversement généralisé semble mince dans l'ensemble. De plus, comme l'exposition des institutions financières aux risques liés au marché des copropriétés est elle-même limitée, aucune menace majeure ne plane sur le système financier canadien.

Le système financier

Les marchés financiers

Les prix des actifs risqués, comme les actions et les obligations souveraines des économies émergentes, ont reculé durant une période relativement courte en mai 2006 (Graphique 24)¹⁵, perdant ainsi la majeure partie des gains enregistrés depuis la livraison de décembre de la *Revue*. Cette correction de la valeur des actifs risqués s'est accompagnée d'un repli généralisé des cours des produits de base,

14. Ce prix relatif équivaut au quotient de la composante « logement locatif » de l'indice des prix à la consommation (IPC) par la composante « logement en propriété » du même indice. Il ne constitue pas un indicateur parfait du ratio du coût de location au coût de propriété d'un logement en copropriété, étant donné que les composantes de l'IPC incluent tous les types d'habitations. Il s'agit toutefois de la seule approximation disponible.
15. Par exemple, l'écart de rendement entre les obligations émises sur les marchés émergents (selon l'indice EMBI+ de JPMorgan Chase & Co.) et les obligations du Trésor américain, après avoir touché un creux sans précédent de 173 points de base le 1^{er} mai, s'est rétréci d'environ 50 points de base. L'indice TSX a grimpé de 10 % depuis décembre, pour redescendre d'environ 8 % à la mi-mai.

notamment des métaux. Sous l'effet de ces mouvements de prix, la volatilité des marchés s'est fortement accentuée en mai (Graphique 25). De plus, les rendements obligataires des principaux pays industrialisés ont enregistré une modeste diminution durant ce même mois, les investisseurs cherchant à réduire leurs risques de portefeuille; il convient toutefois de signaler que ces rendements demeurent supérieurs d'environ 50 à 70 points de base à ceux observés en décembre.

Il semble que la baisse récente des prix d'une vaste gamme d'actifs traduise essentiellement une correction consécutive à l'appréciation rapide qu'avaient connue ces actifs par rapport à leurs valeurs fondamentales depuis décembre, plutôt qu'un net renforcement de l'aversion pour le risque. Étant donné que les prix de la plupart des actifs risqués sont plus élevés actuellement qu'ils ne l'étaient au moment de la parution de la dernière livraison de la *Revue*, et que la volatilité, mesurée par l'indice VIX, demeure inférieure à sa moyenne sur dix ans, les préoccupations exprimées en décembre à l'égard de la sous-évaluation possible des risques financiers et de la possibilité d'autres affaissements importants des prix des actifs risqués persistent, malgré l'ajustement récent.

Cette correction des prix des actifs risqués paraît s'expliquer par une modification de la perception des marchés à l'égard des facteurs fondamentaux de la croissance mondiale. On observe, chez les investisseurs, la crainte croissante que l'inflation mondiale soit plus forte que prévu, en particulier aux États-Unis, ce qui pourrait hâter et intensifier le processus de durcissement de la politique monétaire dans les pays du G3 au-delà du resserrement déjà opéré. La Banque centrale européenne et la Réserve fédérale américaine ont haussé leurs taux directeurs depuis décembre, tandis que la Banque du Japon a annoncé récemment qu'elle mettait fin à sa politique d'assouplissement quantitatif. Les investisseurs semblent redouter de plus en plus que l'atténuation de la détente monétaire à l'échelle internationale n'entraîne un ralentissement de la croissance de l'économie mondiale. D'où le repli relativement important des prix des actifs particulièrement sensibles au rythme de l'activité économique dans le monde ou aux mouvements des prix des produits de base, comme les titres émis par les économies de marché émergentes et les actions des entreprises de construction et de fabrication de matériaux. Jusqu'à présent, les marchés ont réagi de façon relativement ordonnée à cette modification de la perception à l'égard des facteurs fondamentaux de l'expansion mondiale.

Tableau 2

Évaluation de l'offre excédentaire sur les marchés locaux^a

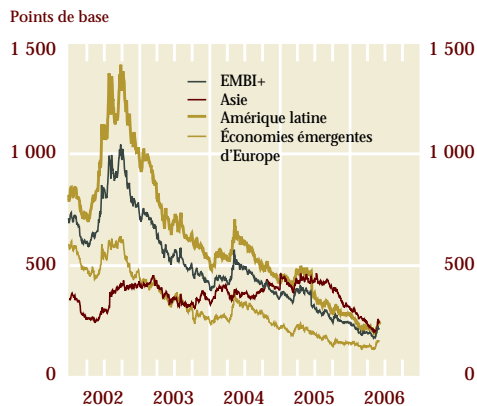
	Ratio des logements collectifs inoccupés à la population ^b	Ratio du coût de location au coût de propriété	Taux d'inoccupation des logements locatifs
Montréal	Forte hausse (au-dessus de la moyenne)	Forte baisse	Forte hausse
Edmonton	Hausse ^c (au-dessus de la moyenne)	Forte baisse	Hausse
Ottawa	Stable (au-dessous de la moyenne)	Baisse	Hausse
Calgary	Baisse ^d (au-dessous de la moyenne)	Forte baisse	Baisse
Toronto	Stable (au-dessous de la moyenne)	Baisse	Stable
Vancouver	Forte baisse (au-dessous de la moyenne)	Stable	Baisse

a. Variation des indicateurs au cours des trois dernières années

b. La comparaison de la valeur actuelle de ce ratio, par rapport à sa moyenne sur 20 ans, est indiquée entre parenthèses.

c. Ce ratio a diminué de façon continue, par rapport au sommet historique qu'il avait atteint en mars 2005, mais se situe actuellement au-dessus de sa moyenne sur 20 ans.

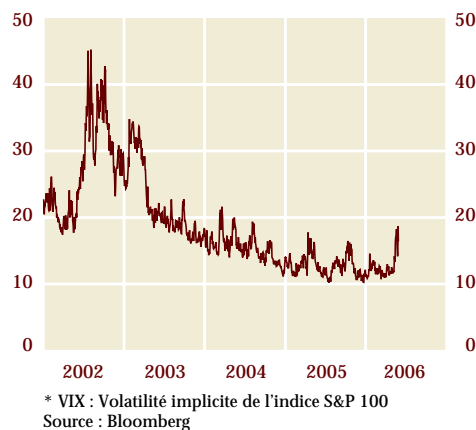
d. Après avoir augmenté ces trois dernières années, ce ratio s'est soudainement renversé à l'automne 2005 et se situe actuellement au-dessous de sa moyenne historique.

Graphique 24
Écarts de taux relatifs aux obligations souveraines des économies émergentes*

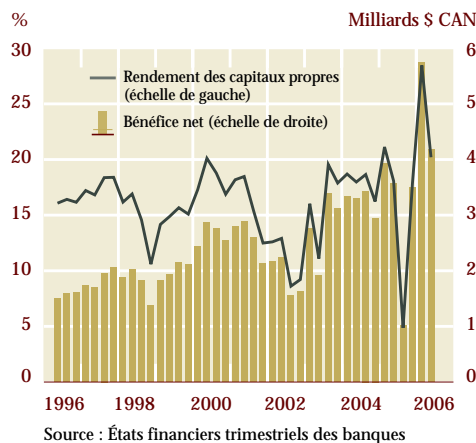
* Écarts de taux entre les obligations souveraines des économies émergentes et les obligations du Trésor américain

Sources : JPMorgan Chase & Co., Réserve fédérale des États-Unis et Reuters

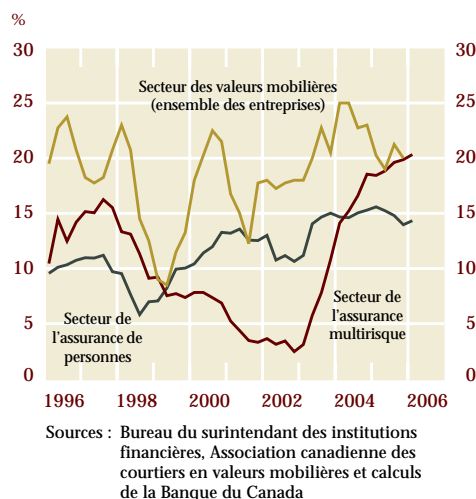
Graphique 25
Volatilité implicite du marché boursier*



Graphique 26
Bénéfices des banques



Graphique 27
Rendement des capitaux propres
Moyenne mobile sur quatre trimestres



Les institutions financières

Les grandes banques canadiennes continuent d'afficher une forte rentabilité et de jouir d'une bonne dotation en capital. Les profits qu'elles ont enregistrés au premier semestre de 2006 ont été substantiels (Graphique 26). Même si l'on fait abstraction de l'incidence du gain extraordinaire de 1,7 milliard de dollars réalisé par la Banque TD sur la vente de sa filiale américaine de courtage, le rendement moyen des capitaux propres s'est établi à 20 % pour les six premiers mois de 2006. La rentabilité sous-jacente est ferme, ce qui s'explique par la vigueur du secteur des particuliers et de celui des entreprises, par la robustesse des revenus tirés des activités de négociation et de banque d'investissement et par l'excellente qualité du crédit.

Les indicateurs de marché confirment la santé financière des banques canadiennes. Ainsi, une technique relativement nouvelle fondée sur le modèle de Merton et appelée « approche des créances contingentes (ACC) » fait appel à la fois à l'information issue du marché et à l'information tirée des bilans pour évaluer le degré de risque que présentent les entreprises. Une étude dans laquelle cette méthode est appliquée aux grandes banques canadiennes montre que la solidité financière de ces dernières s'est continuellement renforcée au cours des dernières années et qu'elle est actuellement très bonne (Kozak, Aaron et Gauthier, 2006).

Les sociétés canadiennes d'assurance de personnes ont également affiché un bon niveau de rentabilité et de solides positions au chapitre de la capitalisation tout au long de 2005 et au début de 2006. Elles ont bénéficié du dynamisme des marchés boursiers, qui a stimulé les ventes des fonds distincts et d'autres instruments de placement (Graphique 27). En outre, les ventes de produits d'assurance individuelle et collective ont été fortes, et les pertes sur créances, minimes. Quant aux profits, ils ont été substantiels malgré l'incidence de l'appréciation du dollar canadien sur les gains dérivés des activités étrangères et les faibles rendements des nouveaux placements à revenu fixe.

Pour une troisième année consécutive, la rentabilité du secteur canadien des valeurs mobilières a atteint un nouveau sommet en 2005, notamment à la faveur des résultats du quatrième trimestre (Graphique 27). Les profits ont grimpé de 21 % au cours de l'année, grâce à la bonne tenue de l'ensemble des principales catégories de revenus.

La livraison de décembre 2005 de la *Revue* incluait une analyse de l'incidence négative des faibles rendements obligataires dans le monde sur la situation de capitalisation des régimes de retraite à

prestations déterminées au Canada. Le fléchissement des rendements observé ces dernières années avait poussé à la hausse la valeur actualisée du passif de ces régimes (Tuer et Woodman, 2005). Depuis décembre, cependant, les rendements ont légèrement augmenté, ce qui s'est traduit par une réduction des engagements estimatifs contractés au titre des régimes de retraite. Cette baisse, conjuguée aux solides rendements des actifs des caisses de retraite, a donné lieu globalement à une amélioration du ratio de capitalisation des régimes de retraite. Bien que les risques que présente la situation de capitalisation des caisses de retraite pour le système financier se soient atténués depuis décembre, les régimes de retraite à prestations déterminées au Canada demeurent sous-capitalisés dans leur ensemble. Dans son budget de 2006, le gouvernement fédéral a provisoirement prolongé de cinq à dix ans la période accordée aux régimes de retraite à prestations déterminées assujettis à la réglementation fédérale pour éliminer leurs déficits de solvabilité, sous réserve du respect de certaines conditions par les promoteurs.

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.

Le système financier

Les marchés financiers

Dans le plan stratégique qu'il a adopté en janvier, le Conseil des normes comptables du Canada a approuvé l'harmonisation des règles comptables appliquées au pays avec les normes internationales d'information financière¹⁶. Il a aussi établi de nouvelles normes comptables relatives aux instruments financiers, qui s'inspirent des normes américaines et internationales existantes et qui s'appliqueront aux sociétés ouvertes à compter du 1^{er} octobre prochain¹⁷. Ces nouvelles normes précisent dans quels cas un instrument financier doit être comptabilisé dans le bilan d'une entreprise, et de quelle façon il doit être évalué une fois comptabilisé. Certes, la mise en œuvre de ces normes risque d'accroître la volatilité de variables clés des états financiers de sociétés dont les actifs et les passifs ne sont pas appariés, mais elle permettra aux utilisateurs de ces états financiers de fonder leurs décisions sur une information de meilleure qualité.

En mars, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont publié une proposition révisée concernant les obligations d'information

harmonisées en matière de contrôle interne¹⁸. Les nouvelles règles obligeront toutes les sociétés ouvertes à faire rapport sur l'efficacité de leur contrôle interne à l'égard de l'information financière. Ces dernières ne seraient toutefois pas tenues d'obtenir l'opinion de vérificateurs externes, contrairement à ce qui avait été envisagé précédemment. La décision des ACVM s'appuie sur les opinions exprimées par les parties concernées au Canada et est conforme aux tendances et aux expériences observées à l'échelle mondiale en ce qui a trait à l'information financière. Aux États-Unis, où tant les observations empiriques que les données officielles montrent que le respect de ces normes a entraîné des coûts plus élevés que prévu, plusieurs ont plaidé en faveur d'un assouplissement semblable des exigences de reddition de comptes sur les contrôles internes imposées par la loi Sarbanes-Oxley, particulièrement pour les petites sociétés ouvertes.

Le marché des dérivés de crédit est un autre secteur où des mesures importantes ont été prises récemment aux États-Unis. La croissance rapide de ce marché, ces dernières années, ne s'est pas accompagnée d'un développement comparable de l'infrastructure de traitement et de règlement. Les initiatives mises en branle récemment dans le secteur pour corriger ce problème sont décrites dans l'Encadré 3.

Le marché hypothécaire canadien

Deux changements apportés ces derniers mois aux règles de l'assurance hypothécaire — la prolongation de la période d'amortissement des prêts assurés et l'assouplissement des critères d'admissibilité en faveur des emprunteurs à risque — devraient se révéler favorables pour le marché canadien de l'habitation.

16. Voir l'Encadré 3 de la livraison de décembre 2005 de la *Revue du système financier* pour de plus amples renseignements sur la convergence internationale des normes comptables.

17. Trois chapitres ont été ajoutés au *Manuel de l'Institut Canadien des Comptables Agréés* en janvier 2005 : le chapitre 3855, « Instruments financiers — Comptabilisation et évaluation »; le chapitre 3865, « Couvertures »; et le chapitre 1530, « Résultat étendu ».

18. Pour une analyse plus approfondie des contrôles internes, consulter l'article intitulé « Les nouvelles réglementations en matière de présentation des informations financières aux États-Unis et au Canada », paru dans la livraison de juin 2005 de la *Revue du système financier*, sous la rubrique « Principaux enjeux ».

La Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) et la société Genworth Financial Canada ont annoncé récemment qu'elles acceptaient d'allonger la période d'amortissement maximale des prêts hypothécaires visés par leur assurance. Cette période passe de 25 à 30 ans dans le cas de la SCHL, et de 25 à 30 ou 35 dans celui de Genworth Financial¹⁹. Une surprime est exigée pour les prêts hypothécaires amortis sur une plus longue période, mais les critères d'admissibilité applicables à l'assurance de ces derniers sont identiques à ceux des prêts traditionnels, amortis sur au plus 25 ans (Traclet, 2005). Comme l'extension de la période d'amortissement se traduit par des mensualités moins élevées, plus de personnes auront ainsi accès à l'assurance hypothécaire^{20,21}.

Par ailleurs, Genworth Financial a introduit deux produits d'assurance hypothécaire conçus spécialement pour les emprunteurs dits « à risque ». Le premier est destiné aux clients qui ont dû faire face à des difficultés de crédit et qui ont commencé à redresser leur situation. Le second s'adresse aux travailleurs autonomes, qui sont généralement moins à même de fournir des justificatifs de leur revenu.

Principal enjeu

L'évolution récente du marché des fiducies de revenu

Préparé par Stacey Anderson

Ces dernières années, le marché des fiducies de revenu a connu une croissance rapide. Sa capitalisation boursière représente aujourd'hui environ 10 % de celle de la Bourse de Toronto, comparativement à quelque 2 % en 2002²². Ce vif essor, qui semble sans égal à l'étranger, a été favorisé par le traitement fiscal avantageux réservé aux fiducies de revenu, particulièrement du point de vue des inves-

19. Pour la SCHL, il s'agit d'un projet pilote mené en collaboration avec Hypothèques FirstLine pendant une période de quatre mois, soit du 3 mars à la fin de juin 2006. La SCHL évaluera alors les résultats obtenus et décidera de l'opportunité d'offrir ce produit d'assurance à titre permanent.
20. Dans le cas d'un prêt hypothécaire assorti d'une mise de fonds de 5 % et d'un taux de 6 %, le fait d'amortir le prêt sur 30 ans plutôt que sur 25 réduit les mensualités de 7 %, une fois la surprime d'assurance prise en compte.
21. Rappelons que le principal critère d'admissibilité est le respect d'un ratio précis de l'endettement hypothécaire (et de l'endettement total) au revenu du ménage.
22. Source : *Fiducies de revenu à la Bourse de Toronto (TSX)*, données recueillies au 30 septembre 2005. Pour connaître les caractéristiques d'une fiducie de revenu, voir King (2003a et b).

Encadré 3

Les mesures visant à réduire le risque opérationnel sur le marché des dérivés de crédit

Le vif essor qu'a connu le marché des dérivés de crédit ces cinq dernières années, principalement aux États-Unis et au Royaume-Uni, a surchargé l'infrastructure de traitement et de règlement, ce qui a occasionné des retards dans la confirmation des transactions. Des pratiques opérationnelles déficientes ont engendré des incertitudes quant aux risques de contrepartie et de crédit des grands opérateurs bancaires internationaux qui jouent un rôle de premier plan sur le marché des dérivés de crédit. De plus, en raison de la forte proportion d'opérateurs non bancaires, dont les fonds de couverture, participant à ce marché, les capacités opérationnelles de certains acteurs ne sont pas toutes supervisées au même degré¹.

Un groupe du secteur privé, le Counterparty Risk Management Policy Group II, s'est réuni afin d'étudier la question et a formulé, dans un rapport paru en juillet 2005, des recommandations visant à améliorer la gestion du risque de crédit, la divulgation de l'information et l'infrastructure financière. Dans le même ordre d'idées, la Banque fédérale de réserve de New York a réuni les parties intéressées l'automne dernier pour discuter des enjeux et encourager l'industrie à trouver et à mettre en œuvre ses propres solutions.

Par suite de ces démarches, quatorze grands opérateurs bancaires internationaux se sont engagés publiquement, en octobre dernier, à renforcer l'infrastructure soutenant le marché des dérivés de crédit. En février 2006, on avait réduit le nombre de retards de confirmation, adopté un nouveau protocole dans l'industrie (interdisant le transfert du risque vers des tiers sans consentement) et automatisé davantage le traitement des transactions. En mars, les quatorze grands opérateurs ont défini de nouveaux objectifs, notamment :

- une réduction additionnelle des retards de confirmation;
- la formation d'un marché essentiellement électronique fondé sur une plateforme acceptée par l'industrie;
- la création d'une base de données centrale sur les transactions et d'une infrastructure de soutien commune;
- l'élaboration et l'instauration, d'ici novembre 2006, de normes applicables à l'ensemble de l'industrie en matière de traitement des transactions, y compris celles qui ne peuvent être confirmées électroniquement;
- des progrès concernant un nouveau cadre de règlement des contrats à la suite d'un incident de crédit.

Les organismes de supervision et de réglementation internationaux, dont les autorités canadiennes, ont exprimé leur satisfaction à l'égard de la collaboration fournie à ce jour et ont bon espoir que les progrès se poursuivront en vue de la mise sur pied d'une infrastructure opérationnelle efficace et robuste destinée aux dérivés de crédit.

1. Reid (2005) analyse les répercussions des swaps sur défaillance sur la stabilité financière au Canada et dans le monde.

tisseurs exonérés d'impôt et des non-résidents²³. Y a aussi contribué la forte demande de placements productifs de revenu de la part des particuliers. Certains changements survenus récemment stimuleront vraisemblablement la participation des investisseurs institutionnels au marché des fiducies de revenu. En premier lieu, celles-ci ont été intégrées aux indices composites S&P/TSX et MSCI (Morgan Stanley Capital International) le 17 mars et à la fin mai, respectivement. En second lieu, cinq provinces (l'Alberta, la Colombie-Britannique, le Manitoba, l'Ontario et le Québec) ont adopté des dispositions législatives qui limitent la responsabilité des porteurs de parts de fiducie²⁴.

L'analyse qui suit porte sur le développement du marché des fiducies de revenu depuis quelques années et les implications potentielles de ce type de structure pour la complétude des marchés financiers²⁵, ainsi que sur certains des risques liés à ces instruments de placement.

Les caractéristiques changeantes des fiducies de revenu

Les caractéristiques des entreprises qui adoptent une structure de fiducie de revenu se sont diversifiées depuis l'époque où ce véhicule de financement a fait son apparition dans les secteurs énergétique et immobilier. En cinq ans, le pourcentage des fiducies appartenant au secteur industriel et à celui de la consommation a augmenté sensiblement, alors qu'a diminué la part, mais non le nombre, des fiducies dans les secteurs de l'énergie, de l'immobilier et des services publics

(Graphique 28)²⁶. Simultanément, des fiducies de revenu sont nées dans de nouveaux secteurs : les services financiers, les télécommunications et les soins de santé.

Parallèlement à la hausse du nombre relatif de ces entités d'un nouveau genre (ci-après appelées « fiducies commerciales »), la taille moyenne des fiducies de revenu a diminué. Pour la plupart, les fiducies commerciales sont à moyenne ou à faible capitalisation, et leur capitalisation boursière s'établit en moyenne à 400 millions de dollars, comparativement à 1,8 milliard pour les fiducies du secteur de l'énergie, à 800 millions pour les fiducies de services publics et à 650 millions pour les fiducies de placement immobilier²⁷. En outre, les fiducies naissantes sont généralement plus modestes que leurs aînées bien établies. En examinant les premiers appels publics à l'épargne de fiducies survenus entre 2001 et 2005, on constate une régression constante de leur valeur médiane, tombée de 155 millions de dollars en 2001 à 75 millions en 2005 (Graphique 29)²⁸.

Le ratio de distribution, défini grosso modo comme le ratio des distributions aux liquidités distribuables, varie considérablement suivant les entreprises et les secteurs d'activité (Graphique 30)²⁹. Les entreprises dont les flux de trésorerie fluctuent beaucoup ou qui nécessitent des dépenses d'investissement considérables, comme les fiducies du secteur de l'énergie, affichent généralement un ratio de distribution moins élevé. Celles qui présentent les caractéristiques contraires, comme les fiducies de services publics, ont tendance à enregistrer de meilleurs ratios. Il arrive cependant que les flux de trésorerie soient trop volatils pour assurer la stabilité des distributions. De fait, ces dernières années, un certain nombre de fiducies ont dû suspendre ou diminuer leurs distributions. À la fin de 2005, 26 fiducies commerciales (soit quelque 20 % de l'ensemble de ces entités) avaient procédé, au moins une fois depuis leur création, à une diminution ou

23. La fiducie de revenu est un instrument qui permet le transfert, en franchise d'impôt, des revenus aux investisseurs, qui seuls sont imposés. Précisons que les distributions des fiducies de revenu sont considérées, aux fins fiscales, comme une combinaison d'intérêts, de dividendes et de gains en capital. Dans le budget de 2006, le gouvernement canadien a haussé le taux de majoration des dividendes et le taux du crédit d'impôt pour dividendes afin d'éliminer, à l'échelle fédérale, la double imposition des dividendes de grandes sociétés. Toutefois, comme les investisseurs exonérés d'impôt ou qui ne résident pas au Canada ne doivent rien au fisc, ils ne peuvent recouvrer l'impôt versé par la société, de sorte qu'ils ne pourront profiter des modifications apportées au traitement fiscal des dividendes. C'est pour cette raison que leur préférence devrait aller aux fiducies de revenu.

24. D'après ces dispositions, le traitement des porteurs de parts de fiducie est maintenant identique à celui des actionnaires et, si une fiducie subit des pertes, la responsabilité de l'investisseur se limite à son placement initial.

25. Le présent article expose certains éléments d'appréciation de l'incidence des fiducies de revenu sur la complétude des marchés financiers, mais aucune conclusion n'y est tirée quant à leur incidence sur l'efficacité des marchés ou l'efficacité économique.

26. La définition des secteurs est empruntée à la norme de classification GICS (Global Industry Classification Standard) de Standard & Poor's; les secteurs des biens de consommation non essentiels et des produits de consommation courante ont été fondus en un seul.

27. En date du 7 février 2006

28. Cette analyse repose sur des renseignements tirés de la base de données New Issues (nouvelles émissions) de FPinfomart.ca.

29. La définition donnée ici se fonde sur les flux de trésorerie provenant de l'exploitation, lesquels ne tiennent pas compte des dépenses d'investissement. Par conséquent, les ratios sont susceptibles d'être sous-estimés. La méthode servant à calculer les liquidités distribuables, et donc le ratio de distribution, ne fait pas l'unanimité (voir, plus loin, l'exposé sur les méthodes comptables).

suspension des distributions. Le motif le plus souvent invoqué était une baisse de la demande des produits de la fiducie, suivi de près par l'effet de la hausse du dollar canadien. Parmi les considérations fréquemment citées figuraient également les risques associés aux fluctuations des prix des matières premières et des produits de base (Blackmont Capital, 2005 et 2006). Depuis 2002, les distributions des fiducies commerciales ont été réduites à peu près aussi souvent que les dividendes sur actions (Scotia Capitaux, 2006).

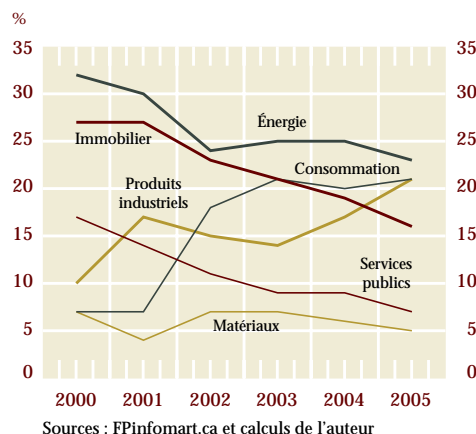
Les fiducies de revenu contribuent-elles à compléter les marchés?

Les parts de fiducie de revenu présentent des caractéristiques différentes de celles des actions ordinaires. Les quelques éléments d'information dont on dispose indiquent que ces nouveaux instruments contribuent à compléter les marchés, en élargissant les possibilités de diversification offertes aux investisseurs et en constituant une source de financement pour des entreprises qui, autrement, ne pourraient peut-être pas faire appel aux marchés.

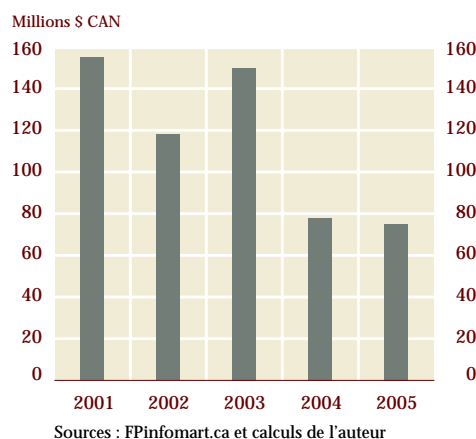
La récente popularité des fiducies de revenu s'explique notamment par le fait qu'elles procurent aux investisseurs particuliers un revenu régulier plus élevé que ne le feraient des actions productrices de dividendes. Cleary et MacKinnon (2006) ont analysé le rendement qu'aurait dégagé, entre 1995 et 2004, un portefeuille composé à parts égales de 59 fiducies. Ils ont fragmenté ce rendement en deux composantes distinctes, actions et obligations, et en ont conclu que les parts de fiducie s'apparentent plus aux premières qu'aux secondes. Ils ont également constaté qu'en matière de risque et de rendement, les parts de fiducie se distinguent suffisamment des actions et des obligations pour permettre la création de profils risque-rendement impossibles à obtenir autrement.

Les fiducies de revenu ont peut-être aussi permis à certaines entreprises d'améliorer leur accès aux marchés financiers. Carpentier, Kooli et Suret (2003) ont remarqué que les introductions en bourse sont beaucoup moins importantes au Canada qu'aux États-Unis et que les capitaux ainsi réunis sont bien inférieurs une fois rapportés au PIB. Or, cette tendance pourrait s'être renversée ces dernières années en raison du nombre élevé de premiers appels publics à l'épargne lancés par des fiducies de revenu (Graphique 31). Dans plus de deux tiers des cas, l'inscription en bourse de fiducies commerciales concernait des entreprises fermées ou de grandes sociétés déjà cotées qui souhaitaient transférer une activité secondaire dans une entité distincte. Le produit brut de ces inscriptions, qui a atteint en moyenne 129 millions de dollars, est

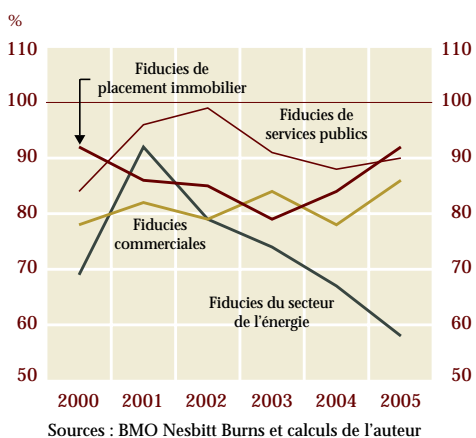
Graphique 28
Répartition des fiducies de revenu par secteur



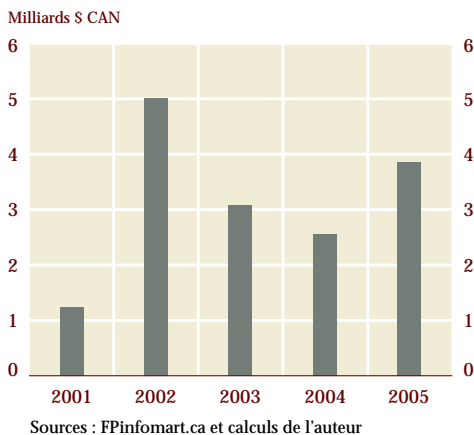
Graphique 29
Valeur médiane des introductions en bourse de fiducies de revenu



Graphique 30
Ratios de distribution moyens



Graphique 31
Produit brut total des introductions en bourse
de fiducies de revenu



nettement supérieur à celui des émissions d'actions placées au Canada, dont la moyenne se chiffre à 31 millions de dollars³⁰.

La détention de placements dans des fiducies de revenu

Le marché des fiducies de revenu a pris de la maturité depuis quelques années. Cependant, des différences persistent quant aux normes qu'appliquent ces entités par rapport à celles établies pour les sociétés, notamment en ce qui concerne la comptabilité et la gouvernance.

On a récemment mis en doute la qualité des méthodes comptables retenues par les fiducies de revenu. En particulier, pour déterminer le montant des liquidités distribuables, élément crucial pour l'analyse financière de ces fiducies, aucune méthode n'est définie dans les principes comptables généralement reconnus, et le calcul est laissé à la discrétion du gestionnaire de la fiducie. Il arrive donc souvent que les liquidités distribuables déclarées soient surestimées, de sorte que les investisseurs pourraient en tirer des conclusions erronées quant à la stabilité des distributions (Charbon et Hibbert, 2006). Un manque de transparence peut dissimuler le fait qu'une entreprise ne réinvestit pas suffisamment pour demeurer viable. Ayant reconnu la nécessité d'améliorer la situation, diverses organisations ont élaboré des lignes directrices pour le calcul des liquidités distribuables³¹.

Les fiducies de revenu n'étant pas des sociétés, elles ne sont pas régies par la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* ni par une loi provinciale équivalente. Par conséquent, les droits des porteurs de parts, qui sont définis dans la déclaration de fiducie, diffèrent quelque peu d'une fiducie à l'autre. Les porteurs de parts bénéficient de la plupart des protections offertes aux actionnaires; par contre, leurs recours judiciaires sont limités³². La Conférence pour l'harmonisation des lois au Canada prépare

30. Ces moyennes ont été calculées sur des périodes différentes : 2001-2005 pour les fiducies de revenu et 1991-2000 pour les entreprises à structure traditionnelle (source : Carpentier, Kooli et Suret, 2003).

31. Parmi ces organisations, citons le Conseil des normes comptables, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, Standard & Poor's et l'Association canadienne des fonds de revenu. Dans le cas des fiducies de placement immobilier, l'Association des biens immobiliers du Canada a publié des normes concernant le calcul des flux de trésorerie provenant de l'exploitation.

32. Par exemple, à l'occasion d'une assemblée annuelle, les porteurs de parts ne peuvent pas soumettre de proposition à la discussion. Pour en savoir plus sur les questions liées à la gouvernance des fiducies de revenu, voir King (2003a).

actuellement un projet visant l'uniformisation des lois provinciales afin de résoudre ces problèmes³³.

Conclusion

Grâce à la croissance soutenue de ce nouvel instrument, devenu aujourd'hui une catégorie d'actifs à part entière, le marché des fiducies de revenu a gagné sous le rapport de la diversité des secteurs, des tailles de capitalisation et des profils de risque. Il reste certainement des améliorations à apporter, particulièrement en ce qui touche la transparence dans le calcul des liquidités distribuables et la gouvernance; néanmoins, d'après les éléments d'information dont on dispose, il semble que les fiducies de revenu aident à compléter les marchés financiers.

Bibliographie

Blackmont Capital (2005). « Fallen Angels: Playing with the Devil » (décembre).

——— (2006). « 2006 Business Trust Outlook » (mars).

Carpentier, C., M. Kooli et J.-M. Suret (2003). « Les émissions initiales au Canada : bilan, anomalies et dysfonctions », rapport de recherche préparé pour Industrie Canada (avril).

Charbon, R., et K. Hibbert (2006). « Canadian Income Funds and the Perceptions of Distributable Cash: Part I », Standard & Poor's, 16 janvier.

——— (2006). « Canadian Income Funds and the Perceptions of Distributable Cash: Part II », Standard & Poor's, 9 mars.

Cleary, S., et G. MacKinnon (2006). « Income Trusts: Why All the Fuss, and What About the Future? », document de travail (inédit).

King, M. (2003a). « Income Trusts—Understanding the Issues », document de travail n° 2003-25, Banque du Canada.

King, M. (2003b). « Caractéristiques et particularités des fiducies de revenu », *Revue du système financier* (décembre), Banque du Canada, p. 81-83.

Kozak, M., M. Aaron et C. Gauthier (2006). « L'évaluation du risque de crédit dans le secteur canadien des entreprises par l'approche des créances contingentes », *Revue du système financier* (présente livraison), Banque du Canada.

Reid, C. (2005). « Les swaps sur défaillance et le contexte canadien », *Revue du système financier* (juin), Banque du Canada, p. 47-53.

RE/MAX (2006). *Investment Report, 2006/2007*.

Royal LePage (2004). *Le rapport Royal LePage 2004 sur les premiers acheteurs de maison*.

——— (2005). *Le rapport Royal LePage 2005 sur les premiers acheteurs de maison*.

Scotia Capitaux (2006). « Distribution Cuts—Keeping it in Perspective », *Scotia Capital Business Trust Bulletin* (avril).

Société canadienne d'hypothèques et de logement (2005a). *Perspectives du marché de l'habitation, Vancouver* (automne).

——— (2005b). *Rapport sur les copropriétés, région du Grand Toronto*.

Tomas, A. (2006). « Tendances récentes du financement des sociétés : éléments de preuve provenant du Système de comptabilité nationale du Canada », *Comptes des revenus et dépenses, série technique*, Statistique Canada.

Tracllet, V. (2005). « Structure of the Canadian housing market and finance system ». Document accessible à l'adresse www.bis.org/publ/cgfs26cbpapers.htm.

Tuer, E., et E. Woodman (2005). « Les dernières tendances en matière de placement et de gestion du risque dans le secteur canadien des régimes de retraite à prestations déterminées », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 21-38.

33. La Conférence pour l'harmonisation des lois au Canada est un organisme indépendant qui comporte deux sections : la section du droit pénal et la section civile. Cette dernière examine les domaines dans lesquels il serait avantageux d'harmoniser les lois provinciales et territoriales. Chaque année, des représentants de chaque province et territoire (de même que des représentants du gouvernement fédéral, des avocats du secteur privé, des universitaires et des personnes chargées de la réforme du droit) se réunissent pour élaborer des recommandations destinées, à titre indicatif, aux divers ordres de gouvernement.