



Rapport sur les marchés

de capitaux



Division des marchés financiers
Direction de la politique du
secteur financier
Mai 2004

Table des matières



Aperçu 1

Capital de risque..... 2

Titres canadiens à revenu fixe 6

Marchés boursiers 9

Instruments dérivés..... 12

Changes 14

Fonds communs de placement..... 17

APERÇU

Compte tenu du regain de confiance des investisseurs et du maintien de taux d'intérêt peu élevés, sans négliger pour autant les bouleversements sur la scène géopolitique, certains secteurs des marchés de capitaux canadiens ont retrouvé une certaine vigueur en 2003 alors que d'autres sont demeurés aux prises avec des défis.

Au chapitre du financement de démarrage, **l'activité dans le secteur du capital de risque au Canada** a ralenti au cours de la première moitié de 2003 pour reprendre légèrement par la suite. L'activité liée au capital de risque au Canada et aux États-Unis est en repli global depuis le sommet atteint en 2000, mais l'industrie canadienne du capital de risque a affiché un bon résultat puisqu'elle vient au second rang dans le monde pour l'ampleur de cette activité par habitant en 2002. Toutefois, les données publiées récemment par l'industrie révèlent que le rendement des investisseurs pour des investissements à court et à moyen terme a été généralement faible.

Sur les **marchés à revenu fixe**, il a surtout été question en 2003 du regain d'appétit des investisseurs pour le rendement et de leur acceptation du risque de crédit. Les écarts de rendement des titres d'emprunt de qualité se sont quelque peu résorbés au cours de l'année, mais ceux des titres à haut rendement se sont nettement creusés, les obligations canadiennes

à haut rendement continuant d'être surtout offertes aux États-Unis. Les émissions nettes de titres d'emprunt de sociétés ont baissé par rapport à la période comprise entre le milieu des années 1990 et 2002, marquant une pause importante de l'effet d'attraction (« crowding in »), qui décrit la hausse impressionnante des émissions d'entreprises depuis que les emprunts nets du gouvernement ont amorcé un net recul.

Contrairement aux marchés de capitaux privés, **les marchés boursiers** se sont repris en 2003, au Canada et sur la scène internationale, affichant des gains pour la première fois en quatre ans. Néanmoins, l'activité liée aux premiers appels publics à l'épargne a stagné, particulièrement aux États-Unis. Elle a été plus vigoureuse au Canada même si plus de 80 % des fonds ainsi recueillis se retrouvent dans le **secteur des fiducies de revenu**. Ce secteur a poursuivi sur sa forte lancée en 2003, quoique à un rythme moins élevé qu'en 2002, la capitalisation totale du marché atteignant près de 60 milliards de dollars.

Du côté des **marchés des changes**, le principal facteur a été la très forte appréciation du dollar canadien qui, en fin d'année, atteignait son plus haut niveau depuis une décennie face au dollar américain. Ce phénomène est généralement attribuable à la faiblesse du dollar américain, même si le dollar canadien s'est maintenu également par rapport à d'autres monnaies importantes.

CAPITAL DE RISQUE

Aperçu

L'activité dans l'industrie du capital de risque a ralenti depuis le sommet atteint en 2000, mais le Canada a généralement mieux résisté au ralentissement que les États-Unis (figure 1). Après avoir diminué pendant deux trimestres consécutifs et composé avec le contexte d'investissement le plus défavorable depuis 1996, l'activité dans l'industrie canadienne du capital de risque a repris au troisième trimestre de 2003¹. Toutefois, même si les dollars investis en capital de risque² ont augmenté depuis le premier semestre de 2003, les levées de fonds³ sont demeurés anémiques tout au long des trois premiers trimestres de 2003. Les données font état de faibles rendements pour les entreprises canadiennes de capital de risque par rapport aux entreprises américaines, particulièrement à plus long terme. En revanche, le rendement accru des titres technologiques et les récentes opérations de fusion et d'acquisition visant des sociétés canadiennes de technologie de pointe fournissent des indices voulant que de nouvelles possibilités puissent s'offrir aux entreprises bénéficiant de capital de risque. Aux États-Unis, le niveau d'activité de l'industrie du capital de risque a continué de stagner tant au chapitre des levées de fonds qu'à celui des dollars investis, qui devraient afficher une baisse pour une troisième année consécutive.

¹ Les données canadiennes sur le capital de risque accusent un retard d'un trimestre.

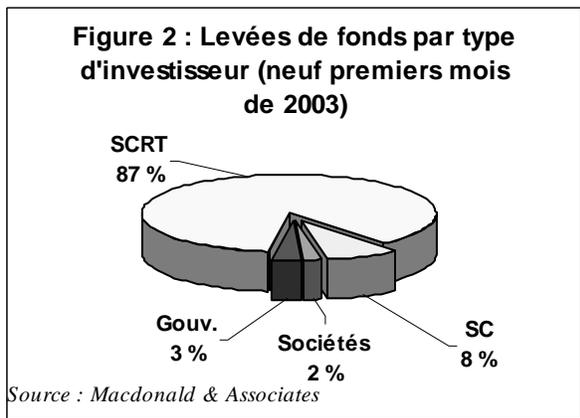
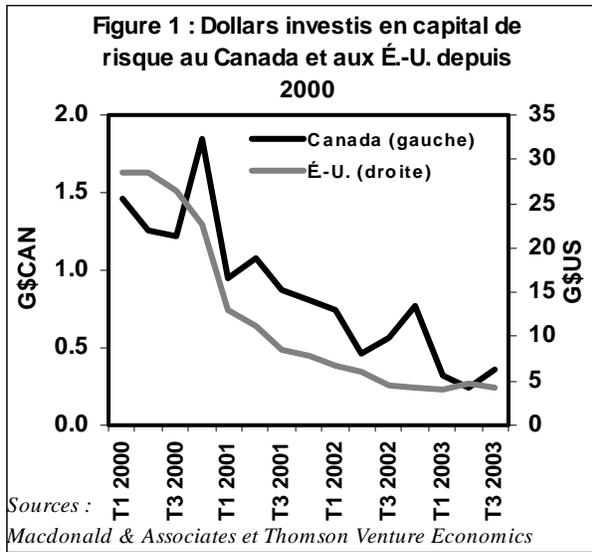
² Placements par des sociétés de capital de risque dans les sociétés de leur portefeuille.

³ Capital recueilli par des sociétés de capital de risque auprès d'investisseurs externes comme les caisses de retraite ou des particuliers à valeur nette élevée, ou destiné à des placements de capital de risque dans les sociétés de leur portefeuille.

A) Levées de fonds

Pendant les trois premiers trimestres de 2003, les sociétés canadiennes de capital de risque ont recueilli 1,3 milliard de dollars, de sorte qu'il est peu probable qu'on atteigne, pour l'année, le total de 3,2 milliards obtenu en 2002. Cette année-là, le Canada venait au deuxième rang parmi les pays industrialisés pour les levées de fonds de capital de risque par habitant, alors qu'il venait au onzième rang en 1999.

Les sociétés à capital de risque de travailleurs (SCRT), qui recueillent surtout des fonds auprès d'investisseurs individuels, sont intervenues pour la plupart des nouveaux engagements au cours des trois premiers trimestres de 2003. Les SCRT ont recueilli 1,1 milliard de dollars, soit 87 % du total pour les trois premiers trimestres (figure 2), en baisse de 100 millions de dollars par rapport à la même période en 2002. Après une bonne année en 2002, les sociétés en commandite (SC) n'ont pu soutenir le rythme en 2003 et n'ont recueilli que 10 % du total de 2002, soit 111 millions. Par contre, de nombreuses SC canadiennes continuaient de recueillir des fonds au quatrième trimestre de 2003. Les caisses de retraite semblent se retirer de cette catégorie d'actifs. Elles n'ont pas consacré de fonds à des investissements directs depuis 2001 et continuent d'hésiter à investir dans les levées de fonds des SC.



Il y a lieu de se réjouir de l'annonce récente d'initiatives conjointes entre des firmes de capital de risque américaines et canadiennes afin d'attirer des investisseurs de partout en Amérique du Nord. La levée d'un fonds conjoint entre Primaxis Technology Ventures Inc., du Canada, et Draper Fisher Jurvetson, de la Silicon Valley, au troisième trimestre de 2003 en est un exemple. Un autre signe de maturation de l'industrie canadienne du capital de risque a été le lancement de fonds de fonds. Ces véhicules sont établis de manière à distribuer les investissements entre plusieurs gestionnaires de fonds d'investissement privés, qui investissent ensuite les capitaux directement dans des compagnies. Edgestone et TD Capital Partners sont deux sociétés

canadiennes actives depuis peu dans ce secteur. Toutefois, le moment a été peu propice puisque les activités de levées de fonds ont eu un succès limité pendant les trois premiers trimestres de 2003.

Aux États-Unis, les levées de fonds ont chuté à 4,3 milliards de dollars pour les neuf premiers mois de 2003, en baisse d'environ 23 % par rapport à la même période en 2002. Les levées de fonds restent anémiques aux États-Unis parce que de nombreuses sociétés de capital de risque n'ont pas encore investi les capitaux recueillis en 2000 et en 2001. Toutefois, on prévoit que de nombreuses sociétés de capital de risque prestigieuses lèveront de nouveaux fonds au cours des deux prochaines années, mais ces fonds seront plus modestes que leurs prédécesseurs.

B) Dollars investis

Les dollars investis dans les entreprises ont diminué au Canada et aux États-Unis au cours des neuf premiers mois de 2003. Les sociétés canadiennes ont reçu 920 millions de dollars, soit 49 % de moins qu'à pareille date l'an dernier. Le deuxième trimestre de 2003 a été l'une des périodes les plus difficiles pour l'industrie canadienne du capital de risque. Il semble que les épidémies et une situation géopolitique instable aient contribué à ralentir l'activité de capital de risque à son plus bas niveau en sept ans. Toutefois, après y avoir diminué pendant deux trimestres de suite, les dollars investis ont bondi de 50 % au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent pour totaliser 361 millions. Pendant ce temps, aux États-Unis, les dollars investis ont chuté de 24 % au troisième trimestre de 2003.

L'une des principales différences entre 2003 et 2002 est l'absence de transactions de plus de 20 millions de dollars, l'importance

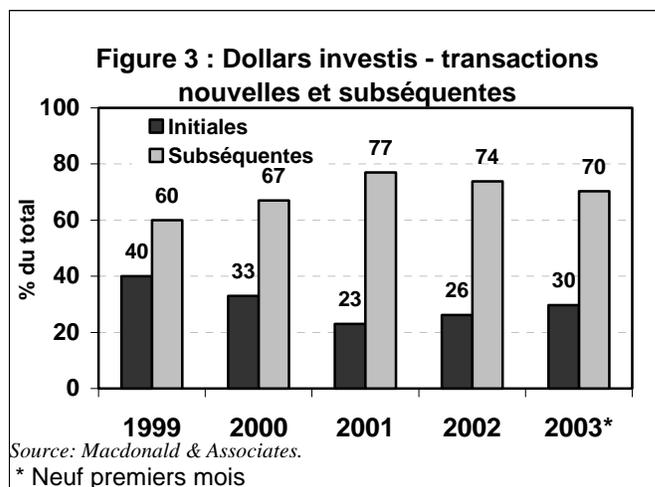
relative de ces dernières en 2002 ayant fait grimper les dollars investis (tableau 1). Un coup d'œil rapide à la liste de sociétés fait également ressortir un autre fait intéressant. En 2002, les cinq plus grandes sociétés faisaient toutes partie du secteur de la technologie de l'information (TI) par rapport à deux seulement en 2003. Deux des cinq plus importantes sociétés appartiennent au secteur des sciences de la vie, qui a connu une bonne année par rapport aux autres.

Tableau 1 : Cinq plus importantes transactions (M\$)

2003 (neuf premiers mois)	
Société (ville)	Montant
Medicago Inc. (Sainte-Foy)	28,00
Engim Canada (Ottawa)	27,75
Critical Telecom (Ottawa)	16,63
OncoGenex Technologies Inc. (Vancouver)	15,67
Joseph Ribkoff Inc. (Dorval)	15,62
Total	103,67
2002 (neuf premiers mois)	
Société (ville)	Montant
Catena Networks (Kanata)	112,50
Innovance Networks Inc. (Ottawa)	88,00
Hyperchip Inc. (Montréal)	70,00
Inkra Networks (Burnaby)	45,90
ITF Optical Technologies Inc. (Saint-Laurent)	37,54
Total	353,94

Source : Macdonald & Associates

Les investissements subséquents ont représenté 70 % du total au cours des neuf premiers mois de 2003 (figure 3). Les sociétés de capital de risque continuent d'appliquer une stratégie d'investissement prudente et ciblent les sociétés qui figurent déjà dans leur portefeuille, de sorte qu'il est plus difficile pour les entreprises d'obtenir un financement initial en capital de risque. Les entreprises du secteur de la technologie semblent avoir été durement touchées puisque leur part des dollars investis dans de nouvelles compagnies a chuté, passant de 70 % en 2002 à 50 % pour les trois premiers trimestres de 2003.

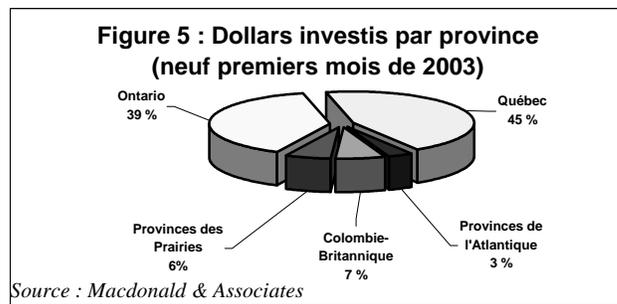
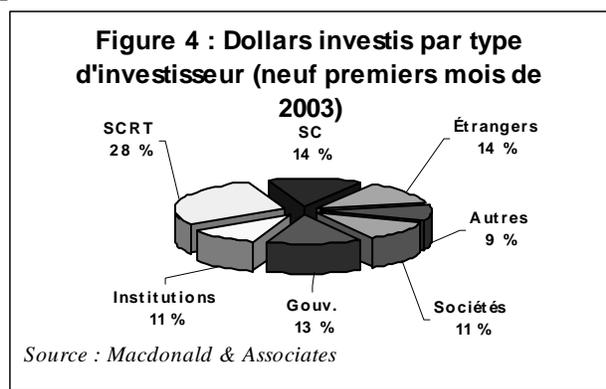


Il convient particulièrement de noter la forte baisse des dollars investis par les investisseurs étrangers (surtout les sociétés américaines de capital de risque et les groupes d'entreprises stratégiques qui investissent dans la TI) au premier semestre de 2003. Pour les neuf premiers mois de 2003, les investisseurs étrangers n'ont fourni que 14 % du total des dollars investis, comparativement à 26 % pour l'année 2002 (figure 4). Heureusement, l'investissement étranger montre des signes de regain alors que les dollars investis au troisième trimestre ont été plus élevés qu'aux deux premiers trimestres combinés (64 millions par opposition à 25 millions et à 35 millions respectivement). C'est probablement la reprise du secteur de la TI au troisième trimestre qui explique ce changement survenu récemment. Ici encore, les SCRT ont constitué l'investisseur intérieur le plus dynamique au cours des trois premiers trimestres de 2003, avec des investissements de 262 millions de dollars (28 % du total). À noter la parité relative des dollars investis par types d'investisseurs autres que les SCRT à la figure 4.

Comme par les années passées, le secteur de la TI a bénéficié de la majeure partie des dollars investis, avec 163 millions de dollars ou 54 % du total pour les trois premiers

trimestres de 2003. C'est toutefois moins que les 65 % enregistrés en 2002, tandis que la part des dollars investis revenant au secteur des sciences de la vie a grimpé à 26 % (79 millions) pour les trois premiers trimestres de 2003 comparativement à 19 % en 2002. Le sous-secteur de la TI le plus populaire au cours des trois premiers trimestres de 2003 a été celui des communications et du réseautage, qui a bénéficié de 110 millions de dollars, soit 12 % du total des dollars investis. Ces chiffres sont plus faibles qu'en 2002, alors que le sous-secteur avait obtenu 27 % du total des dollars investis. Les sociétés Internet ont encore perdu du terrain alors que leur part du total des dollars investis a continué de diminuer en 2003.

Pour les six premiers mois de 2003, la vigueur du secteur des sciences de la vie a permis au Québec de prendre la tête au chapitre des dollars investis (figure 5). Cependant, avec la remontée de la TI au troisième trimestre de 2003, la situation est revenue à ce qu'elle était, l'Ontario bénéficiant de la plus grande part des dollars investis au troisième trimestre. La hausse des dollars investis en TI est largement attribuable à un regain d'activité dans la vallée de l'Outaouais, alors que les investissements dans cette région ont totalisé 100 millions de dollars au troisième trimestre de 2003 comparativement à seulement 12 millions au trimestre précédent.



C) Rendement des investissements en capital de risque

La firme Macdonald & Associates a publié les données sur le rendement de l'industrie canadienne du capital de risque pour 2002. Il s'agit seulement de la deuxième fois que ces données sont disponibles pour le Canada. Dans l'ensemble, le rendement du capital de risque au Canada ne se compare pas favorablement à celui observé aux États-Unis (tableau 2). Les sociétés canadiennes de capital de risque ont écopé du repli des titres technologiques, tout comme celles des États-Unis, sans avoir pu profiter auparavant de l'expansion du secteur de la haute technologie. Sur un an et sur trois ans, les sociétés canadiennes de capital de risque ont affiché des rendements négatifs comparables à ceux observés aux États-Unis. Toutefois, même si les sociétés américaines de capital de risque ont généré des rendements internes de plus de 20 % sur cinq et huit ans, les sociétés canadiennes ont affiché des rendements de -3,1 % sur cinq ans et de 6,1 % sur huit ans. En outre, les comparaisons avec les indices boursiers comme le NASDAQ, le TSE 300 et le S&P 500 ne sont pas particulièrement avantageuses. Sur cinq et dix ans, l'industrie canadienne du capital de risque fait moins bonne figure que ces indices, même sans tenir compte du risque.

Tableau 2 : Rendements des investissements pour les périodes terminées le 31 décembre 2002 (%)

	Période en années			
	1	3	5	8*
Capital de risque				
Canada	-25,0	-9,6	-3,1	6,1
É.-U.**	-23,3	-6,8	28,3	26,3
Indices boursiers				
TSE 300	-12,4	-6,3	1,3	7,7
S&P 500	-22,1	-14,6	-0,6	10,3
NASDAQ	-31,5	-31,0	-3,2	7,4

Sources : Association canadienne du capital de risque et National Venture Capital Association

* Pour les États-Unis, on utilise des rendements sur 10 ans.
 ** Les rendements aux États-Unis sont des rendements nets, qui n'incluent pas les frais de gestion et les intérêts reportés (p. ex., la part des bénéfices gagnée par les commandités). Au Canada, les rendements indiqués sont bruts.

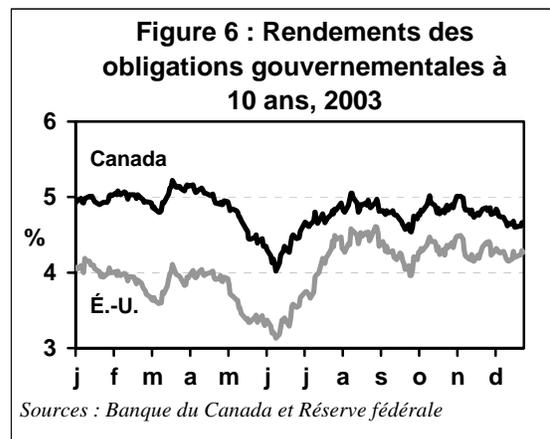
TITRES CANADIENS À REVENU FIXE

Aperçu

Les cours des obligations de haute qualité sont demeurés relativement stables en 2003, exception faite d'une hausse remarquable au deuxième trimestre et d'une baisse correspondante au troisième trimestre. Au Canada, les émissions nettes d'obligations d'entreprises, qui ont fortement augmenté depuis le milieu des années 1990, ont chuté de façon importante en 2002 et sont demeurées relativement faibles en 2003. Dans l'ensemble, pour ce qui est des titres à revenu fixe en 2003, on a surtout observé un net rétrécissement des écarts dans le cas des obligations de qualité moindre (à haut rendement). La demande d'actifs plus risqués a été soutenue par la faiblesse record des taux d'intérêt, par un allègement des tensions géopolitiques après la guerre en Irak et par des signes d'une reprise économique plus vigoureuse aux États-Unis.

A) Obligations d'État

Les faibles fluctuations du prix des obligations gouvernementales du Canada et des États-Unis d'une fin d'année à l'autre masquent des variations de prix assez remarquables en 2003 (figure 6). Après être demeuré stable au quatrième trimestre de 2002 et au premier trimestre de 2003, le prix des obligations d'État américaines a fortement grimpé après la guerre en Irak, ce qui a ramené les rendements à des planchers records à la mi-juin dans l'expectative d'achats par la Réserve fédérale pour assouplir les conditions monétaires. Toutefois, pendant les deux mois suivants, soit jusqu'à la mi-août, le prix des obligations a nettement reculé lorsqu'il est devenu évident que la Réserve fédérale n'interviendrait pas dans ce sens. Les prix des obligations ont légèrement repris en septembre, mais sont demeurés relativement stables tout au long du quatrième trimestre de 2003.



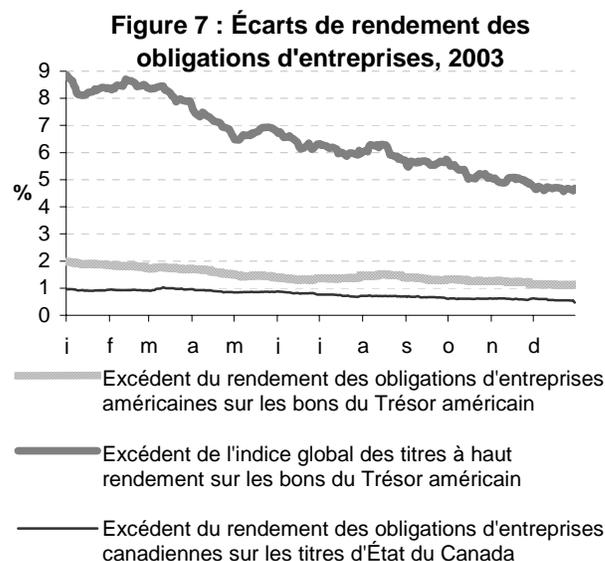
B) Obligations d'entreprises

a) Titres d'emprunt de qualité

Les émissions d'obligations d'entreprises canadiennes (titres d'emprunt de sociétés dont l'échéance dépasse un an) ont fortement chuté par rapport aux sommets de 2001. L'offre d'obligations d'entreprises a toutefois progressé au premier trimestre de

2003 alors que les émetteurs ont profité de la baisse des rendements pour obtenir des capitaux relativement à bas prix (tableau 3). La reprise a été interrompue, car les nouveaux emprunts n'ont pas progressé au même rythme que les opérations de remboursement de la dette au cours de l'été. Toutefois, la reprise s'est remise en marche au quatrième trimestre.

Le prix des obligations d'entreprises a augmenté un peu plus que celui des obligations gouvernementales au cours de l'année, ce qui a réduit les écarts de rendement (figure 7). Il faut toutefois noter que le prix des titres d'entreprises américaines a davantage augmenté au cours des deux premiers mois de l'année pour ensuite diminuer davantage en juillet.



Source : Merrill Lynch

Tableau 3 : Nouvelles émissions nettes d'obligations (M\$CAN)

	Gouv. du Canada	Provinces	Municipalités	Entreprises
1996	33 364	3 831	153	21 209
1997	18 439	3 061	197	39 502
1998	9 895	7 860	-16	34 085
1999	2 214	5 127	-200	37 969
2000	-4 958	748	-474	21 768
2001	-16 622	6 955	125	60 985
2002	-8 498	-465	455	6 073
2003 T1	676	-4 735	-379	7 715
2003 T2	-3 200	-2 854	780	16
2003 T3	-4 006	2 471	239	190

Source : Banque du Canada

b) Titres d'emprunt à haut rendement

Le facteur clé sur le marché mondial des obligations d'entreprises a été la performance record des obligations à haut rendement (« junk bonds ») par rapport aux autres titres d'entreprises depuis octobre 2002. Il s'agit d'obligations cotées Ba1 ou moins par Moody's Investors Service ou BB+ ou moins par Standard & Poor's. Puisque les obligations assorties de ces cotes relativement faibles sont considérées comme étant plus à risque, elles offrent des rendements supérieurs aux investisseurs. L'indice global des obligations à haut rendement de Merrill Lynch a affiché un rendement remarquable de 28,2 % en 2003. Les sociétés américaines représentent plus de 88 % de cet indice parce que les autres pays, dont le Canada, ont un marché relativement sous-développé pour ces titres.

La demande de titres d'emprunt à haut rendement reflétait apparemment une diminution de l'aversion pour le risque et une amélioration des taux de défaillance. Au début de 2003, Moody's prévoyait une

baisse du taux global de défaillance des titres spéculatifs, qui passerait des 8,3 % observés en 2002 à 6,9 %. À la fin de 2003, Standard & Poor's a signalé que le taux de défaillance était de 4,57 %, son plus bas niveau depuis 1999 et nettement en deçà du taux moyen à long terme de 5,17 %.

On prévoit que les taux de défaillance resteront faibles en 2004 en raison de la reprise de l'économie mondiale, de conditions de financement favorables et d'une hausse des bénéfiques. En outre, avec le repli des marchés boursiers ces dernières années, les entreprises s'efforcent de plus en plus à limiter les pertes. À titre de demandeurs captifs des cashflows d'un émetteur, les détenteurs d'obligations ont tiré profit de cette nouvelle orientation de la gestion.

Les sociétés canadiennes se sont tournées vers le marché des titres d'emprunt à haut rendement à plusieurs occasions en 2003 mais, comme d'habitude, la plupart des émissions étaient libellées en \$US (tableau 4). En 2003, plusieurs papetières et entreprises forestières canadiennes ont emprunté chez nos voisins du sud pour profiter d'un dollar américain en baisse. Plusieurs émissions d'obligations ont été annoncées en juin alors que les entreprises de divers secteurs se sont précipitées pour refinancer leur dette à des taux réduits.

La plupart des ententes ont fait l'objet de placements privés, et beaucoup comportaient l'échange de billets ou des restructurations. Par exemple, Acetex a fait un placement privé de 75 millions \$US d'obligations à 10 7/8 % venant à échéance en août 2009 pour rembourser une partie de la dette de AT Plastics dans le cadre de l'acquisition, par Acetex, de cette entreprise. Dans le cadre de sa restructuration, le Saskatchewan Wheat Pool a échangé 105 millions de titres d'emprunt bancaires et

300 millions de billets à moyen terme contre deux nouveaux billets portant intérêt au taux de 8 % et de 9 % respectivement, ces deux effets venant à échéance en 2008.

À la fin de l'année, on a observé une renaissance du marché intérieur des titres à haut rendement alors que Shaw, Sherritt International et la Compagnie de la Baie d'Hudson ont procédé avec succès à des appels publics à l'épargne. Par exemple, le 13 novembre, Shaw Communications a annoncé que le montant de son émission de billets non garantis de premier rang à 7,5 % venant à échéance en 2013 était passé de 250 millions à 350 millions en raison de la forte demande.

Tableau 4 : Émissions notables de titres à haut rendement par les entreprises canadiennes en 2004

Émetteur	Placement	Montant	Date
<i>Dollar US</i>			
Tembec	Privé	100	14 mars
NorskeCanada	Privé	150	15 mai
Fairfax Financial	Privé	300	5 juin
IPSCO	Privé	200	13 juin
Rogers Cable	Privé	350	16 juin
Abitibi	Public	500	18 juin
Gerdau Ameristeel	Privé	405	27 juin
Cascades	Privé	100	30 juin
Baytex Energy	Privé	150	9 juillet
Acetex	Privé	75	5 août
<i>Dollar canadien</i>			
Sask Wheat Pool	Privé	300	14 mars
Shaw Communications	Public	350	13 nov.
Sherritt International	Public	300	4 déc.
Compagnie de la Baie d'Hudson	Public	120	10 déc.

Source : Système électronique de données d'analyse et de recherche

Les émissions de titres à haut rendement des entreprises de télécommunications ont particulièrement bien fait. Ce secteur a été durement éprouvé par le repli des titres technologiques. Il était devenu difficile pour

de nombreuses entreprises des télécommunications d'assurer le service de leur lourde dette, et le rendement de leurs obligations était des plus faibles. À terme, ces entreprises ont pu suffisamment comprimer leurs dépenses pour que les investisseurs dans les titres à haut rendement soient plus confiants dans leur capacité de générer les cashflows nécessaires pour assurer le service de leur dette.

MARCHÉS BOURSIERS

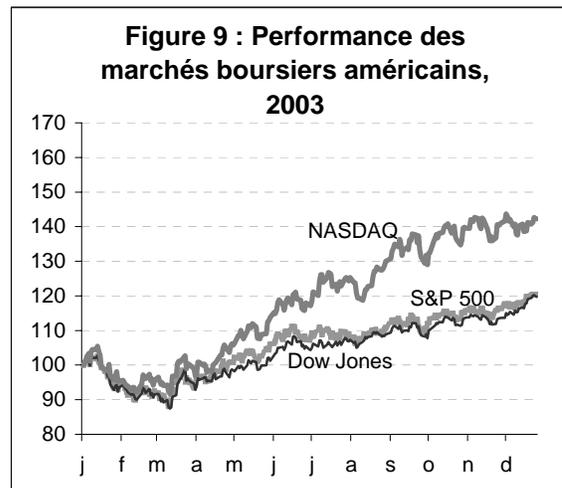
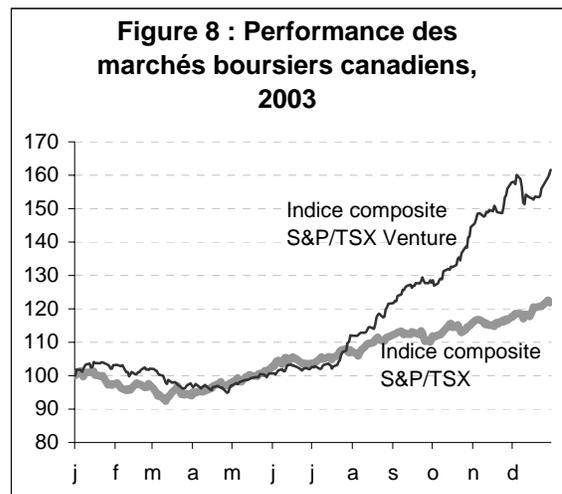
Aperçu

Les marchés boursiers mondiaux ont rebondi en 2003, enregistrant des gains pour la première fois en quatre ans. Une brève campagne militaire en Irak, le regain de confiance des investisseurs et des consommateurs et les taux d'intérêt peu élevés ont contribué à alimenter l'optimisme en faveur d'un redressement de l'économie mondiale sous l'aiguillon des États-Unis. Les sections qui suivent examinent le rendement des marchés boursiers, l'activité liée aux premiers appels publics à l'épargne (PAPE) et les fiducies de revenu.

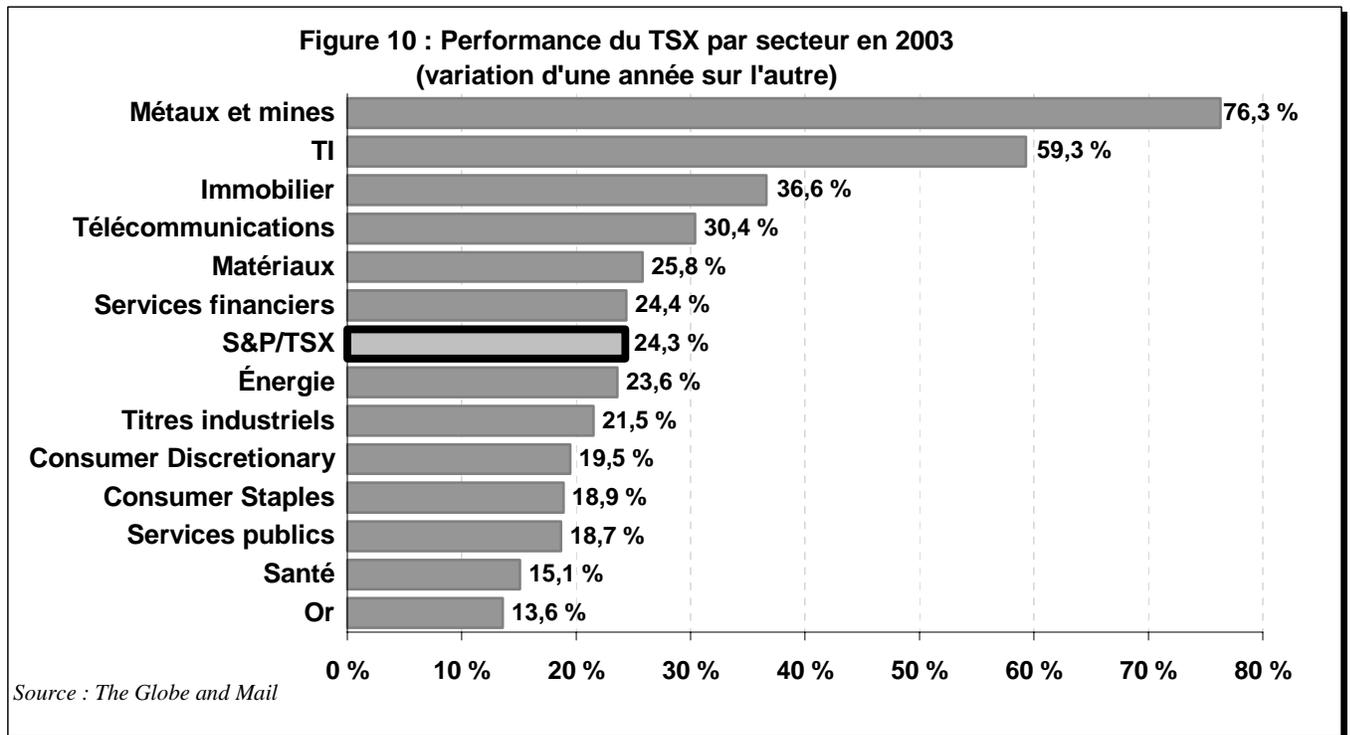
A) Performance des marchés boursiers en 2003

Au cours du premier trimestre de 2003, les marchés boursiers nord-américains ont chuté face à l'incertitude du contexte géopolitique mondial (figures 8 et 9). La confiance des investisseurs s'est éteinte alors qu'on a réduit l'importance accordée à l'accroissement des bénéfices des entreprises pour privilégier l'actualité géopolitique et, par conséquent, les indices boursiers se sont approchés des planchers d'octobre 2002. Le 13 mars 2003, les marchés boursiers nord-américains et européens ont effectué une remontée lorsqu'on a appris que les dirigeants américains négociaient une reddition avec

les principaux membres du régime irakien. L'indice Dow Jones a gagné 3,57 %, sa plus forte progression quotidienne en 2003. Les marchés ont aussi fortement rebondi en Europe. Ce jour-là, l'indice composite de la Bourse de Toronto (S&P/TSX) a grimpé de 1,1 %. Au Royaume-Uni, les principaux titres ont enregistré leurs plus fortes hausses en une journée depuis octobre 1987, gagnant 6,1 %, ce qui leur a permis de se remettre du plancher de huit ans atteint le 12 mars 2003.



Il y a eu de modestes reculs lorsque les rumeurs de reddition ont cédé la place à l'invasion de l'Irak, le 20 mars 2003. Toutefois, dans l'ensemble, les marchés sont demeurés fermes, conservant une bonne partie de l'avance réalisée au cours des



semaines précédentes. À mesure que la guerre progressait et que son issue est devenue évidente, les marchés se sont appréciés. Les bourses nord-américaines ont bondi au deuxième trimestre; le S&P 500 a gagné 15 %, sa plus forte hausse depuis le bond de 21 % enregistré au quatrième trimestre de 1998. De même, le Dow Jones a gagné 12 % et l'indice composite NASDAQ, 21 %, leurs plus solides performances en plus de quatre ans. L'indice composite S&P/TSX n'a pas si bien fait, mais il a tout de même affiché un gain trimestriel de 10 %.

Les marchés boursiers mondiaux ont continué de progresser au cours du deuxième semestre de 2003. La panne électrique qui a touché une bonne partie de l'Ontario et du Nord-Est des États-Unis a eu des répercussions économiques limitées. Aux États-Unis, les bonnes nouvelles économiques ont ravivé l'optimisme au sujet de la reprise économique en cours. La confiance des investisseurs s'est accrue

après avoir été menée à mal en 2002 dans la foulée de scandales comme ceux d'Enron et de WorldCom.

Cependant, la progression des marchés boursiers a été brièvement tempérée à la fin de septembre 2003, lorsque l'OPEP a surpris les marchés en acceptant de baisser la production, alimentant les craintes qu'une hausse des coûts de l'énergie pourrait freiner la reprise de l'économie américaine. Aux États-Unis, le Dow Jones a perdu 2 %. Toutefois, l'indice composite NASDAQ a été le plus fortement touché, reculant de plus de 3 %, les maigres prévisions de ventes du secteur technologique contribuant davantage au déclin. L'indice composite S&P/TSX a été légèrement touché, perdant moins de 1 %. Les marchés européens et asiatiques ont également perdu du terrain.

Les marchés boursiers mondiaux ont terminé l'année 2003 sur une note positive, clôturant près de sommets pluriannuels et affichant des rendements positifs pour la

première fois depuis 1999 (tableau 5). L'indice repère du Canada a terminé l'année avec un gain de 24,3 %, tandis que l'indice des titres de premier ordre de l'indice Dow Jones a gagné 25,3 %.

	1999	2000	2001	2002	2003
NASDAQ	86,0	-39,3	- 21,1	- 31,5	50,0
DJIA	25,2	- 6,2	- 7,1	- 16,8	25,3
S&P 500	19,5	-10,1	- 13,0	- 23,3	26,4
S&P/TSX	29,7	6,2	- 13,9	- 13,9	24,3
Hang Seng	68,8	-11,0	- 24,5	- 18,2	34,9
Nikkei	36,8	-27,2	- 23,5	- 18,6	24,5
FTSE	17,8	-10,2	- 16,2	- 24,5	13,6

Les principales places boursières européennes et asiatiques ont également affiché des rendements positifs. À l'échelle sectorielle, les 13 sous-groupes du TSX étaient en hausse à la fin de l'année (figure 10). Les titres les plus intéressants étaient ceux du sous-indice des métaux et des mines du TSX, qui ont grimpé de 76,3 % après avoir donné le ton au repli de l'indice composite S&P/TSX en 2002.

Autre fait à noter, les investisseurs canadiens ont retrouvé leur enthousiasme pour les titres de haute technologie en injectant des fonds dans ce secteur. Après avoir chuté de 60 % en 2002, le sous-indice de la technologie de l'information du TSX a rebondi avec un gain de 59,3 %, surpassant même la remontée de 50 % de l'indice composite NASDAQ en 2003. Les fournisseurs de télécommunications Nortel Networks et Research in Motion ont été au nombre des principaux gagnants. Malgré l'appréciation des titres technologiques, les mesures traditionnelles d'évaluation de l'indice composite S&P/TSX, comme le coefficient de capitalisation des bénéfices, sont demeurées relativement inchangées, à près de 28x, ce qui semble indiquer que les bénéfices se sont remis grâce à un regain de la demande lorsque l'économie mondiale a

commencé à se redresser. Après avoir fait grimper tous les autres sous-indices en 2002, l'or a offert le rendement le moins intéressant de l'année avec un gain de 13,6 % bien que le prix de ce métal précieux ait augmenté de 20 %.

B) Marché primaire

Le marché canadien des PAPE a perdu près de 20 % en 2003 par rapport à 2002, mais cela reste supérieur aux piètres résultats de 2001. On a recensé 56 nouveaux PAPE en 2003 totalisant 4,6 milliards \$CAN, comparativement à 5,8 milliards \$CAN en 2002. Toutefois, la grande majorité des PAPE au Canada pour l'année se retrouvaient dans le secteur des fiducies de revenu plutôt que dans les PAPE traditionnels (tableau 6).

Année	Canada	É.-U.
1993	4,9	58,1
1994	3,5	35,8
1995	3,1	38
1996	3,4	57,7
1997	5,2	50,5
1998	3	55,6
1999	4,4	93,5
2000	5,4	82,9
2001	1,6	51,5
2002	5,8	41,7
2003	4,6	24,5

Sources : Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, Reuters et Bloomberg

Malgré la remontée des marchés boursiers, l'année 2003 passera à l'histoire comme ayant été, aux États-Unis, l'une des plus anémiques au chapitre des PAPE. Bien que le flux des propositions soit demeuré relativement inchangé, le montant des capitaux recueillis a chuté de plus de 40 %. Par contre, les analystes du marché s'attendent à un regain d'activité dans le secteur des PAPE en 2004 sur la foi des

solides résultats de décembre 2003, mois au cours duquel on a recueilli 30 % du total des capitaux générés par les PAPE au cours de l'année. Les observateurs sont également encouragés par l'ampleur relativement importante du flux des propositions de qualité enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis.

C) Fiducies de revenu

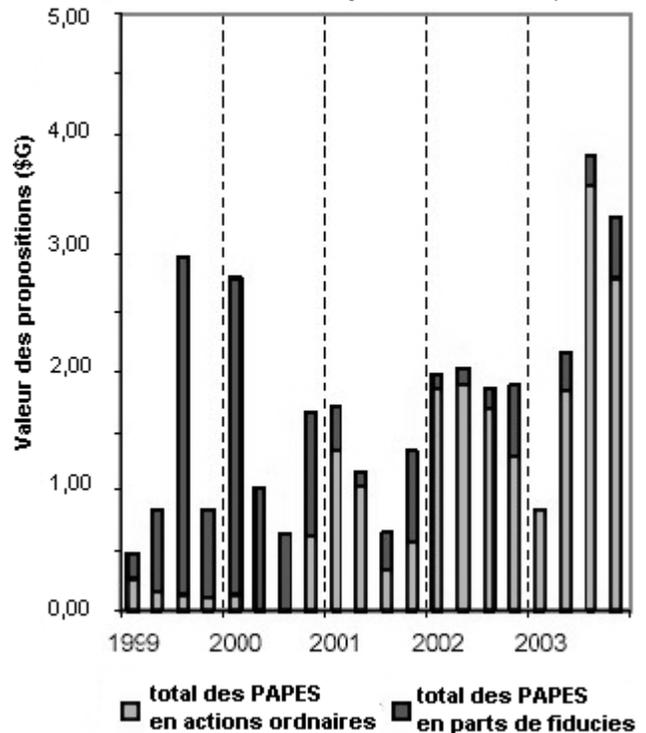
Au Canada, le marché des fiducies de revenu a poursuivi sa forte expansion en 2003, quoique à un rythme moindre qu'en 2002, dans un contexte de maintien de taux d'intérêt peu élevés, mais non plus de faibles rendements des marchés boursiers. Au cours des deux dernières années, les fiducies de revenu sont intervenues pour l'essentiel de l'activité des PAPE au Canada : 83,6 % du total des capitaux recueillis en 2003 et 86,6 % en 2002 (figure 11). La valeur brute des PAPE des fiducies de revenu a chuté à 3,8 milliards \$CAN en 2003 comparativement à 5,0 milliards \$CAN en 2002.

Au chapitre du total des émissions, les fiducies de revenu ont affiché les meilleurs résultats de leur histoire au troisième trimestre avec un peu plus de 5,3 milliards \$CAN, dépassant la valeur totale des émissions d'actions ordinaires pour le trimestre et représentant une hausse importante des distributions secondaires effectuées par les fiducies de revenu. Pour atteindre des niveaux records au troisième trimestre, le secteur a pu compter sur le Fonds de revenu Pages Jaunes, qui a lancé un PAPE de 935 millions de dollars, le deuxième en importance, effectué par une fiducie de revenu.

À ce jour, cette catégorie d'actifs intéresse principalement les investisseurs de détail et les fonds communs de placement servant le marché de détail. Ces investisseurs recherchent un rendement élevé et

relativement stable dans un contexte de taux d'intérêt et de ratio de distribution des dividendes peu élevés. Les préoccupations au sujet de la responsabilité illimitée des détenteurs de parts expliquent pourquoi les caisses de retraite évitent cette catégorie d'actifs et pourquoi les fiducies de revenu ne figurent pas dans la composition de l'indice composite S&P/TSX, l'indice de référence du Canada.

Figure 11 : Total des PAPE (actions ordinaires et parts de fiducies)



INSTRUMENTS DÉRIVÉS

Aperçu

L'expansion remarquable du marché mondial des instruments dérivés s'est poursuivie au premier semestre de 2003, alimentée par une demande croissante, de la part d'une gamme d'entreprises, pour une approche plus quantitative à l'égard de la gestion du risque. Le marché des instruments dérivés en devises a été particulièrement actif en 2003 alors que la

volatilité des fluctuations de changes a encouragé les intervenants non financiers à entrer sur le marché et à couvrir leur risque de change. Le volume des opérations sur dérivés inscrits sur les places boursières mondiales était élevé au début de l'année, mais il a diminué au cours du troisième trimestre alors que les intervenants assurant la liquidité du marché en facilitant la négociation (les « mainteneurs de marché ») se sont retirés après avoir subi des pertes liées à une forte hausse imprévue du rendement des obligations au cours de l'été.

A) Dérivés de gré à gré

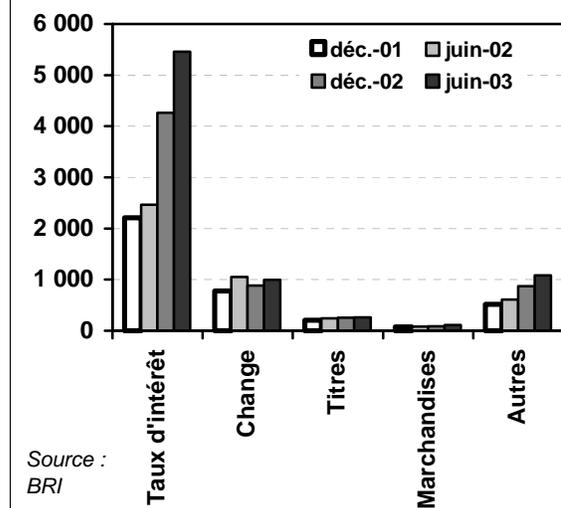
Les produits financiers dérivés sont soit inscrits à une bourse financière soit échangés de gré à gré (c.-à-d. en vertu d'un arrangement entre deux parties). Le marché mondial des dérivés de gré à gré, qui est beaucoup plus important que le marché réglementé, affiche une croissance rapide au cours des 20 dernières années, tendance qui s'est maintenue en 2003 (figure 12) d'après les données semestrielles recueillies par la Banque des règlements internationaux (BRI). L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) et l'Office of the Comptroller of the Currency (OCC) des États-Unis ont confirmé l'expansion rapide du marché des dérivés de gré à gré. Selon l'ISDA, l'encours mondial des marchés de gré à gré a grimpé de 22 % au premier semestre de 2003, tandis que l'OCC fait état d'une progression de 17 % de l'encours des marchés sur instruments dérivés des banques commerciales (la plupart sont des dérivés de gré à gré). Les options sur devises ont constitué le sous-segment le plus dynamique, avec une expansion de 42 %. Certains marchés de devises de moindre envergure ont connu une expansion encore plus forte, les options visant la livre sterling, le franc suisse et le dollar canadien progressant de 74 %, de 92 % et de 152 % respectivement. La

tendance à la baisse de plus en plus marquée du dollar américain semble avoir incité les clients non financiers à se protéger, alors que leurs portefeuilles d'options sur devises ont augmenté de 91 % au cours de la plus récente période examinée par la BRI.

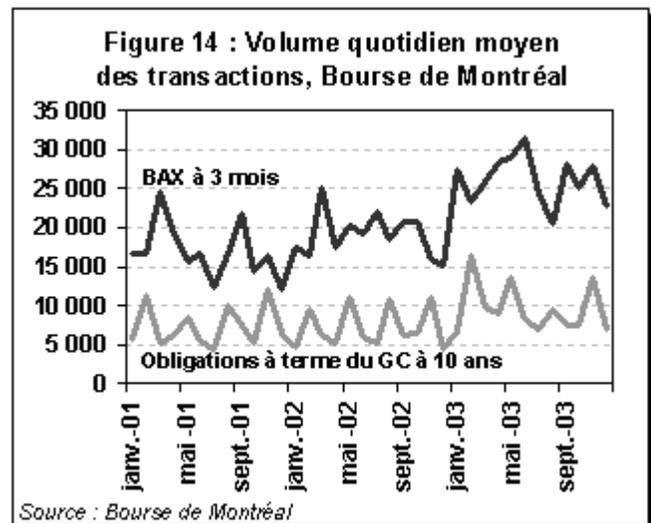
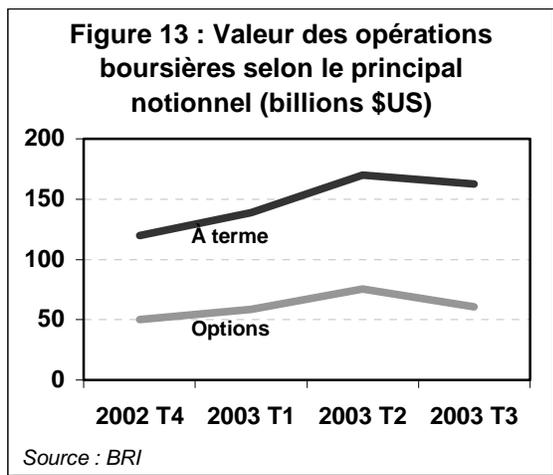
B) Dérivés du marché réglementé

Au cours du premier semestre de 2003, les opérations sur dérivés du marché réglementé ont connu une croissance encore plus forte que celle des opérations de gré à gré (figure 13). En revanche, au cours du troisième trimestre, le volume global des contrats sur instruments dérivés financiers du marché réglementé surveillés par la BRI a chuté de 9 % pour s'établir à 223 billions dollars US. Ce déclin s'explique par une chute du volume des échanges de contrats de taux d'intérêt dans la foulée d'une baisse marquée des contrats du marché monétaire sur les bourses américaines. Ce phénomène est généralement attribué à la pression à la hausse sur les rendements des titres à revenu fixe aux États-Unis en juillet et en août 2003, de même qu'au ralentissement qui a caractérisé le rééchelonnement des prêts hypothécaires aux États-Unis.

Figure 12 : Valeur marchande brute de l'ensemble des contrats d'instruments dérivés de gré à gré (G\$US)



Source :
BRI



C) Canada

Au Canada, le marché réglementé des dérivés est plus modeste que celui des dérivés de gré à gré, et les titres sont échangés à la Bourse de Montréal. Depuis que cette dernière est devenue entièrement automatisée il y a deux ans, le volume quotidien moyen de ses opérations a augmenté de 40 %, de sorte qu'à l'heure actuelle on y traite environ 70 000 contrats d'une valeur de 30 milliards de dollars chaque jour. Les volumes des opérations sont demeurés relativement stables en 2003 alors que le volume quotidien moyen des contrats à terme sur acceptations bancaires à trois mois et sur obligations du gouvernement du Canada à 10 ans s'est maintenu à l'intérieur d'une fourchette (figure 14). La Bourse de Montréal a commencé à intervenir sur le marché américain des options sur actions en se joignant à la Bourse de Boston et à Interactive Brokers pour constituer la Boston Option Exchange, dont le lancement a été approuvé par la Securities and Exchange Commission des États-Unis le 14 janvier 2004.

CHANGES

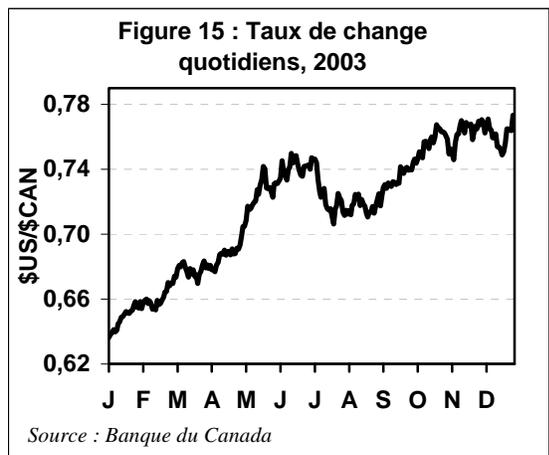
Aperçu

Le dollar canadien s'est fortement apprécié tout au long de 2003 pour atteindre son plus haut niveau en 10 ans en décembre. La faiblesse générale du dollar américain en 2003 a permis au dollar canadien de faire aussi bien, sinon mieux, que les autres grandes monnaies, même s'il n'a pu soutenir le rythme du dollar australien. Malgré la vigueur relative du dollar canadien, les données montrent qu'il a continué de se transiger au-dessous de la parité des pouvoirs d'achat en 2003.

A) Performance du dollar canadien

Entre le 1^{er} janvier et le 31 décembre 2003, le dollar canadien a gagné 21 % pour atteindre des niveaux qui ne s'étaient pas vus depuis août 1993. Après s'être transigé entre 62 et 64 cents US au deuxième semestre de 2002, le dollar canadien a rejoint la plupart des autres grandes monnaies qui ont réalisé d'importants gains face au dollar américain entre janvier et le milieu de mai 2003 (figure 15) alors que des préoccupations liées à la guerre en Irak

pesaient sur le dollar américain. Le dollar canadien a perdu une partie de ses gains entre la mi-mai et juillet, reculant à près de 70 cents US. Toutefois, dès le mois d'août, il a recommencé à s'apprécier, dépassant 74 cents US, avant de se transiger dans une fourchette comprise entre 74,5 et 77 cents US pendant la majeure partie du quatrième trimestre de 2003. Un sommet de clôture a été atteint le 30 décembre lorsque le dollar a atteint 77,26 cents US, ce qui ne s'était pas vu depuis 10 ans.



La plupart des analystes expliquent l'appréciation du dollar canadien essentiellement par rapport à la faiblesse du dollar américain, ce qui peut représenter une réponse concrète aux déficits importants de la balance courante des États-Unis, qui demeurent aux environs de 4 % du produit intérieur brut (PIB) depuis 2000. D'autres raisons possibles de l'appréciation du dollar canadien comprennent l'augmentation des prix des produits, l'écart positif entre les taux d'intérêt à court terme du Canada et ceux des États-Unis (tableau 7), le fait que le Canada profite d'une inflation faible et stable, d'excédents budgétaires et du compte courant et d'une dette publique en baisse, sans oublier la diminution de la dette extérieure nette en proportion du PIB.

Tableau 7 : Rendements des obligations à cinq ans, 2003 (%)

	Canada	É.-U.	Écart (points de base)
Janvier	4,27	3,02	125
Février	4,18	2,69	149
Mars	4,47	2,78	169
Avril	4,18	2,85	133
Mai	3,72	2,3	142
Juin	3,55	2,46	109
Juillet	3,76	3,38	38
Août	3,97	3,46	51
Septembre	3,86	2,85	101
Octobre	4,07	3,27	80
Novembre	4,07	3,38	69
Décembre	3,91	3,25	66

Sources : Banque du Canada et Réserve fédérale

B) Rendement du dollar canadien par rapport à d'autres grandes monnaies

En 2002, le dollar canadien ne s'est pas apprécié face au dollar américain au même rythme que d'autres grandes monnaies comme le yen ou l'euro. Toutefois, en 2003, le dollar canadien a fourni le même rendement que l'euro et a surclassé la livre sterling et le yen japonais même s'il a progressé un peu moins que le dollar australien, auquel il est souvent comparé (figure 16). L'ascension du dollar australien en 2003, comme celle du dollar canadien, était partiellement liée à la hausse des prix des produits puisque, dans une certaine mesure, les deux économies sont axées sur les ressources naturelles (figure 17). Il convient de noter l'appréciation du yen, même s'il a été contenu, en 2003, par l'intervention massive du gouvernement japonais sur le marché.

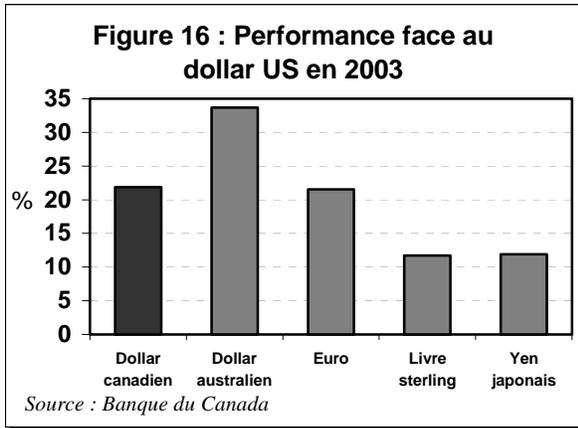
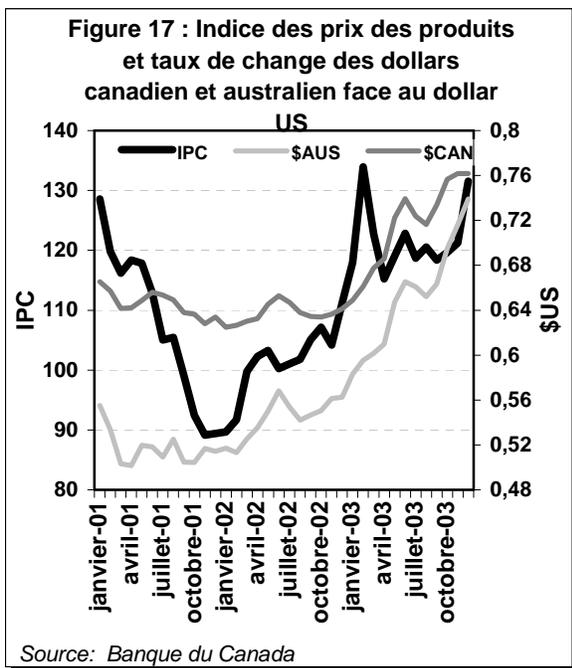


Tableau 8 : Prévisions du taux de change Canada-États-Unis en 2004

	T1	T2	T3	T4
BMO	0,752	0,750	0,750	0,750
CIBC	0,800	0,769	0,749	0,741
Scotia	0,769	0,781	0,794	0,800
TD	0,745	0,760	0,765	0,770
RBC	0,776	0,784	0,792	0,800

D) Parité des pouvoirs d'achat

D'après les données de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) pour 2002-2003 sur la parité des pouvoirs d'achat (tableau 9), qui compare le prix d'un panier représentatif de biens et de services de consommation entre les pays de l'OCDE, d'aucuns pourraient soutenir que, même si le dollar canadien demeure sous-évalué, il l'est considérablement moins face au dollar américain qu'il ne l'était en 2002. Un panier de biens et de services coûtant 100 \$US aux États-Unis pouvait être acheté pour 81 \$US au Canada en août 2002, alors que la valeur moyenne du dollar canadien était de 0,638 0 \$US. Les mêmes données pour novembre 2003 montrent qu'un panier de biens et de services coûtant 100 \$US aux États-Unis aurait pu être acheté pour 97 \$US au Canada.



C) Perspectives pour 2004

À la mi-décembre, les grandes banques canadiennes ont émis des prévisions divergentes au sujet du dollar canadien pour 2004. Trois des cinq grandes banques s'attendent à une appréciation graduelle du dollar canadien, mais, au moment de rédiger ces lignes, presque toutes les prévisions avaient déjà été dépassées (tableau 8). En revanche, la CIBC s'attend à un repli pour le dollar canadien.

Tableau 9 : Niveaux de prix comparatifs (Canada = 100)

	Août 2002	Novembre 2003
Japon	175	155
États-Unis	124	103
Mexique	89	70
Royaume-Uni	129	113
France	116	116
Allemagne	116	115

Source : OCDE

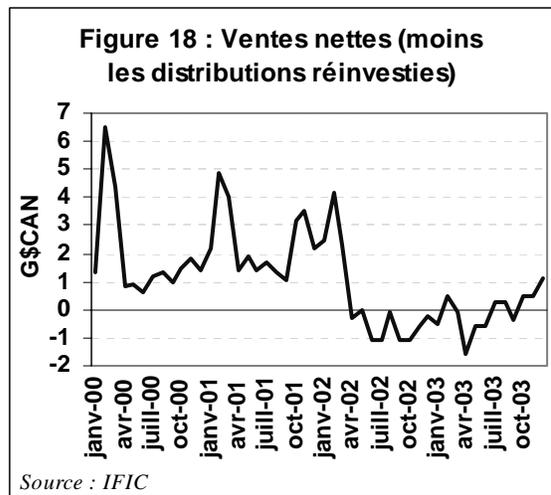
FONDS COMMUNS DE PLACEMENT

Aperçu

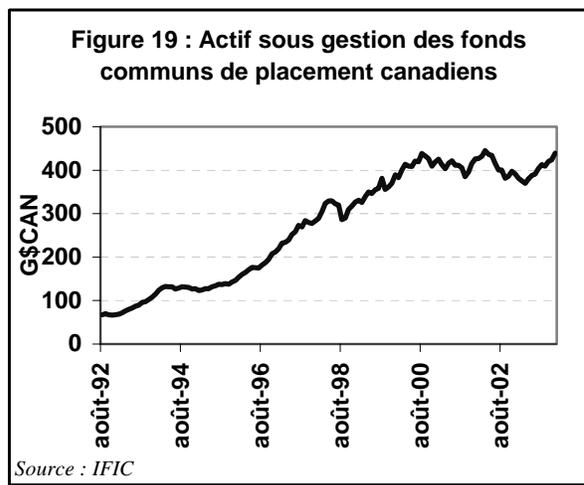
Après un départ difficile, l'industrie canadienne des fonds communs de placement a terminé l'année 2003 en beauté alors que les marchés boursiers ont repris le terrain perdu et que les investisseurs ont repris confiance. Le redressement des marchés boursiers en 2003 a été particulièrement bénéfique pour les fonds d'investissement en actions, qui ont souffert en 2002. Malheureusement, l'année 2003 passera peut-être à l'histoire pour les scandales qui ont ébranlé les fonds communs de placement aux États-Unis, où les abus qui ont marqué les transactions ont terni la réputation de l'industrie.

A) Croissance des fonds

À maints égards, les trois premiers trimestres de 2003 ont été une période difficile pour l'industrie canadienne des fonds communs de placement; leurs ventes nettes (moins les distributions réinvesties) ont été négatives pour l'ensemble de l'année. L'industrie a enregistré un retrait net d'environ 650 millions de dollars en 2003, le premier depuis 1991. Toutefois, l'industrie a terminé l'année 2003 en force alors que ses ventes nettes ont atteint 513 millions en novembre et 1,1 milliard en décembre (figure 18).



Si on tient compte des distributions réinvesties, les ventes brutes de 2003 ont été positives, de sorte que l'actif sous gestion a progressé de 439 milliards, le deuxième meilleur résultat de toute l'histoire de l'industrie (figure 19). L'actif total sous gestion a augmenté de 3,6 % en décembre, en hausse de 12,1 % d'une année sur l'autre.



B) Actif des fonds

À l'exception des fonds du marché monétaire, toutes les catégories de fonds communs de placement ont vu leur actif augmenter en 2003. Avec la reprise des marchés boursiers au cours des trois derniers trimestres de 2003, les fonds

d'investissement en actions sont devenus plus attrayants pour les investisseurs à mesure que les évaluations se sont améliorées. Il en a résulté une augmentation de l'actif des fonds d'investissement en actions et des fonds de dividendes au cours des neuf derniers mois de 2003 (figure 20) qui était resté relativement inchangé au cours des six mois précédents. Malgré l'essor des marchés boursiers, les fonds d'obligations ont quand même réussi à augmenter leur actif, profitant du sentiment de sécurité suscité par les obligations gouvernementales. En revanche, les marchés monétaires ont clairement souffert de la performance des actions. Ce sont les fonds de « dividendes et de revenu » et les fonds d'« obligations et de revenu » qui ont donné les meilleurs résultats au cours de l'année, progressant de 43,3 % et de 28,2 % respectivement (tableau 10).

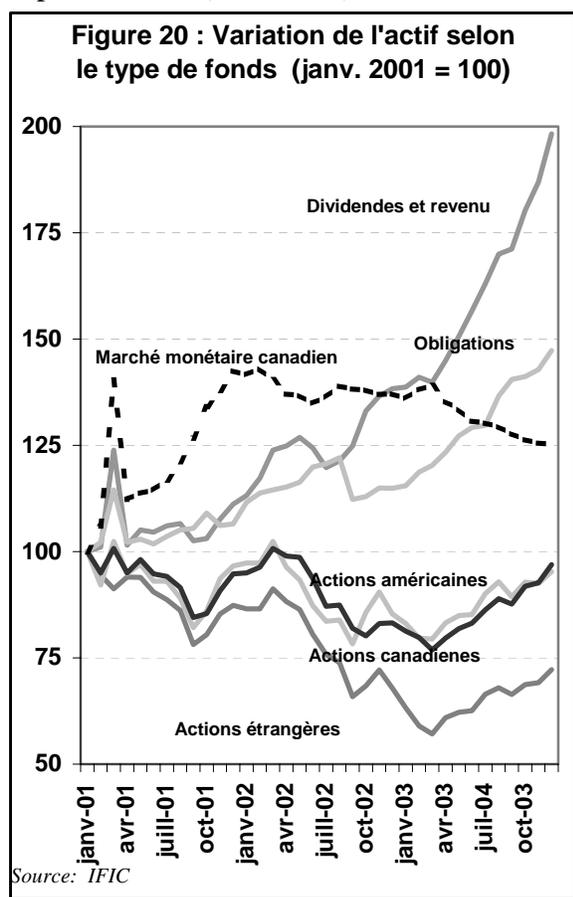


Tableau 10 : Actif selon le type de fonds

	Décembre 2003 (en milliers de \$)	Variation d'une année sur l'autre
Actions canadiennes	100 070 612	16,5
Actions américaines	31 453 710	11,7
Actions étrangères	87 159 540	6,4
Dividendes et revenu	39 060 692	43,3
Fonds équilibrés	74 539 017	14,3
Hypothèques	5 868 087	5,2
Obligations et revenu	40 657 464	28,2
Marché monétaire	52 107 071	-8,6
Autres	7 948 729	-3,7
Total	438 864 922	

Source : IFIC

C) Sociétés de fonds communs de placement

Les 10 plus importantes sociétés de fonds communs de placement au Canada (tableau 11) ont vu leur actif augmenter en 2003. RBC Asset Management Inc. a évincé le groupe Investors au premier rang, son actif ayant grimpé de 20,3 % au cours de la dernière année. C.I. Mutual Funds Inc., qui a fait l'acquisition de Synergy Mutual Funds et de Skylon Capital Corp. en 2003, a vu son actif augmenter de 16,1 %. Toutefois, Gestion d'actifs CIBC inc. a enregistré un bond de 50,1 % de son actif, la plus forte progression parmi les 10 plus grandes sociétés de fonds communs de placement, ce qui lui confère l'une des cinq premières places au sein du groupe. Les courtiers de fonds communs de placement et les banques demeurent les principaux intervenants de l'industrie, avec plus de 80 % de l'actif sous gestion (figure 21). Bon nombre des courtiers de grande envergure continuent d'acquérir les sociétés plus modestes.

Tableau 11 : Les 10 plus importantes sociétés de fonds communs de placement pour l'actif

	Déc. 2003 (en milliers de \$)	Variation en date de déc. 2002
RBC Gestion d'Actifs Inc.	41 086 477	20,3 %
Groupe Investors	40 904 159	8,8 %
Placements AIM Trimark	38 037 244	12,2 %
Gestion d'actifs CIBC inc.	37 591 786	50,1 %
Mackenzie Financial Corporation	33 590 707	9,4 %
C.I. Mutual Funds Inc.	32 279 322	16,1 %
Gestion de Placements TD Inc.	31 989 854	10,9 %
Fidelity Investments Canada Ltd.	30 010 164	7,7 %
AGF Management Limited	23 976 646	4,4 %
Franklin Templeton Investments	18 055 901	9,8 %

Source : IFIC

Figure 21 : Actif selon le type de gestionnaire (décembre 2003)

