



Coup d'œil sur le secteur des services financiers

Analyses approfondies de l'évolution du secteur des services financiers au Canada et aux États-Unis

Des occasions uniques de dégager de la valeur de sociétés canadiennes

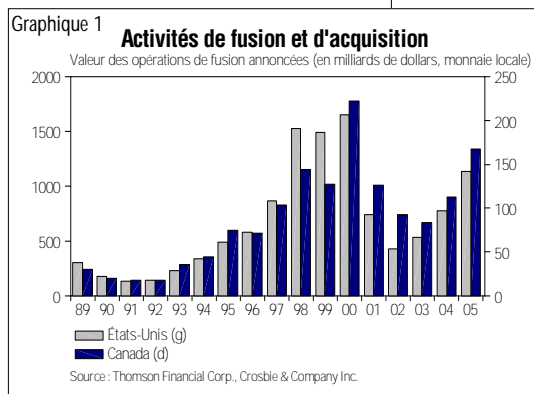
Mars 2006

Sommaire

L'état impressionnant des finances des sociétés combiné aux défis de la compétitivité du Canada crée une conjoncture favorable pour une accélération des activités d'investissement et de R-D, mais aussi pour des fusions et acquisitions. À cela doivent s'ajouter des changements de politique publique pour réduire les entraves à la croissance et le déblocage de la valeur que recèlent les sociétés par une approche multipartite.

Parmi les problèmes de l'heure figurent les difficultés de longue date auxquelles se heurte la compétitivité du Canada et l'absence de preuve convaincante qu'on s'y attaque avec succès. Certes les entreprises n'ont aucune emprise, par leur gestion, sur l'appréciation du dollar canadien, la flambée des prix de l'énergie, l'évolution technologique et la mondialisation. Mais ces défis extérieurs sont mal relevés, comme en attestent notamment la faible croissance de la productivité chronique, le sous-investissement continu en matériel et un piètre bilan des dépenses en R-D.

La faiblesse de la réaction à ces défis se lit dans l'état des finances des entreprises de ce pays. Bien sûr, leurs bénéficiaires sont élevés, mais les gains ne sont pas redistribués par une augmentation des



niveaux de vie d'une manière que seule une croissance durable de la productivité permet. Bien sûr, les investissements industriels augmentent à nouveau en partie grâce aux influences du dollar fort sur l'importation de matériel, mais le Canada a trop peu investi pendant si longtemps que l'ornière de laquelle il doit sortir est profonde. En outre, beaucoup de nos entreprises sont de petits producteurs aux coûts élevés, mal positionnés pour une économie mondialisée et, dans de nombreux secteurs, les structures du capital sont gérées avec un conservatisme exagéré. Trop d'industries jouent trop la sécurité avec leurs ratios d'endettement, et des sociétés thésaurisent à un rythme record de l'argent qu'elles laissent dormir au lieu de l'employer pour devenir plus concurrentielles. Curieusement, comme les plans d'investissement ont tant de retard sur le cycle des profits, la trésorerie qu'elles détiennent maintenant

dépasse largement ce qu'il leur faudrait pour financer même les plans d'investissement ou les dépenses de recherche et développement les plus conséquents, ou pour se prémunir contre les mauvais jours, et il ne serait pas logique d'utiliser des liquidités aujourd'hui pour des engagements de retraite à long terme.

C'est dans ce contexte que les fusions et acquisitions devraient être utilisées pour débloquer la valeur qui sommeille dans des sociétés canadiennes. Les actionnaires ne paient pas les dirigeants pour accumuler des fonds, garder un bilan sous-endetté et craindre le risque au point de stagner. Ils les paient pour qu'ils relèvent les défis et maximisent les potentiels avec des stratégies éclairées et dynamiques. En l'absence de tels plans, ou de paiements beaucoup plus élevés aux actionnaires, les fusions et acquisitions sont la sanction qui fera redéployer les excédents de trésorerie et corriger les problèmes de gestion. D'ailleurs, la tendance des opérations de ce genre augmente au Canada et aux États-Unis (graphique 1) et pourrait bien battre les records établis à la fin des années 1990, et ce d'une manière beaucoup plus généralisée tout en gonflant les ratios de valorisation des actions.

Derek Holt

Économiste en chef adjoint
(416) 974-6192
mailto:derek.holt@rbc.com

Ivana Rupcic

Économiste
(416) 974-6525
mailto:ivana.rupcic@rbc.com

Disponible sur internet

www.rbc.com/economie

Les autorités publiques ont aussi un rôle à jouer et ne peuvent pas se décharger de toute responsabilité. Les banques centrales ont injecté massivement des liquidités dans les

marchés mondiaux ces dernières années. Ces autorités publiques doivent maintenant s'assurer que cette manne sera utilisée de manière non inflationniste en réduisant les entraves à la croissance comme des impôts très élevés, des impôts non reliés au profit, l'incertitude de la réglementation, des pénuries de main-d'œuvre qualifiée en raison d'une éducation faible et des politiques d'immigration, d'un vieillissement de l'infrastructure et de politiques de l'énergie laissant à désirer. Ces enjeux concernent aussi les sociétés financières puisque leurs excédents de capitaux sont essentiellement un symptôme de faibles possibilités de prêt ces dernières années et de la conservation en dépôt d'importantes liquidités par les clients.

I. Accumulation d'argent qui dort

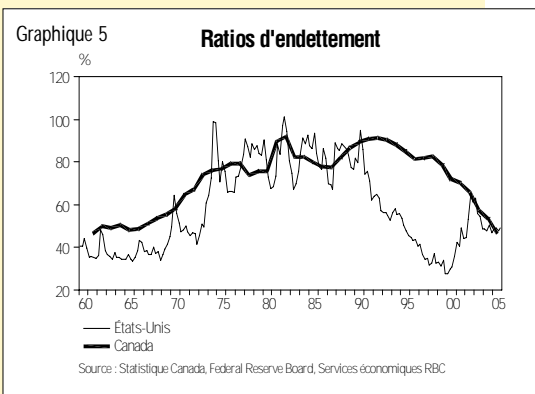
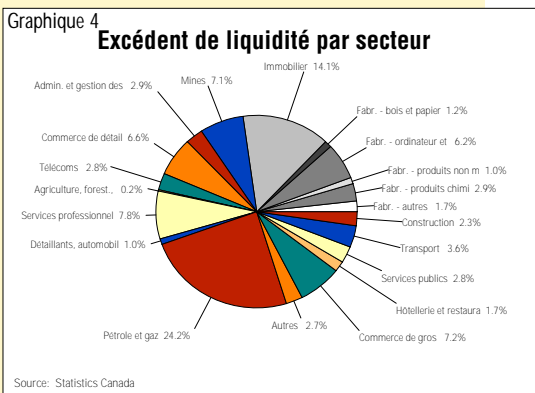
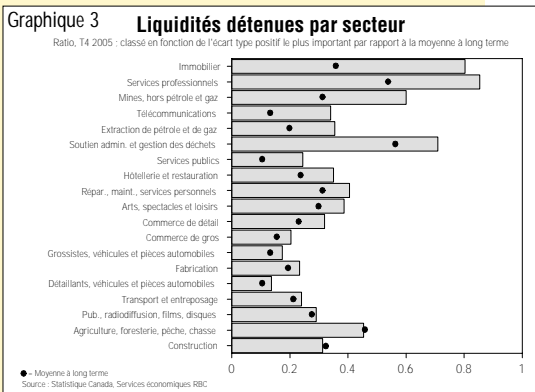
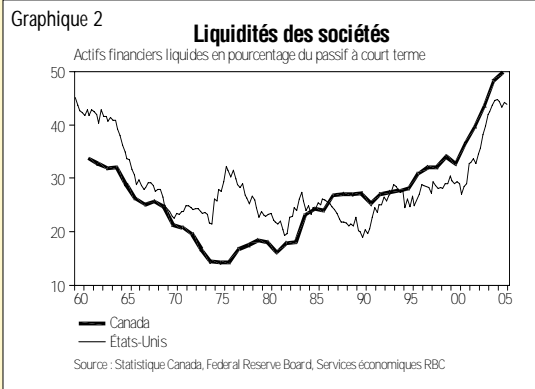
L'existence d'importants trésors dans les coffres des sociétés en l'absence de besoins rationnels de liquidités est une des principales raisons de prévoir une recrudescence des fusions et acquisitions. Nous y reviendrons plus loin. En bonne logique financière, les bénéfices devraient être utilisés pour financer des investissements qui dégagent des rendements égaux ou supérieurs à ce qu'exige le profil de risque de la société. Ou alors, à défaut de tels investissements, les entreprises devraient reverser ces bénéfices aux actionnaires. Les fusions et acquisitions deviennent intéressantes pour de multiples raisons quand les coffres d'une société débordent. Pour commencer, elle peut utiliser les excédents de trésorerie pour financer l'achat d'une autre société. Ou, si l'acquéreur ne dispose pas lui-même de fonds importants, il peut financer l'achat d'une société qui en a et utiliser le capital de l'entreprise acquise pour étayer son propre bilan. Dans les deux cas de figure, les soldes élevés de liquidités inutilisées sont intéressants.

D'après ce critère, il n'y a pas eu de moment plus propice pour des fusions et acquisitions depuis bien des années. La liquidité des entreprises canadiennes a grimpé en flèche après 2001, à son niveau le plus élevé de tous les temps l'an dernier (graphique 2). Une ventilation sectorielle le fait bien ressortir, puisque presque toutes les grandes industries disposent actuellement de liquidités qui dépassent leur moyenne à long terme (graphiques 3, 4). Cette abondance se vérifie particulièrement dans l'immobilier, les services et l'extraction minière où les excédents sont considérables. Mais on peut en dire autant du secteur manufacturier où les fabricants d'ordinateurs et de pièces et les producteurs de minéraux possèdent les plus fortes réserves. Aux États-Unis, les trésoreries des sociétés n'ont pas été aussi gonflées depuis l'époque dorée des années 1950 et du début des années 1960.

Ensuite, il faut chiffrer en valeur monétaire le montant des excédents de liquidités. L'étude des ratios de liquidité au Canada et aux États-Unis révèle que les soldes ont vraiment commencé à monter autour de 2001. Si les entreprises ramenaient ces ratios aux niveaux de 2000, où ils étaient déjà élevés, les sociétés canadiennes libéreraient plus de 80 milliards de dollars CAN et les américaines, 450 milliards de dollars US.

II. Des bilans sous-utilisés

Il existe, pour une société, un niveau optimal d'endettement qui représente l'équilibre entre l'économie d'impôt que permet l'imputation des intérêts des emprunts au bénéfice imposable et la probabilité de contraintes et de difficultés financières pouvant aller jusqu'à la faillite. D'aucuns prétendent qu'il est bon que la direction agisse



avec rigueur pour honorer les paiements de dette fixe. Par conséquent, si les emprunts d'une société sont inférieurs au montant optimal, modifier la structure de son capital pour augmenter sa dette augmentera sa valeur. Si la société hésite à agir elle-même, elle devient une proie idéale pour une autre qui sera disposée à le faire, par un rachat par endettement. Les tendances récentes des ratios d'endettement (graphique 5) laissent penser que beaucoup de sociétés n'utilisent pas pleinement les avantages fiscaux des emprunts.

Le graphique 6 fait ressortir les secteurs le plus en cause. Dans 13 des 19 principaux groupes industriels canadiens, les ratios d'endettement actuels sont inférieurs aux moyennes à long terme et, dans des secteurs comme l'immobilier, l'écart est vaste et continue de se creuser. Dans le secteur manufacturier, environ la moitié des sous-secteurs sont dans la même situation. Il est clair que pour des secteurs en butte à des difficultés particulières, cela peut procéder d'une gestion financière prudente. Cependant, quand le phénomène est généralisé, il est possible que des sociétés soient sous-entendées. Cela reste vrai même si l'on tient compte de la distorsion induite par l'inflation qui rendait le recours aux emprunts intéressant dans l'environnement d'inflation élevée et volatile des années 1970 et 1980 et de la disparité des prévisions entre prêteurs et emprunteurs.

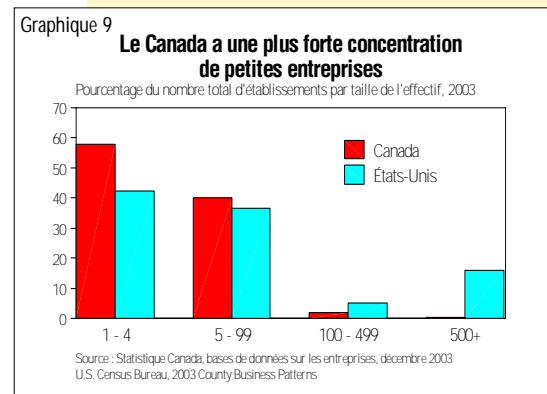
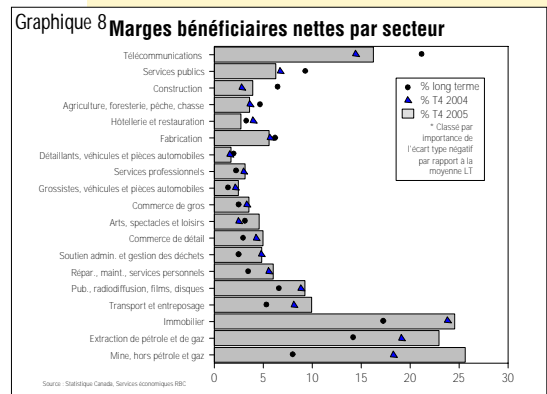
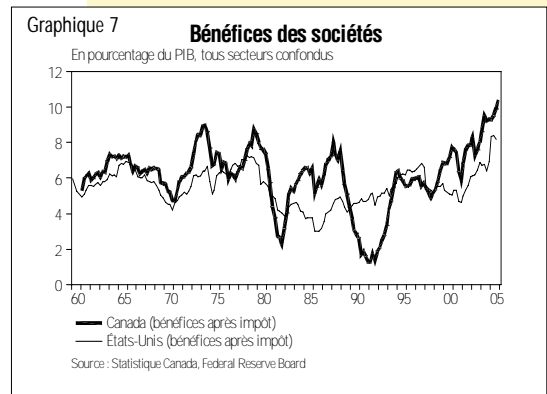
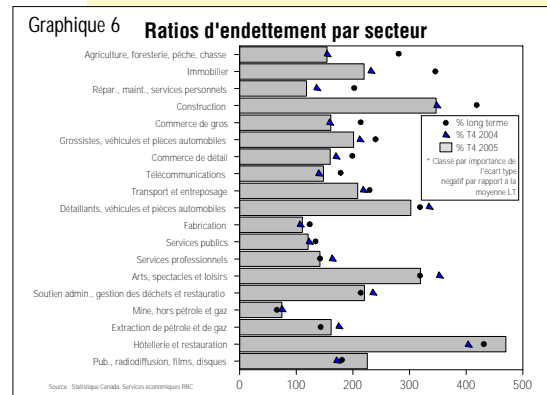
III. Les bénéfices internes plus difficiles à augmenter

L'activité de fusion peut aussi être aiguillonnée par la rentabilité d'une société ou d'un secteur, quoique les motivations diffèrent en fonction du stade du cycle des bénéfices auquel se trouve cette société ou ce secteur. La première motivation est relativement simple. Une société qui réalise des bénéfices importants peut par l'abondance de sa trésorerie devenir soit la cible d'une OPA soit elle-même un repreneur qui récoltera les gains d'efficacité provenant de la consolidation. Dans les deux cas, l'action est motivée par la volonté d'obtenir une plus grande part d'un marché rentable.

La deuxième motivation est celle où les marges bénéficiaires commencent à fléchir, signalant éventuellement l'entrée dans une phase de plus grande maturité. À ce moment, la croissance interne devient plus difficile. Cela implique que ces sociétés doivent innover ou devenir plus efficaces pour résister à la concurrence, et les rapprochements sont alors une solution possible. Si l'on compare les marges de bénéfice d'une année à l'autre, une industrie dont la rentabilité commence à péricliter pourrait envisager un rapprochement avec une autre comme mesure préventive pour endiguer des pertes futures en réalisant aussi rapidement que possible les gains que permet la consolidation.

De la même façon, si les marges bénéficiaires se détériorent et s'établissent à un point constamment inférieur aux moyennes à long terme, une des rares options qu'il reste à la société consiste à fusionner pour essayer de restructurer ses activités de sorte à redevenir viable. Cela pourrait particulièrement être le cas dans les secteurs manufacturiers employant beaucoup de main-d'œuvre.

Les marges bénéficiaires dans toute l'industrie dépassent non seulement les niveaux de l'exercice précédent, mais aussi nettement les moyennes à long terme,



Si le talent, les idées et la concentration sur la recherche devenaient aussi prévalents au Canada que chez le chef de file mondial, la Suède, les 2 % supplémentaires du PIB à y affecter représenteraient environ 30 milliards de dollars CAN de dépenses supplémentaires en R-D. Cela n'équivaut qu'à environ 40 % des excédents de liquidités que nous avons estimés et est une cible haute.

b. Trop à investir

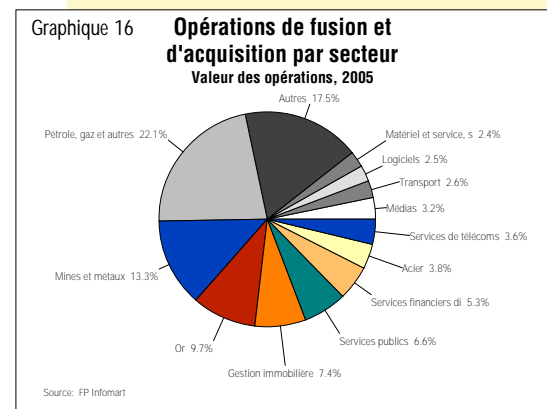
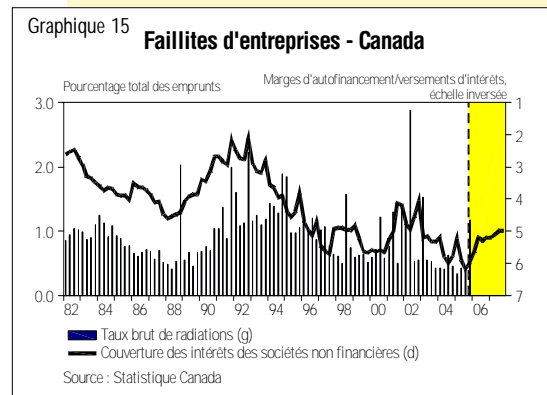
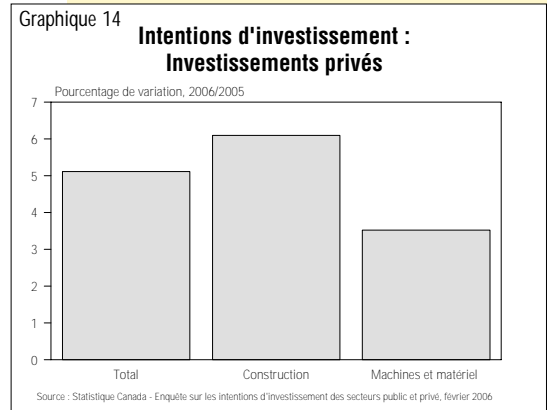
Une partie de cette liquidité sera réinjectée dans les entreprises. Après tout, les investissements des entreprises en machines et matériel ont augmenté d'environ 10 % pendant chacune des deux dernières années. De plus, l'investissement en construction non résidentielle – qui n'est pas entièrement le fait des entreprises – a progressé de 7 % l'an dernier. Le Canada est régulièrement dépassé par les États-Unis en matière d'investissements en matériel (graphique 12), mais pas en bâtiments (graphique 13), ce qui laisse penser que le Canada a tendance à mettre plus de travailleurs dans ses bâtiments et moins de matériel et de technologie. D'où l'embryon d'un problème de productivité.

Mais il est peu probable que tous ces excédents de liquidités soient utilisés pour des investissements. En 2005, les entreprises canadiennes ont investi environ 91 milliards de dollars CAN en matériel et 64 milliards de dollars CAN dans des bâtiments. Si les 80 milliards de dollars CAN d'excédents de liquidités étaient entièrement investis en machines et matériel, cela permettrait de financer une croissance des investissements annuels de 10 % pendant environ six ans et demi, à supposer qu'il n'y ait plus de fonds autogénérés, ce qui est peu plausible. Ou bien, les 80 milliards de dollars CAN pourraient couvrir une croissance à 10 % des dépenses pour des bâtiments pendant environ 10 ans. Sur la base des mêmes hypothèses, les sociétés américaines pourraient financer environ quatre années de croissance de 10 % des investissements en matériel et environ neuf années pour les bâtiments. Ces estimations sont très audacieuses. De plus, selon la dernière enquête de Statistique Canada sur les intentions d'investissement, les entreprises canadiennes ont des plans d'investissement plutôt peu impressionnants pour 2006 (graphique 14).

c. Trop de liquidités pour préserver la qualité du crédit

En 2005, les sociétés canadiennes de tous genres et tailles ont dépensé un peu moins de 50 milliards de dollars en frais d'intérêts. Leur ratio de couverture des intérêts – flux de trésorerie divisé par les intérêts débiteurs – se situe à un des meilleurs niveaux depuis toujours. Comme la couverture des intérêts est un bon indicateur avancé des défauts de remboursement et radiations de crédit (graphique 15), l'excellent état de la couverture des intérêts aide à expliquer pourquoi les taux de pertes sur prêts aux entreprises sont très faibles. Mais, il peut être prudent de mettre un peu d'argent de côté pour les mauvais jours quand les taux d'intérêt augmentent et que les profits plafonnent.

Il reste que les actionnaires ne paient pas les sociétés pour faire des choix de répartition d'actifs sans risque qu'ils peuvent faire eux-mêmes pour moins cher et plus efficacement. En outre, l'ampleur des chiffres est excessive. L'an dernier, les intérêts débiteurs totaux dans les sociétés non financières ont augmenté d'environ 6 % par rapport à l'année précédente. Le coussin de liquidités dont elles disposent actuellement permettrait



d'amortir des augmentations des frais d'intérêts de 10 % pendant dix ans. Aux États-Unis, le même calcul donne une durée encore plus longue de 13,5 ans. Une telle tendance serait du jamais vu, pour dire le moins. Qui plus est, le coût de conservation d'un fonds de prévoyance augmente. Le coût direct augmentera à mesure que l'inflation croîtra au cours de la prochaine année de sorte que les rendements des liquidités déjà négatifs après impôt et après inflation ne pourront qu'empirer. Le coût d'opportunité de la conservation de liquidités excessives augmente à mesure que les taux d'intérêt grimpent.

d. Pas pour les engagements non provisionnés des régimes de retraite

Un autre argument plausible est que des sociétés accumulent des fonds pour couvrir des passifs non provisionnés de retraite, mais nous espérons que non. L'accumulation de liquidités pour cette fin n'aurait pas de sens du point de vue de l'appariement de l'actif et du passif. Le passif de retraite à long terme des entreprises doit être contrebalancé par des actifs à long terme. Dans tous les cas, ce problème se pose moins au Canada que sur certains marchés comme les États-Unis. Une étude récente a conclu que la plupart des industries canadiennes, à l'exception notable de l'automobile, font face à une faible probabilité que les problèmes de retraite soient un facteur important dans l'évaluation de leur solvabilité (« *Pension Plan Deficit More Manageable* » Dominion Bond Rating Service, octobre 2005).

VI. Un rôle pour toutes les parties intéressées

À notre avis, les opérations de fusions et acquisitions sont une des principales manières d'orienter la gestion financière des sociétés plus proactivement vers la résolution des problèmes de compétitivité du Canada. Cela se vérifie dans beaucoup de secteurs (graphique 16). Une situation financière solide à court terme peut rapidement céder la place à de nouvelles érosions de notre compétitivité si elle n'est pas utilisée efficacement. Les fusions et acquisitions ne fonctionnent pas toujours, mais leurs avantages sont particulièrement uniques dans l'environnement actuel et doivent être évalués comme solutions de rechange futures possibles pour la compétitivité de l'industrie.

Le fardeau de ces difficultés repose rarement uniquement sur les épaules des directions d'entreprises dans beaucoup de grandes économies du monde. Les sociétés se heurtent à des obstacles à la croissance dus à la politique publique qui entravent le redéploiement des liquidités [voir *La voie de la prospérité*, RBC, octobre 2002]. Elles sont, de fait, lourdement surimposées et portent un fardeau croissant d'impôts mal conçus et non reliés aux bénéfices qui doit être allégé. Elles ne réussissent pas à trouver suffisamment de talents en raison de pénuries de main-d'œuvre qualifiée, de taux de décrochage scolaire inacceptables, de programmes d'apprentissage faibles et de sous-financement des études postsecondaires, y compris de la formation en gestion. Les infrastructures sont envahies par des goulots d'étranglement, dans les ports, sur les routes et les autoroutes, aux postes frontière et sur les marchés de l'électricité.

Les gouvernements ont un rôle à jouer pour créer les conditions favorables au redéploiement des liquidités de manière productive par des investissements, la formation et les dépenses de recherche et développement contrairement aux utilisations inflationnistes. Il existe un risque que les fonds injectés dans les marchés mondiaux par les banques centrales ces dernières années et accumulés sur les bilans soient redéployés de manière inflationniste. Il est par conséquent important de faire tomber les barrières qui gênent la croissance.