



# Coup d'oeil sur le secteur des services financiers

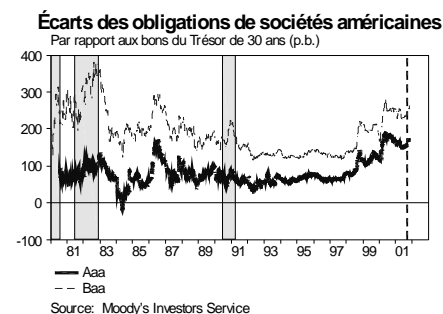
Analyses approfondies de l'évolution du secteur des services financiers

## Lueurs d'espoir dans la conjoncture économique et financière nord-américaine

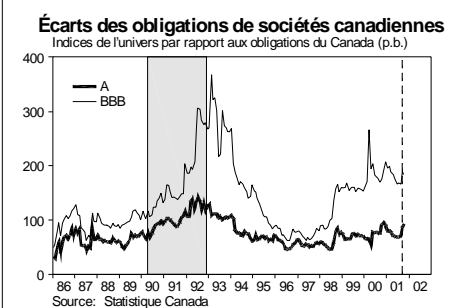
La conjoncture économique actuelle porte naturellement à faire des parallèles avec celle qui régnait au début des années 90. Le souvenir d'un ralentissement brutal et prolongé au Canada qui a touché toutes les entreprises, petites et grandes, dans de nombreux secteurs est encore suffisamment vivace pour soulever la crainte qu'il se reproduise.

Alors que de nombreux clignotants signalent un danger de récession, on peut se demander si cette comparaison est justifiée du point de vue de la situation financière des entreprises. Les arguments souvent avancés sont les écarts relativement élevés des taux des obligations des sociétés par rapport aux obligations d'État (graphiques 1, 2), l'augmentation des pertes sur les prêts aux entreprises déduction faite des recouvrements (graphique 3), la forte hausse des provisions pour pertes sur prêts aux entreprises accompagnée d'un important resserrement des conditions de crédit (graphique 4) et l'accroissement des écarts entre différentes cotes d'obligations de sociétés (graphiques 5, 6). Tout cela est inquiétant et nourrit la crainte d'une réédition de la conjoncture désastreuse d'il y a dix ans. Mais ce tableau est incomplet.

Graphique 1



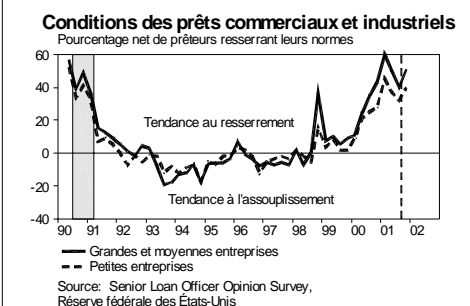
Graphique 2



Graphique 3



Graphique 4

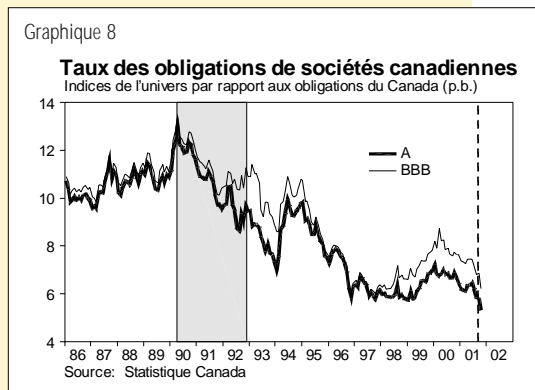
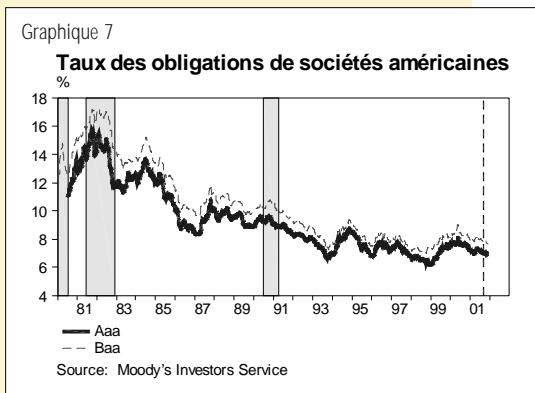
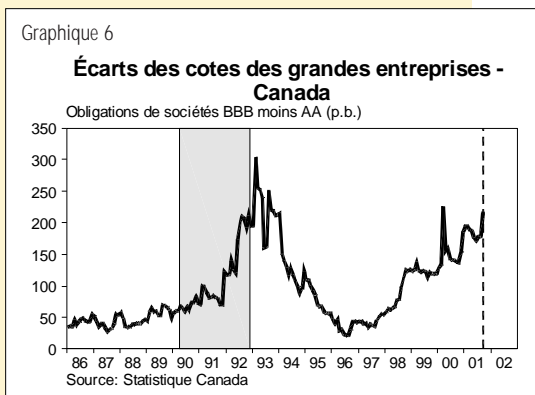
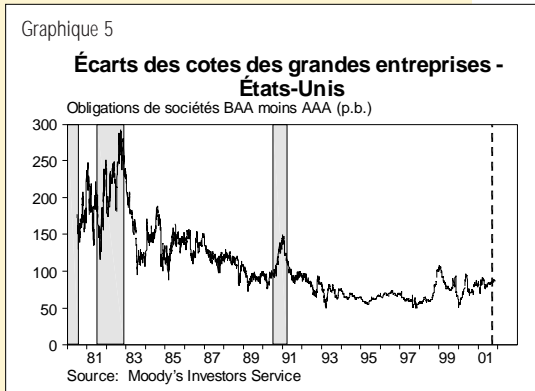


**Derek Holt**  
Économiste en chef adjoint  
(416) 974-6192  
derek.holt@royalbank.com

Disponible sur Internet :  
[www.banqueroyale.com/economie](http://www.banqueroyale.com/economie)

## Pondération des observations

Pour commencer, les concepts qui sous-tendent les graphiques 1 à 6 brossent un tableau imparfait de la conjoncture à divers égards. Premièrement, on remarquera dans le graphique 1 que si les écarts entre les obligations des sociétés et les titres d'État sont relativement importants, ils ont peu augmenté depuis le 11 septembre, et ils sont encore inférieurs à leurs records de 2000. À noter que sur tous les graphiques, les lignes verticales pointillées signalent le 11 septembre et les zones ombrées, les récessions canadiennes et américaines.



Mais les écarts de taux traduisent plus que la solvabilité. Une modélisation des écarts des taux des obligations de sociétés fait ressortir plusieurs autres variables, si bien qu'ils ont une valeur de prévision modeste. D'une part, les écarts reflètent aussi les influences de caractéristiques propres aux obligations de sociétés, qui peuvent être remboursables à vue, encaissables par anticipation et convertibles. L'instabilité des taux d'intérêt en 2000-2001 a entretenu des écarts importants dus au risque croissant de remboursement par anticipation.

Pour une explication plus complète, il faut décomposer ces écarts. Les *taux* des obligations des sociétés ont *chuté* au cours des derniers mois, y compris depuis le 11 septembre, et se situent aux niveaux les plus bas de mémoire récente - simplement, ils n'ont pas baissé autant que les taux des titres d'État (graphiques 7, 8). Les rendements des titres d'État ont profité d'une ruée vers les valeurs refuges et, ces dernières années, ont diminué en partie par anticipation d'un rétrécissement du marché des emprunts publics futurs.

En outre, les rendements des obligations à cote inférieure ont baissé même si les écarts entre les cotes se sont accrus - simplement les cotes les plus basses ont moins baissé. La baisse des rendements des obligations de sociétés jure avec leur ascension avant la récession américaine du début des années 80 (pire niveau aux États-Unis), où même les emprunteurs cotés Aaa ont dû céder cinq points, alors que les obligations des sociétés canadiennes augmentaient de deux points à partir de niveaux déjà élevés au début des années 90 (notre pire niveau).

C'est parce que les rendements des obligations des sociétés sont si bas que leurs émissions ont grimpé en flèche (graphique 9). En fait, les émissions d'obligations nettes pourraient friser un nouveau record cette année. Conjuguées au décollage récent du crédit à court terme total aux entreprises canadiennes, les émissions d'obligations compensent la contraction des émissions d'actions. Par conséquent, les conditions de financement globales actuelles ne sont pas marquées par les contraintes qui, au début des années 90, ont contribué à juguler les émissions d'obligations et d'actions alors que le crédit à court terme tarissait. Aux États-Unis, la diminution des prêts aux entreprises permet aux marchés obligataires d'attirer les sociétés dont les prêteurs se détournent.

Quant au graphique 4, les conditions de prêt aux États-Unis durcissent, mais elles étaient très souples auparavant. Les conditions générales de crédit ne sont pas aussi strictes qu'il y a dix ans, donc l'intérêt du graphique est de montrer combien d'institutions resserrent les normes et non à quel point elles le font.

Le graphique 3 appelle une autre réserve. Alors que les prêts commerciaux et le crédit immobilier commercial avaient causé de fortes pertes au début des années 90, cette fois-ci très peu de radiations de prêts immobiliers commerciaux viennent alourdir le taux général de pertes sur l'ensemble des créances des entreprises (graphique 10). Les radiations de prêts aux entreprises étaient anormalement faibles après l'assainissement des bilans du début des années 90, mais les niveaux qu'on connaît actuellement n'ont jamais empêché la croissance économique dans le passé. En un sens large, le total des radiations actuelles sur les prêts aux entreprises et aux ménages déduction faite des sommes recouvrées atteint environ la moitié du rythme du début des années 90.

## Des parallèles dans les conditions d'exploitation...

Dans cette perspective, il convient de comparer d'un peu plus près la conjoncture nord-américaine aujourd'hui à celle d'il y a dix ans pour déterminer si les motifs de crainte actuels dureront. Les parallèles sont peu nombreux, mais deux ressortent :

**L'érosion de la confiance des consommateurs** Cette fois-ci cependant elle s'est produite différemment. Au moment où la confiance semblait vouloir se stabiliser, à la fin de l'été, après avoir été éprouvée par les effets à retardement du durcissement de la politique monétaire en 1999 et au début de 2000 et par la flambée des prix de l'énergie pendant l'hiver 2000-2001, les attaques du 11 septembre l'ont à nouveau ébranlée. Au début des années 90, la confiance avait été minée par plusieurs facteurs. La confiance des consommateurs américains a baissé, mais après avoir atteint des sommets records, et elle est encore pratiquement au niveau du milieu des années 90, avant le décollage du marché boursier, et bien au-dessus de celui du début des années 90. La confiance sera probablement la plus faible d'ici la fin de l'année et remontera nettement au deuxième semestre de 2002.

**Inversion de l'effet de richesse** Beaucoup plus important qu'en 1987 et donc beaucoup plus durable. Après octobre 1987, il a fallu une année pour regagner le terrain perdu alors que la correction actuelle dure depuis plus d'un an, mais reste concentrée sur les 10 % de titres qui avaient été les plus performants.

## ...et des différences

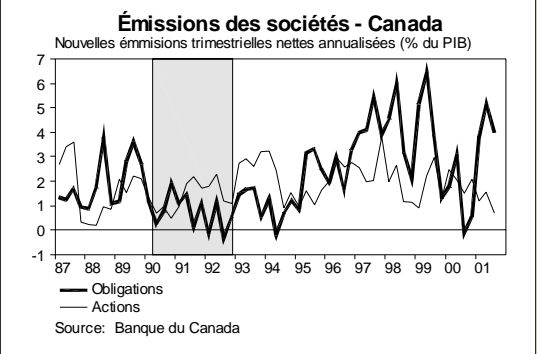
En dehors de ces deux parallèles, diverses différences sont très marquées.

**Politique monétaire** Le taux réel des prêts à un jour de la Banque du Canada atteignait environ 11 % au début des années 90 (graphique 11), alors qu'il a culminé aux alentours de 5 % en 2000 avant de descendre aux faibles niveaux actuels, pas loin de zéro. Et aujourd'hui, le taux préférentiel est le plus bas depuis 1956.

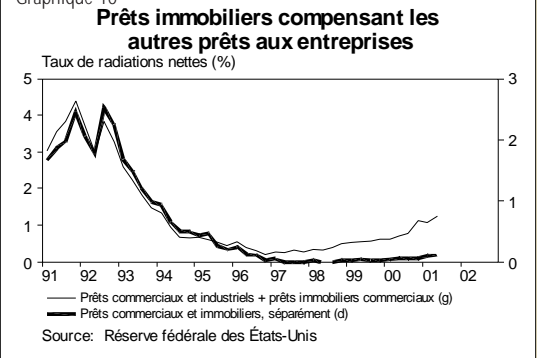
**Politique budgétaire** Les lourds déficits du début des années 90 empêchaient les États de réagir au ralentissement alors que les entreprises assistaient à la réduction des dépenses publiques et à la hausse des impôts. Les excédents actuels diminueront, mais sans le même effet ralentisseur.

**Coûts salariaux** Fin des années 80/début des années 90, la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre - combinant productivité et hausse des salaires - était deux à trois fois plus élevée qu'aujourd'hui (graphique 12).

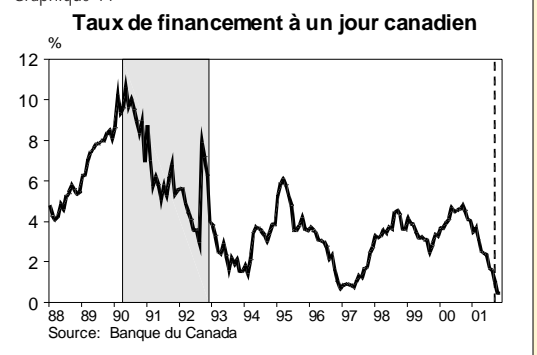
Graphique 9



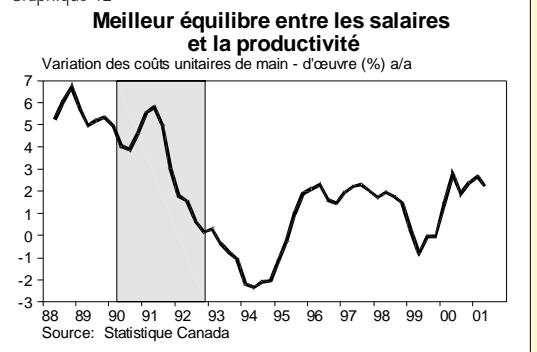
Graphique 10



Graphique 11



Graphique 12



**Libéralisation du commerce** Les coûts d'ajustement dans certains secteurs, dus à l'adoption de l'ALE et de l'ALENA, ont été largement absorbés.

**Problèmes du secteur bancaire** La débâcle des caisses d'épargne et de crédit et les problèmes de certaines banques américaines et institutions financières canadiennes de jadis n'existent pratiquement pas aujourd'hui. En fait, les réserves de capital bancaire américaines sont aujourd'hui au plus haut. C'est important parce qu'une crise bancaire est un des principaux obstacles qui

limitent l'effet d'une politique de détente monétaire - comme au Japon. Dans ce contexte, le graphique 13 illustre que l'effet des grandes crises sur les banques tend à être modeste et relativement éphémère.

**Dollar canadien** Non seulement les exportateurs canadiens ont dû faire face au ralentissement aux États-Unis, mais les prix des exportations ont grimpé en flèche quand le dollar atteignait 89 cents US au début des années 90, alors que l'écart des taux avec les États-Unis croissait dans la lutte contre l'inflation. Cette fois-ci, la devise sous-évaluée compense en partie le tassement économique aux États-Unis.

**Balance commerciale** Les importants déficits de la balance commerciale du début des années 90 tranchent avec les excédents actuels. Les risques pour l'économie, les marchés financiers et le coût des emprunts entraînés par une augmentation de la dette étrangère qui caractérisaient le début des années 90 sont aujourd'hui bien moindres.

**Effets de la fuite vers la qualité** La ruée vers les États-Unis était au début des années 90 moins prononcée qu'aujourd'hui. Le dollar US et les marchés des obligations du Trésor américain ont éclipsé les rôles joués jadis par diverses marchandises et monnaies fortes. En plus des réductions de taux de la Réserve fédérale, les influences de la quête de qualité sur le loyer de l'argent ont été de puissants moteurs de l'expansion après les crises du peso, des marchés émergents et des fonds spéculatifs ces dernières années - ce que les prévisionnistes sous-estiment probablement à nouveau.

**Immobilier** La bulle spéculative qui s'était formée à la fin des années 80 puis a éclaté n'existe pas aujourd'hui. Les augmentations annuelles des prix des maisons aux États-Unis de 5-6 % et moins au Canada traduisent moins la spéculation qu'une meilleure gestion du parc des constructeurs. L'éclatement d'une bulle spéculative immobilière a des effets économiques plus graves que les corrections boursières, en raison de l'effet de levier plus important et de ce qu'une part plus grande de l'actif des ménages est consacrée à l'habitation.

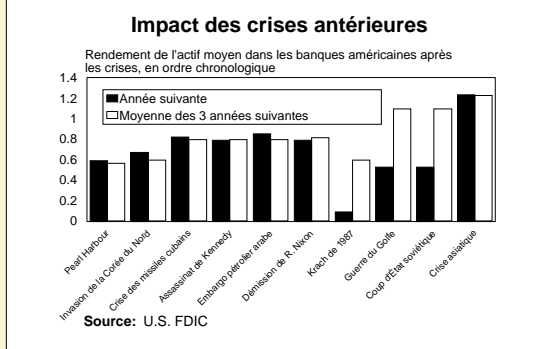
**Prix de l'énergie :** Le pétrole avait fait un bond au début des années 90 au moment de la Guerre du Golfe et atteignait pratiquement deux fois le niveau actuel (graphique 14). À l'avenir, les prix du pétrole représentent un risque potentiel.

## Déséquilibres sectoriels

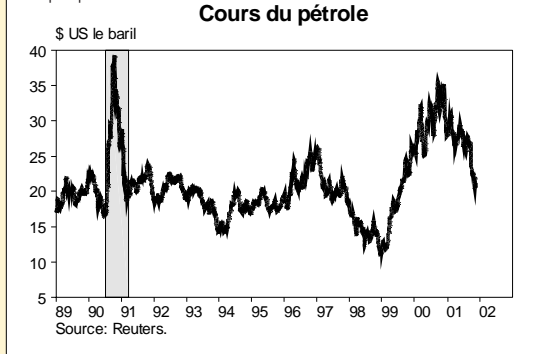
Outre le climat macro-économique différent, les politiques industrielles se démarquent aujourd'hui aussi par rapport à celles d'il y a dix ans.

Les stocks sont aujourd'hui globalement mieux maîtrisés qu'au début des années 90. À la fin des années 80 et au début des années 90, ils représentaient

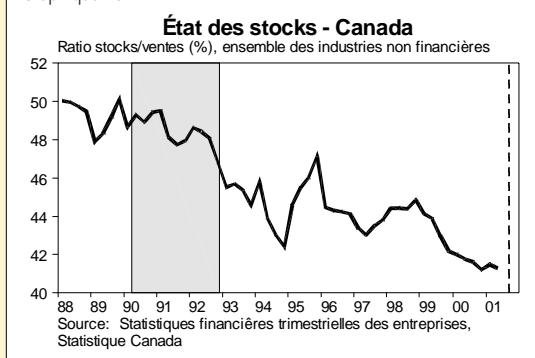
Graphique 13



Graphique 14



Graphique 15



environ 50 % des ventes - aujourd'hui le ratio stock/ventes oscille autour de 41 % pour tous les détaillants, grossistes et fabricants (graphique 15). Il existe des excédents dans certains secteurs, particulièrement dans la technologie de pointe, mais les quatre années de compression des stocks du début des années 90 traduisaient des problèmes plus graves pour les entreprises que ceux d'aujourd'hui. Par conséquent, il est difficile d'envisager des conditions qui, au Canada, nous ramèneraient au long cycle d'élagage des stocks qui a freiné les prêts aux entreprises et propagé l'idée que la désintermédiation est une influence durable sur les prêteurs il y a dix ans.

Deuxièmement, les finances des entreprises sont généralement en bien meilleur état sous deux angles, et encore plus au Canada qu'aux États-Unis. Le ratio emprunt/capitaux propres de toutes les sociétés non financières combinées se situe au niveau le plus bas depuis des décennies, mais a légèrement augmenté aux États-Unis où les cours boursiers ont chuté davantage (graphiques 16, 17). Le ratio de couverture des intérêts est nettement plus sain pour l'ensemble des entreprises canadiennes qu'à la fin des années 80 et au début des années 90, quoique en retrait par rapport au sommet de 2000 et avec des influences à la baisse plus modestes actuellement (graphique 16). L'assainissement des bilans des grandes entreprises bénéficie à beaucoup de PME qui dépendent de la résilience des grandes sociétés pour résister aux remous économiques actuels. La solvabilité des entreprises du Canada est aujourd'hui en général meilleure que celle des États-Unis où la couverture des intérêts a été plus entamée ce qui suscite plus de craintes (graphique 17).

## La différence canadienne

Dans l'ensemble, une plus grande prudence devant la conjoncture que dans le passé récent est entièrement justifiée et on peut s'attendre encore à de mauvaises nouvelles. L'environnement opérationnel et la conjoncture économique sont cependant plus sains qu'au début des dernières récessions. Le prêt à certaines entreprises et à certains secteurs pose problème, mais les craintes ne sont pas aussi généralisées qu'elles l'étaient à la fin des années 80 et au début des années 90. Elles avaient gravement compromis les banques, les sociétés de fiducie et les caisses d'épargne et de crédit nord-américaines et exacerbé l'atonie économique. Cela se vérifie particulièrement au Canada où le dernier ralentissement a causé beaucoup plus de difficultés et de faillites que ce que nous prévoyons maintenant (graphique 18). À l'heure actuelle, les effets d'amortissement des excédents budgétaires, des réductions d'impôts, de la vigueur des marchés obligataires, de la baisse des prix de l'énergie, de l'absence d'ajustements ponctuels et des taux d'intérêt - qui sont au plus bas depuis 40 ans - offrent de meilleures perspectives pour les entreprises canadiennes que celles du début des années 90.

La différence canadienne demeure, sur les marchés financiers. Les écarts de swap, qui traduisent les risques de règlement des contreparties - et d'autres éléments comme l'écart relatif des emprunts publics et des marchés des titres adossés à des actifs -, sont plus faibles au Canada (graphique 19). Dans l'ensemble, il existe une conjonction de facteurs propices qui permet aux entreprises de tenir, malgré le climat général d'incertitude.

