

**RAPPORT D'EXPERT SUR LE COÛT DE LA DETTE  
FINANCIÈRE BANQUE NATIONALE**

**LOUIS SIMARD ET PAUL-ANDRÉ PINSONNAULT**



---

**LE FINANCEMENT D'HYDRO-QUÉBEC**  
**DANS UN CONTEXTE D'EFFET D'ÉVICTION**  
**PÉRIODE 1985-1995**



Août 2004

---

---

## AVANT-PROPOS

Cette étude analyse les conditions du marché obligataire canadien pendant la période 1985 – 1995. Cette période a été caractérisée par un phénomène d'éviction. En premier lieu, nous nous proposons de considérer les facteurs macroéconomiques qui ont mené à cette situation. Deuxièmement, nous examinerons la stratégie de financement d'Hydro-Québec à cette époque. Plus précisément, nous soulignerons l'hypothèse de financements distincts pour Hydro-Québec Trans-Énergie (HQT) et pour Hydro-Québec Distribution (HQD) en leur nom respectif avec et sans la garantie du gouvernement du Québec.

---

---

## LES AUTEURS:

### LOUIS SIMARD:

Louis Simard est Directeur général marché des capitaux, revenu fixe à la Financière Banque Nationale. Il possède plus de 20 ans d'expérience sur le marché des capitaux dans le secteur des revenus fixe. Depuis 1996, il est responsable auprès de la Financière Banque Nationale des émissions d'obligations domestiques du Gouvernement du Québec, de Financement Québec ainsi que d'Hydro-Québec. Il a accompagné ces mêmes émetteurs lors de la négociation de transactions mondiales. De plus, à maintes reprises, il a joué un rôle dans la négociation de transactions structurées dans un contexte d'une offre non-sollicitée.

Auparavant, Monsieur Simard avait occupé différentes fonctions au sein de ce département, ses responsabilités se concentraient, principalement, sur l'élaboration de la stratégie de placement ainsi que sur l'exécution de cette dernière auprès des investisseurs institutionnels canadiens.

Monsieur Simard détient un B. COMM (Université McGill 1977) et a obtenu un MBA (HEC 1986)

---

---

## PAUL-ANDRÉ PINSONNAULT:

Monsieur Pinsonnault est économiste principal revenu fixe à la Financière Banque Nationale depuis 2003. Auparavant, il avait occupé un poste de directeur et stratège en revenu fixe chez un important gestionnaire canadien (1995-2002). De 1986 à 1994, il était responsable de l'exécution des stratégies de placement auprès d'un gestionnaire de portefeuilles. Après ses études, il a eu l'opportunité de séjourner (1981-1985) à la Banque du Canada dans différentes fonctions.

Il a obtenu un baccalauréat en économie en 1979 (Université Laval) et de plus il détient un MBA (Université McGill 1981).

---

---

## **TABLE DES MATIÈRES**

- I -** Contexte macroéconomique
  
- II -** Comparaison des alternatives de financement public d’Hydro-Québec  
Marché américain vs Marché domestique
  
- III -** Analyse du coût d’opportunité des financements d’Hydro-Québec libellés en dollars  
américains dans un contexte d’une offre non-sollicitée (Reverse Inquiry)
  
- IV -** (i) Expérience du financement des sociétés de la couronne en leur nom propre  
(ii) Expérience du financement des sociétés d’État du Québec en leur nom propre
  
- V -** Analyse du marché obligataire des Sociétés au Canada. Le cas de “Canada Housing  
Trust”
  
- VI -** Étude de cas: TRANS CANADA PIPELINES
  
- VII -** Conclusion

## I – CONTEXTE MACRO ÉCONOMIQUE

### Les opérations de financement des provinces

#### Les comptes nationaux

Si nous voulons comprendre l'évolution des opérations de financement des provinces et des sociétés, nous devons aborder la question dans un contexte plus global. Le cadre d'analyse doit englober l'ensemble des besoins de financement des différents intervenants au sein de l'économie canadienne. Ces besoins de financement sont confrontés à la capacité que possède l'économie domestique de générer un certain flux d'épargne. Lorsque la demande de fonds excède l'offre domestique de fonds prêtables, les agents économiques doivent recourir au financement international.

### **L'Épargne et L'Investissement**

En % du PIB nominal

Année	Investissements bruts*	Épargne brute intérieure			Épargne étrangère	
		Particuliers	Entreprises	Adm. publiques		
1981	25.7%	14.6%	7.6%	0.9%	23.0%	2.7%
82	19.7%	17.1%	5.8%	-2.8%	20.0%	-0.4%
83	19.3%	14.3%	9.1%	-3.9%	19.5%	-0.2%
84	20.2%	14.1%	10.1%	-3.8%	20.4%	-0.2%
85	21.0%	13.4%	10.9%	-4.3%	20.0%	1.0%
86	20.9%	11.8%	9.9%	-3.4%	18.4%	2.5%
87	21.6%	10.6%	10.9%	-2.0%	19.5%	2.1%
88	23.4%	10.8%	10.9%	-0.9%	20.8%	2.6%
89	23.4%	11.4%	9.6%	-1.3%	19.8%	3.6%
1990	20.9%	11.7%	8.0%	-2.3%	17.3%	3.6%
91	18.8%	12.3%	7.4%	-5.0%	14.7%	4.1%
92	17.4%	12.1%	7.1%	-6.0%	13.2%	4.2%
93	17.3%	11.3%	8.4%	-5.9%	13.7%	3.6%
94	18.6%	9.3%	10.7%	-3.9%	16.1%	2.5%
95	18.6%	9.0%	11.8%	-2.6%	18.2%	0.4%
96	18.0%	7.5%	11.6%	-0.4%	18.8%	-0.7%
97	20.7%	6.0%	11.4%	2.2%	19.6%	1.1%
98	20.3%	6.1%	10.9%	2.1%	19.1%	1.2%
99	20.3%	5.3%	11.7%	3.6%	20.7%	-0.4%
2000	20.5%	5.5%	13.1%	5.2%	23.8%	-3.3%
01	19.2%	5.6%	13.1%	3.6%	22.4%	-3.2%
02	19.8%	5.4%	13.3%	3.2%	21.9%	-2.1%

\* Investissements résidentiels, en construction non résidentielle, en machinerie et équipements et en stocks, moins divergence statistique entre épargne et investissements.

Source: Statistique Canada

Dans le cadre de la comptabilité nationale, ce recours à l'épargne extérieure est capturé par le déficit de la balance du compte courant <sup>(1)</sup>. Le tableau présente un sommaire des différents postes de la comptabilité nationale pertinents à l'établissement de la toile de fond qui nous permettra de comprendre l'environnement au sein duquel les agents économiques ont eu à faire leur choix au cours de la période qui nous intéresse.

<sup>(1)</sup> La balance commerciale est le solde des transactions de biens, alors que la balance des invisibles est composée des services, des revenus de placement et les transferts. Ainsi, le solde du compte courant est la somme des deux balances.

---

---

Afin de comprendre le tableau, une attention particulière est portée sur la période couvrant les années 1981 à 1983. Avec la récession de 1981-1982, l'économie canadienne a connu un repli de l'investissement. Ce dernier est passé de 25,7% du PIB qu'il était en 1981 à 19,3% du PIB en 1983. La baisse des revenus des gouvernements jumelée à une hausse des dépenses sociales pendant la récession ont entraîné une détérioration des finances publiques. C'est ce qui explique que les administrations publiques qui généraient de l'épargne en début de période se soient retrouvées en déficit. Les entreprises ont, quant à elles, vu leurs bénéfices chuter en 1982. Cette situation s'est naturellement reflétée sur leur épargne. Finalement, l'épargne des ménages, comme anticipé en période de récession, s'est accrue entre 1981 et 1982. De façon générale, on peut noter que l'épargne domestique exprimée en pourcentage du PIB a connu une chute de 3,5 points de pourcentage passant de 23% du PIB en 1981 à 19,5% du PIB en 1983. Cette chute fut cependant de moins grande amplitude que celle enregistrée par les investissements qui, elle, fut de 6,4 points de pourcentage.

En 1983, l'investissement représentait 19,3% du PIB contre 19,5% pour l'épargne. En d'autres termes, l'épargne nationale était suffisante pour combler les besoins domestiques. Le Canada était donc une source nette de fonds sur les marchés internationaux. Cette réalité est reflétée par une entrée négative dans la colonne épargne étrangère.

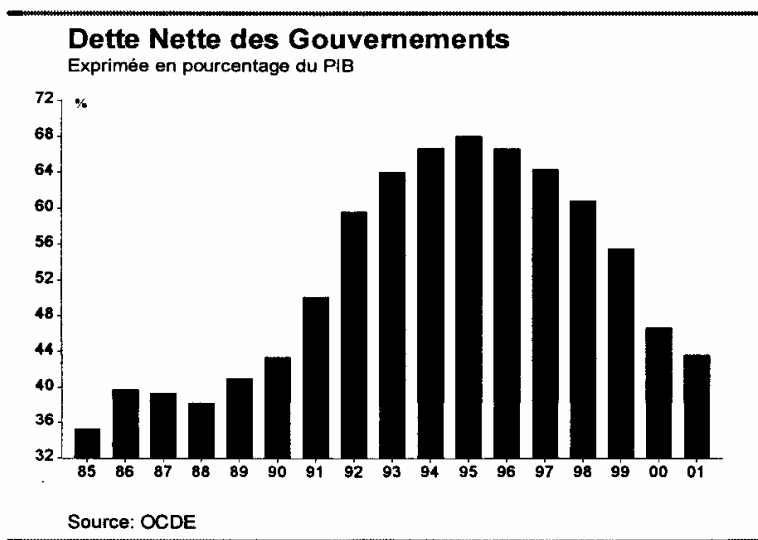
Notre objectif n'est pas de faire une revue de la conjoncture économique des dernières années. Il est de faire ressortir les contraintes auxquelles les emprunteurs ont dû faire face au cours de la période sous revue. Nous nous contenterons donc de mentionner qu'avec la reprise économique qui s'est amorcée au sortir de la récession, les investissements ont connu un rythme de croissance supérieur à celui de l'épargne. Entre 1984 et 1990, les investissements ont représenté en moyenne 21,6% du PIB alors que l'épargne totalisait en moyenne 19,45%. Une baisse du taux d'épargne des particuliers et la persistance des déficits du secteur public ont contribué à cette situation. Durant la deuxième moitié des années 80, l'économie canadienne a donc du recourir à l'épargne internationale.

Avec la récession du début des années 1990, la situation s'est détériorée. La ponction des gouvernements sur l'épargne domestique est passée de 1,3% du PIB en 1989 à 6,0% du PIB en

1992. Ce n'est qu'à partir de 1997 que les administrations publiques ont, dans leur ensemble, contribué positivement à l'épargne brute. Le tableau illustre clairement que de 1984 jusqu'à 1995, l'économie canadienne a dû solliciter substantiellement l'épargne internationale pour combler l'écart entre l'investissement et l'épargne domestique. Lorsque les administrations publiques accumulent des déficits, elles s'accaparent d'une forme unique d'épargne, c'est-à-dire les revenus fixes. Ainsi, les données qui apparaissent au tableau "Épargne et investissement" sous-estiment l'impact réel sur le marché obligataire domestique, puisque les entreprises privées ont accès à une autre forme d'épargne, soit l'équité.

### **L'effet d'éviction et les coûts de financements**

Dans le cas des administrations publiques, les déficits se sont accumulés de 1983 à 1996. Une des conséquences du cumul de ces déficits fut l'accumulation de la dette des gouvernements exprimée en pourcentage du PIB. Selon l'OCDE, en 1985 ce pourcentage était de 35,3%. En 1995, il atteignait 68,0%. Il avait donc enregistré une hausse de 32,7 points de pourcentage. Dans une étude sur l'endettement du Canada et ses effets sur les taux d'intérêt réel de long terme, Jean-François Filion (document de travail 96-14, Banque du Canada) suggère que chaque hausse d'un point de pourcentage du ratio d'endettement du secteur public au PIB fait augmenter les taux d'intérêt réel <sup>(1)</sup> de long terme au Canada de 3,01 à 5,0 points centésimaux. Donc, la détérioration des finances publiques avait entraîné une hausse de 100 à 163,5 points centésimaux dans les taux de long terme canadien entre 1983 et 1996.



<sup>(1)</sup> *déf: taux % réel: taux d'intérêt nominal moins taux d'inflation.*

---

---

Il est donc évident qu'au début des années 1990, les emprunteurs canadiens ont eu à faire face à une relative pénurie de fonds domestiques par rapport à leurs besoins. De plus le coût de ces fonds en terme réel était aussi relativement élevé.

C'est dans ce contexte où l'effet d'éviction (crowding out) était important que les emprunteurs institutionnels ont eu recours au financement extérieur.

Au cours des années 1980, le marché des eurodollars était devenu une source importante de fonds. La globalisation des marchés s'est accentuée avec l'avènement en 1989 des émissions mondiales. Essentiellement une émission d'obligation mondiale est une transaction qui est lancée simultanément dans différentes juridictions, dans une seule devise (surtout C\$) et dont le règlement peut s'effectuer auprès des différents systèmes de compensation (CDS, DTC, Euroclear etc). L'avantage pour les emprunteurs est d'avoir accès à des capitaux en une seule transaction. Cela réduit l'ensemble des frais de transactions et permet à l'emprunteur d'obtenir des fonds sans réellement payer un rendement supérieur. Du point de vue des investisseurs, ces derniers bénéficièrent de l'effet de taille tant recherché par ces derniers. Au Canada, de telles transactions ont été effectuées au début des années 90. Le dollar canadien était en demande sur le marché des changes, grâce notamment à la politique monétaire très restrictive menée alors par la Banque du Canada, afin de contrer la pression inflationniste engendrée par la spéculation immobilière de l'Ontario. Ces émissions étaient placées simultanément sur les marchés asiatique, européen et nord-américain. Ce développement permettait aux émetteurs d'accéder au marché avec des émissions plus importantes et assurait une meilleure liquidité pour les investisseurs.

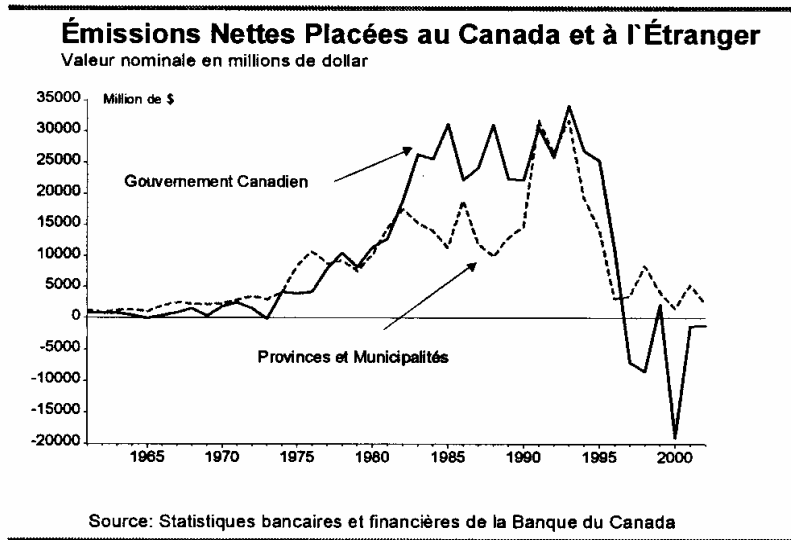
Les provinces ont su saisir l'opportunité que représentaient ces développements au sein des marchés financiers pour faire face à leurs besoins de financement. Toutefois, malgré cet apport exceptionnel de fonds, les emprunteurs provinciaux ont dû recourir à l'épargne libellée en dollar américain pour combler leurs besoins. De plus, cet avantage était réservé aux entités gouvernementales excluant presque totalement les opérations des corporations.

## Les opérations de financement des provinces et des sociétés

La publication Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada présente, au tableau F4, les volumes d'émissions nettes de titres placés au Canada et à l'étranger.

Nous avons regroupé les émissions provinciales et municipales, présentées au tableau F4, sous une même rubrique. Nous utiliserons le terme émissions provinciales indifféremment de provinciales et municipales afin d'alléger le texte.

On peut noter que de 1961 à 1982, les volumes des émissions fédérales et provinciales ont suivi des rythmes de croissance relativement similaires. La période de 1975 à 1978 fait cependant exception. Durant ces 3 années, les provinces ont vu leur niveau d'émission croître plus rapidement que celui du fédéral.



Au cours des années 1980, le volume des nouvelles émissions nettes du fédéral s'est maintenu à des niveaux supérieurs à ceux des provinces.

La récession de 1990-1991 fut particulièrement dévastatrice pour l'équilibre budgétaire des provinces. En 1991, les provinces et les municipalités ont placé des émissions nettes totalisant \$31,784 millions comparativement à \$30,642 millions pour le fédéral. C'était la première fois depuis 1981, que les émissions provinciales étaient supérieures au volume placé sur les marchés par le fédéral.

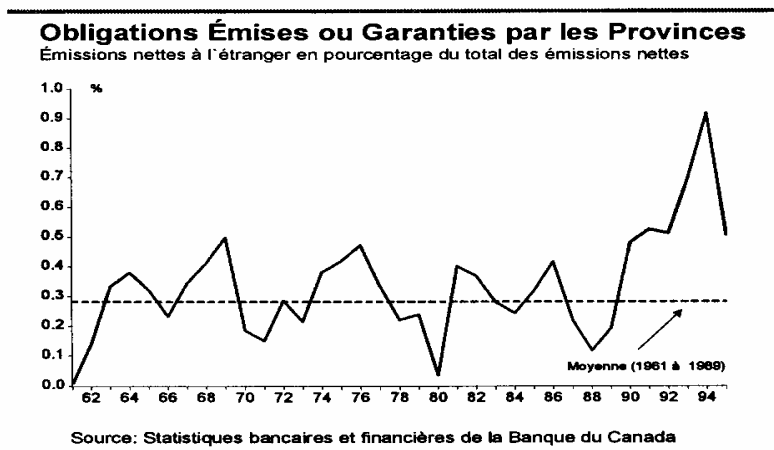
Le graphique met aussi en évidence l'accroissement du volume des émissions. À titre d'exemple, les provinces avaient placé sur les marchés des émissions totalisant \$2,298 millions

en 1970, comparativement à \$31,784 millions en 1991. En dollar courant, cela représente une augmentation de 1283% au cours de la période en question. Le gouvernement fédéral, quant à lui, voyait le volume de ses émissions augmenter de 1561% au cours de la même période. Il est évident que la poussée inflationniste des années 70 a dopé ces statistiques. Si on exprime en dollar constant les volumes d'émissions, les hausses semblent moins faramineuses. Elles demeurent malgré tout importantes, atteignant les 239% pour les provinces et municipalités, comparativement à 307% pour le fédéral.

Comme nous l'avons dit préalablement, en 1995, la dette nette des gouvernements totalisait 68% du PIB. Parmi les principaux membres de l'OCDE, seule l'Italie et la Belgique avaient des ratios dette/PIB supérieurs à celui du Canada. Cette réalité rendait les investisseurs et les agences de cotation quelque peu frileux face aux émetteurs canadiens. Les provinces ainsi que les sociétés devaient donc faire preuve d'opportunisme et se financer là où il était possible de le faire.

De ce point de vue, il est intéressant de jeter un coup d'oeil sur les pourcentages des émissions qui étaient placés au Canada et à l'étranger. Le tableau F7, de la revue de la Banque du Canada, fournit des statistiques à cet égard et ce, pour l'ensemble des émissions en obligations émises ou garanties par les provinces.

Le graphique présente le ratio des émissions obligataires provinciales placées à l'étranger en pourcentage des émissions nettes. La différence entre les années 1990 à 1995, par rapport à ce qui semblait la norme pour les décennies antérieures, est frappante. En moyenne pour la période s'échelonnant de 1961 à 1989, les provinces plaçaient 28,14% de leurs émissions obligataires à l'étranger. Pour la période s'échelonnant de 1990 à 1995, ce pourcentage était de 63,08%.



---

---

En ce qui concerne les sociétés canadiennes, elles ont subi également l'impact des déficits des administrations publiques sur leur stratégie de financement. Ainsi pour la période 1985-95, les émissions nettes annuelles des sociétés canadiennes au Canada s'élevaient à 4,314\$ milliards, alors que les opérations étrangères totalisaient en moyenne 4,593\$ milliards au cours de la même période. C'est donc dire que le marché canadien comblait 50% des besoins d'emprunt des sociétés. Les données sont disponibles au tableau F9 de la revue de la Banque du Canada.

### **Conclusion**

Entre la deuxième moitié des années 80 et la première moitié des années 90, le Canada s'est retrouvé dans une situation où il a dû attirer l'épargne internationale pour combler l'écart entre la demande de fonds et l'offre fournie par l'épargne nationale. En bonne partie, ces besoins de fonds émanaient des administrations publiques alors que les déficits gouvernementaux s'accumulaient.

Cette situation a engendré un effet d'éviction. Le coût des fonds disponibles en terme réel a été poussé à la hausse.

Dans ce contexte, les provinces et les sociétés ont dû accéder aux marchés étrangers pour se financer dans une plus large mesure, entre les années 1990 et 1995, que ce qui avait été la norme au cours des décennies antérieures.

Hydro-Québec a donc été contrainte, comme la majorité des emprunteurs dans la mise en oeuvre de ses stratégies de financement, d'avoir recours aux différents marchés lorsque les capitaux étaient disponibles, alors que les coûts d'emprunts domestiques étaient élevés, notamment en terme réel, comme en témoigne l'étude menée par la Banque du Canada. Par ailleurs, Hydro-Québec devait cibler les marchés qui étaient en mesure de fournir des capitaux de long terme.

---

---

## **II – COMPARAISON DES ALTERNATIVES DE FINANCEMENT PUBLIC D’HYDRO-QUÉBEC**

### **MARCHÉ AMÉRICAIN vs MARCHÉ DOMESTIQUE**

#### **Période 1985-1988**

Au cours de cette période, Hydro-Québec a procédé à cinq émissions publiques sur le marché américain. Dans tous les cas, sauf pour une seule exception, la taille de ces opérations de financement était de 250MMU\$. De plus, la moyenne du taux de change U\$/CAN, se situait à 1,346.

Ces opérations internationales représentaient donc en dollar canadien, des transactions de l’ordre de C\$335MM. Ces sommes étaient très supérieures à la taille des opérations domestiques observées au cours de cette période, lesquelles variaient de C\$100MM à C\$125MM. De plus, le taux de rendement exigé sur les emprunts libellés en dollar canadien était d’environ 125 points de base supérieur à celui transigé sur le marché américain.

Par ailleurs, un emprunteur qui aurait pris la décision d’augmenter la fréquence et le volume de ses emprunts domestiques, aurait provoqué une hausse importante du taux de rendement exigé par les investisseurs, de 10 à 15 points de base. Cette évaluation repose sur des différentiels de rendements observés chez certains emprunteurs, notamment le gouvernement du Canada. En effet, des différences substantielles existaient entre deux émissions comportant des caractéristiques similaires, à l’exception de l’encours (Annexe – 1). De plus, le comportement des écarts de crédit était plus volatil au cours de cette période par rapport à l’environnement financier actuel (Annexe – 2). Malgré cette augmentation nécessaire du taux d’intérêt, il n’est pas assuré que l’emprunteur ait atteint ses objectifs de financement. Certaines opérations de financement ont avorté et ce malgré que le rendement initial fut bonifié substantiellement, les investisseurs ne manifestaient parfois que peu d’intérêt.

---

---

### **Période 1989 – 1993**

Hydro-Québec a accédé au marché américain à 9 reprises pendant cette période. La taille des émissions a rapidement augmenté de 250MMU\$ à 500MMU\$, puis enfin à 1000MMU\$. Le taux de change US/CAN moyen observé pendant cette période fut de 1,19.

Cette époque était caractérisée par la conduite d'une politique monétaire très agressive de la part de la Banque du Canada, dans sa quête d'amenuiser les pressions inflationnistes provoquées par la hausse des prix du secteur immobilier de l'Ontario.

Le dollar canadien avait bien performé, cependant les écarts de rendement entre les deux pays avaient augmenté substantiellement. En effet, le coût d'opportunité pour Hydro-Québec sur le marché domestique a été d'environ 177 points de base sur la période observée. Nous avons comparé les paramètres des emprunts d'Hydro-Québec avec les conditions du marché domestique qui prévalaient lors du financement en se basant sur nos banques de données, lesquelles étaient mises à jour quotidiennement. Toutefois, à partir de la fin des années 80, et jusqu'en 1994, la Caisse de Dépôt et de Placement du Québec participait à tous les financements du Québec et d'Hydro-Québec au niveau du marché primaire. Sans cet apport, la taille des émissions publiques aurait été de 200MMC\$, au lieu de 300MMC\$, et par le fait même aurait forcé Hydro-Québec à se financer davantage sur le marché américain. Non seulement les transactions domestiques nécessitaient une contribution directe de la Caisse de Dépôt et de Placement du Québec, mais une tentative d'augmenter davantage la taille des émissions se serait soldée encore une fois par une hausse du rendement exigé. Il va sans dire que seulement les emprunts domestiques du gouvernement du Québec et d'Hydro-Québec bénéficiaient du support de la Caisse de Dépôt et Placement du Québec. Aucun autre emprunteur n'a profité d'un tel apport.

Essentiellement, nous devons conclure que compte tenu du programme d'emprunt d'Hydro-Québec au cours de cette période, cette entité devait accéder au marché étranger afin de combler ses besoins financiers, ce qui était le lot de la vaste majorité des émetteurs.

**EMPRUNTS PUBLICS D'HYDRO-QUÉBEC MARCHÉ US**

Date émission	US\$	Taux	Échéance	Taux de change	Montant équivalent	Conditions domestiques CS		Montant
01/02/85	200MM	11.75%	01-Feb-12	1.326	265MM	10 ans	11.80%	100MM-125MM
						20 ans	12.25%	
13/03/86	250MM	8.75%	01-Mar-26	1.397	349MM	10 ans	9.60%	
						20 ans	9.98%	
30/04/86	250MM	8.25%	15-Apr-26	1.392	348MM	10 ans	9.35%	100MM-125MM
						20 ans	9.80%	
29/01/87	250MM	8.25%	15-Jan-26	1.338	335MM	10 ans	8.89%	
						20 ans	9.35%	125MM
28/01/88	250MM	9.75%	15-Jan-18	1.279	320MM	10 ans	9.93%	125MM
						20 ans	10.48%	
22/06/89	250MM	8.63%	15-Jun-29	1.203	301MM	10 ans	10.09%	125-150MM
						20 ans	10.15%	
07/12/89	500MM	8.50%	01-Dec-29	1.163	582MM	10 ans	10.32%	300MM-public 150MM-privé
						20 ans	10.22%	
18/04/90	500MM	9.38%	15-Apr-30	1.163	582MM	10 ans	12.67%	300MM-150MM
						20 ans	12.48%	
20/11/90	500MM	9.50%	15-Nov-30	1.159	580MM	10 ans	11.30%	300MM-150MM
						30 ans	11.34%	
12/02/91	900MM	9.40%	01-Feb-21	1.152	1037MM	10 ans	10.70%	300MM-150MM
						30 ans	11.00%	
30/01/92	1000MM	8.40%	15-Jan-22	1.174	1174MM	10 ans	9.42%	300MM
						30 ans	10.01%	
15/04/92	100MM	8.35%	15-Nov-01	1.18	118MM	10 ans	9.87%	300MM
						30 ans	10.39%	
03/02/93	1000MM	8.10%	01-Feb-13	1.26	1260MM	10 ans	9.00%	350MM
						30 ans	9.63%	
03/02/93	500MM	7.38%	01-Feb-03	1.26	630MM	10 ans	9.00%	350MM
						30 ans	9.63%	
07/07/94	1000MM	8.05%	07-Jul			10 ans	10.14%	350MM
						30 ans	10.33%	
01/04/96	400MM	7.50%	01-Apr-16	1.3578	454MM	10 ans	8.09%	350MM
						20 ans	8.60%	

---

---

### **III – ANALYSE DU COÛT D’OPPORTUNITÉ DES FINANCEMENTS D’HYDRO-QUÉBEC LIBELLÉS EN DOLLARS AMÉRICAINS DANS UN CONTEXTE D’UNE OFFRE NON-SOLLICITÉE (Reverse Inquiry)**

Dans le cadre d’une transaction négociée sur la base d’une offre non-sollicitée, la taille de la transaction n’est généralement pas un critère important car il s’agit d’une transaction négociée de gré à gré avec un seul investisseur (ou un nombre très restreint). C’est donc l’aspect économique qui devient le facteur clé de la transaction.

Nous remarquons au tableau suivant que les opérations financières conclues sur la base d’une transaction négociée de gré à gré, ont été finalisées avec des paramètres avantageux par rapport aux conditions offertes sur le marché domestique.

Hydro-Quebec - US\$ Yankee Medium Term Notes					
Issue Date	Coupon	Maturity	Series	Iss Amt	Cda
10-Dec-90	9.400	11-Dec-20	217	10,000	11.11
20-Aug-91	8.690	20-Aug-01	224	8,000	10.49
20-Aug-91	8.660	20-Aug-01	226	1,000	10.49
20-Aug-91	8.685	21-Aug-01	225	3,000	10.49
20-Aug-91	8.700	21-Aug-01	223	5,500	10.49
21-Aug-91	8.580	21-Aug-01	229	5,000	10.47
21-Aug-91	8.625	22-Aug-01	227	5,000	10.48
21-Aug-91	8.590	22-Aug-01	228	15,000	10.49
17-Sep-91	8.470	17-Sep-01	234	1,000	10.22
04-Dec-91	8.170	04-Dec-01	239	4,000	9.45
05-Dec-91	8.170	02-Jan-02	240	3,000	9.44
06-Dec-91	8.620	15-Dec-11	241	40,000	9.45
10-Dec-91	8.040	20-Jul-01	243	10,000	9.56
10-Dec-91	8.050	10-Dec-01	244	8,650	9.56
11-Dec-91	8.540	15-Dec-11	248	20,000	9.54
13-Dec-91	7.930	13-Dec-01	252	4,000	9.46
17-Dec-91	7.960	17-Dec-01	254	3,000	9.47
19-Dec-91	8.680	20-Dec-21	259	50,000	10.05
15-Feb-92	9.800	15-Feb-22	260	50,000	10.01
29-Apr-92	8.350	29-Apr-02	272	5,000	9.97
30-Apr-92	9.750	10-May-22	277	20,000	10.52
30-Apr-92	9.500	30-Apr-27	275	20,000	10.54
17-Jul-92	7.520	17-Jul-03	279	7,000	8.67
17-Jul-92	7.550	17-Jul-03	280	5,000	8.66
17-Jul-92	7.550	17-Jul-03	281	6,650	8.67
20-Jul-92	7.630	21-Jul-03	282	10,000	8.65
20-Jul-92	7.630	21-Jul-03	283	10,000	8.50
21-Jul-92	7.610	21-Jul-03	284	4,000	8.53
24-Jul-92	7.540	24-Jul-03	285	7,000	8.52
24-Jul-92	7.540	24-Jul-03	286	2,000	8.53
29-Jul-92	7.500	30-Jul-03	287	5,000	8.51
29-Jul-92	7.490	30-Jul-03	288	20,000	8.50
25-Nov-92	7.580	25-Nov-02	304	7,000	9.03
27-Nov-92	7.570	27-Nov-02	305	5,000	9.03
30-Nov-92	7.625	02-Dec-02	306	10,000	9.05
30-Nov-92	7.680	02-Dec-02	307	3,000	9.03
02-Dec-92	7.700	02-Dec-02	308	5,000	9.15
03-Dec-92	7.695	03-Dec-02	310	5,000	9.12
08-Dec-92	7.720	10-Dec-02	311	2,000	9.03
26-Feb-93	6.980	28-Feb-05	312	42,000	8.61
26-Feb-93	6.980	28-Feb-05	313	7,000	8.64
01-Mar-93	7.000	01-Mar-05	314	12,100	8.67
01-Mar-93	6.980	01-Mar-05	315	2,450	8.66
01-Mar-93	6.970	01-Mar-05	316	10,000	8.65
01-Mar-93	6.940	01-Mar-05	317	10,000	8.65
01-Mar-93	6.870	01-Mar-05	318	4,000	8.65
02-Mar-93	6.720	01-Mar-93	319	3,000	8.62
03-Mar-93	6.770	01-Mar-93	320	2,000	8.61
11-Mar-93	6.620	11-Mar-93	321	3,000	8.49
16-Mar-93	6.720	16-Mar-93	322	9,500	8.53
23-Mar-93	7.000	23-Mar-93	323	10,500	8.41
23-Mar-93	7.010	23-Mar-93	324	3,500	8.41
23-Mar-93	7.010	23-Mar-93	325	1,000	8.41
23-Mar-93	7.020	23-Mar-93	326	25,000	8.41
01-Apr-93	6.850	01-Apr-05	327	5,000	8.33
01-Apr-93	6.820	01-Apr-05	328	5,000	8.31
01-Apr-93	6.860	01-Apr-05	329	25,000	8.35
05-Apr-93	6.990	05-Apr-05	330	5,000	8.36
05-Apr-93	6.940	05-Apr-05	331	3,000	8.42
07-Apr-93	6.920	07-Apr-05	332	2,000	8.67
12-Apr-93	7.010	12-Apr-05	333	5,000	8.39
12-Apr-93	7.000	12-Apr-05	334	10,000	8.39
12-Apr-93	7.000	10-May-05	335	3,000	8.39
14-Jul-93	6.530	14-Jul-03	336	10,000	8.02
14-Jul-93	6.350	15-Jan-02	338	20,000	8.02
14-Jul-93	6.370	15-Jan-02	337	27,950	8.02
15-Jul-93	6.540	15-Jul-03	342	25,000	8.03
15-Jul-93	6.360	15-Jan-02	340	20,000	8.03
15-Jul-93	6.375	15-Jan-02	339	15,000	8.03
15-Jul-93	6.380	15-Jan-02	341	15,000	8.03
16-Jul-93	6.490	16-Jul-03	343	5,600	8.07
16-Jul-93	6.490	16-Jul-03	344	11,500	8.07
16-Jul-93	6.500	16-Jul-03	345	5,400	8.07
19-Jul-93	6.480	21-Jul-03	346	18,000	8.04
23-Feb-94	6.520	23-Feb-06	347	50,000	7.74
23-Feb-94	6.520	23-Feb-06	348	20,000	7.74
24-Feb-94	6.490	24-Feb-06	349	25,000	7.74
24-Feb-94	6.490	24-Feb-06	350	5,000	7.74
24-Feb-94	6.510	24-Feb-06	354	1,000	7.74
05-Oct-94	7.200	05-Oct-09	372	25,000	9.79
18-Nov-94	7.910	18-Nov-24	374	25,000	10.12
28-Mar-95	7.400	28-Mar-25	377	55,000	9.57
20-Apr-95	7.580	20-Apr-10	378	15,000	9.37
03-Jan-96	6.270	03-Jan-26	393	50,000	8.30
14-Feb-97	7.125	14-Feb-12	404	10,000	6.72
10-Jun-97	7.010	10-Jun-02	409	300,000	5.93
15-Oct-97	6.750	15-Oct-07	410	80,000	6.04
13-Jul-98	6.625	13-Jul-28	413	50,000	6.03

---

---

#### **IV – (i) EXPÉRIENCE DU FINANCEMENT DES SOCIÉTÉS DE LA COURONNE EN LEUR NOM PROPRE. Le cas de Canada Housing Trust.**

Le gouvernement fédéral a autorisé les sociétés de la couronne à se financer sur le marché domestique en leur nom propre à partir de la fin de 1993. À cette époque, l'effet d'éviction commençait à s'amenuiser d'une part, et d'autre part, le profil des besoins financiers de ces sociétés était différent de celui du gouvernement fédéral.

Les obligations des sociétés de la couronne constituent une obligation du gouvernement du Canada et ainsi sont à la "charge" de son fonds du revenu consolidé de Sa Majesté. La nature de la qualité de crédit est différente de celle d'un émetteur dont la dette est garantie irrévocablement par l'état provincial. Ainsi la dette d'Hydro-Québec, est garantie par le Québec. Pour ce qui est du traitement des sociétés de la couronne, leurs obligations sont de même nature que les obligations du gouvernement fédéral lui-même.

Toutefois, malgré la très haute qualité du crédit, à ce jour tous les financements de ces sociétés ont été réalisés alors que ces dernières devaient offrir une prime de rendement par rapport aux titres émis par le gouvernement fédéral directement. L'effet de taille et la perception de la liquidité expliquent essentiellement ce phénomène. En effet, l'encours cible des titres du gouvernement fédéral s'établit aux environs de 10 milliards. Par contre, l'encours des émissions des sociétés varient de 1 à 2 milliards.

Toutefois, récemment, la société "Canada Housing Trust" a substantiellement augmenté la taille de ses emprunts – de 2 milliards à 5 milliards. Malgré cette évolution remarquable, les titres de cette société de la couronne se transigent toujours à escompte par rapport aux titres du gouvernement fédéral. Ce phénomène persiste toujours malgré que les Sociétés de la couronne empruntent avec des échéances relativement courtes, de 3 à 7 ans.

Dans cette perspective, des titres de dette émis par HQ TransÉnergie ou HQ Distribution en leur nom respectif, bénéficiant de la garantie du Québec se seraient certainement transigés à des rendements supérieurs à ceux d'Hydro-Québec. Par ailleurs, comme les financements de HQT et

---

---

HQD nécessitaient des emprunts de long terme, une prime encore plus généreuse aurait été de mise.

---

---


#### **IV – (ii) EXPÉRIENCE DU FINANCEMENT DES SOCIÉTÉS D'ÉTAT DU QUÉBEC EN LEUR NOM PROPRE**

Ces expériences n'ont pas été fructueuses comme en témoigne leur nombre très limité. L'effet de taille au succès des émissions est très important car il assure une perception de plus grande liquidité auprès des investisseurs. Ces derniers ont payé et paient toujours une certaine prime afin d'acquérir des titres plus liquides. Ce phénomène a eu des répercussions sur le mode de fonctionnement du gouvernement fédéral ainsi que sur celui des provinces sur le marché primaire. Ainsi, afin d'assurer une plus grande liquidité, ces emprunteurs ont choisi d'augmenter l'encours d'émissions existantes au lieu de créer de nouveaux titres. Cette pratique s'est manifestée pour la première fois au milieu des années 80 et est toujours utilisée.

Ceci a compliqué la tâche de certains gouvernements provinciaux qui visaient une stratégie permettant à des sociétés d'État d'avoir un accès aux capitaux en leur nom propre.

Malgré que les investisseurs jouissaient des mêmes privilèges que comportaient les obligations provinciales courantes (garantie inconditionnelle du capital et intérêt) ces émissions de sociétés d'État n'auraient pas profité des effets de taille. À cet égard, il y a eu au Québec une seule tentative (marché public). En effet, la Société Immobilière du Québec (SIQ) a effectué une transaction sur le marché primaire de C\$150MM en 1989, ayant une échéance de 25 ans. Cette transaction a été un désastre. La Caisse de dépôt et placement du Québec ainsi que le Fonds d'amortissement du Québec ont dû intervenir pour supporter l'émission. Malgré la concession initiale du rendement 18 points de base par rapport aux titres du gouvernement du Québec, la transaction s'est soldée par un échec, et aucune autre opération ne fut lancée par la suite. Des financements pour HQD et HQT (autonome, avec ou sans garantie) auraient sans aucun doute connu le même sort pour les mêmes raisons. Le concept de liquidité est fondamental dans la perspective des investisseurs

Par ailleurs, le gouvernement du Québec constatant l'inefficience de la démarche institua le fonds de financement au début des années 90 afin d'offrir une source de financement plus appropriée aux différentes sociétés d'État.

 <b>FINANCIÈRE BANQUE NATIONALE</b>						
<b>Société immobilière du Québec</b>						
					<b>Rendement Québec</b>	<b>Écart</b>
16/06/89	10.50%	16-Jun-14	150MM	10 ans	10.24%	
				20 ans	10.32%	+18
				30 ans	10.35%	

**Les autres transactions des sociétés d'États ont été conclues de gré à gré et comportaient des caractéristiques particulières, notamment des options de rachat avant l'échéance.**

---

---

## **V – ANALYSE DU MARCHÉ OBLIGATAIRE DES ENTREPRISES AU CANADA**

Au cours de la période 85-95, les émissions nettes des sociétés ont atteint C\$4,314 milliards par an en moyenne sur le marché domestique. Ces sociétés avaient obtenu des cotes de crédit variant de A- à AAA. Les corporations ayant une cote inférieure n'avaient que très rarement accès au marché public des capitaux. En effet, à cette époque, la politique de placement de la majorité des investisseurs institutionnels excluait les acquisitions de titres de dette dont la cote était inférieure à A-. La taille des émissions variaient de C\$100MM à C\$200MM.

Nous comprenons que les besoins annuels financiers de HQT et HQD s'élevaient respectivement à C\$850 millions et C\$525 millions. Compte tenu de la capacité du marché obligataire canadien, Trans Energie n'aurait pu combler adéquatement ses besoins. Ils représentaient 20% du marché total du marché domestique des sociétés. De plus, avec une capitalisation théorique de 30% pour HQT et 35% pour HQD, les cotes de crédit respectives de HQT et HQD, auraient été, dans le meilleur des mondes, BBB+. Dans ces conditions, il est impensable de prétendre qu'HQT ou HQD auraient atteint leurs objectifs de financement au Canada, en leur nom respectif et sans la garantie du gouvernement du Québec dans des conditions normales. Par ailleurs, compte tenu de la nature des actifs de HQT et HQD, les besoins financiers de ces sociétés nécessitaient des emprunts principalement de long terme. Définitivement nous ne croyons pas que ni HQT, ni HQD auraient atteint leurs objectifs respectifs en concentrant leurs opérations de financement sur la marché domestique seulement.

De plus, il faut ajouter que HQT et HQD, en leur nom respectif et sans la garantie explicite du gouvernement du Québec, auraient dû composer avec une documentation juridique nettement plus complexe et aurait en même temps perdu une certaine flexibilité dans la mise en oeuvre de leur stratégie financière.

---

---

## **VI – ÉTUDE DE CAS: TRANS CANADA PIPELINES**

La corporation Trans Canada Pipelines (TCP) a été une des sociétés qui a le plus mobilisé des capitaux par la voie du marché obligataire. Sa cote de crédit a évolué de A à A faible.

En effet pour la période 1990-1995, la société a émis de la dette pour un montant de 2 milliards sur le marché canadien. Il y a eu 37 opérations de financement (moyenne de 53.8MMCS\$). De plus, environ 40% du montant émis par l'entreprise comportait des échéances plus longues que 20 ans. Cependant, au cours de la même période, la société a dû émettre régulièrement sur le marché américain. En effet, la société a emprunté 1.650MMUS\$ lors des 8 opérations qu'elle a menées (moyenne de 206.25MM). Par contre, la corporation a été en mesure d'obtenir du financement à long terme (plus de 20 ans) pour 60% des sommes prescrites.

Le profil d'emprunt de TCP est compatible avec l'ensemble des données dont nous disposons et confirme notre opinion à l'effet que l'entreprise ne pouvait éviter le marché américain non seulement à cause de la taille des capitaux empruntés mais également pour le profil de la structure des dettes (la disponibilité des fonds pour les échéances requises).

---

---

## **VII – CONCLUSION**

Nous avons clairement démontré que les déficits importants des administrations publiques ont eu un effet significatif sur les stratégies de financement des emprunteurs canadiens au cours de la période observée.

La disponibilité des fonds était insuffisante pour combler les besoins financiers des émetteurs canadiens. Ces derniers ont dû accéder aux marchés internationaux. Par ailleurs, ce déséquilibre entre l'offre et la demande de fonds a provoqué une pression à la hausse sur les taux d'intérêt réel.

Dans ce contexte, dans la perspective d'une série d'emprunts de HQT et de HQD, avec la garantie du Québec, ces entreprises n'auraient pas bénéficié des effets de taille et par conséquent auraient dû offrir à leurs investisseurs respectifs une prime de rendement afin de satisfaire ces derniers.

D'autre part, des stratégies de financement de la part de HQT et de HQD, sans la garantie du gouvernement auraient eu un impact négatif encore plus important sur leurs coûts de financement respectifs. Ainsi, non seulement le rendement exigé par les investisseurs aurait été plus élevé encore mais chaque entreprise n'aurait pas eu la même flexibilité au niveau de l'étalement des échéances de ses emprunts. L'accès aux émissions mondiales, même libellées en dollar canadien, n'aurait pas été une alternative possible, sans oublier des frais juridiques plus élevés.

---

---

**ANNEXE - 1**

LÉVESQUE BEAUBIEN GEOFFRION INC.  
CLOSING MONTREAL 3 P.M.

CANADA

DATE: 03-31-1992

1850 CDA	11.250%	01FEB93	102.650	7.868	
1300 CDA	9.250%	05MAR93	101.250	7.808	
925 CDA	10.250%	01APR93	102.250	7.860	
1725 CDA	10.750%	01MAY93	102.850	7.930	
1300 CDA	9.000%	06JUN93	101.050	8.029	
1625 CDA	8.750%	01JUL93	100.800	8.045	
2450 CDA	9.500%	01SEP93	101.750	8.153	
1400 CDA	8.750%	06SEP93	100.750	8.174	
2125 CDA	11.750%	15OCT93	104.800	8.349	
1400 CDA	7.000%	06DEC93	98.250	8.126	
2275 CDA	10.250%	01FEB94	103.100	8.376	
800 CDA	8.250%	01MAR94	99.800	8.358	
1000 CDA	7.500%	06MAR94	98.950	8.094	
700 CDA	12.000%	01MAR94	106.000	8.524	
1025 CDA	13.000%	01APR94	107.950	8.584	
1200 CDA	13.750%	15MAY94	109.600	8.677	
676 CDA	9.500%	15JUN94	101.950	8.498	
400 CDA	7.750%	15JUL94	98.650	8.402	
2525 CDA	9.250%	01OCT94	101.850	8.413	
475 CDA	12.750%	01OCT94	108.850	8.729	
1700 CDA	9.250%	15DEC94	101.850	8.460	
2800 CDA	10.000%	01MAR95	103.500	8.610	'
925 CDA	11.750%	01MAR95	107.300	8.845	'
1350 CDA	11.250%	01APR95	106.350	8.783	
3100 CDA	10.500%	01JUN95	104.750	8.734	
3050 CDA	10.750%	15DEC95	105.950	8.817	
2600 CDA	10.250%	01MAR96	104.850	8.750	
3300 CDA	9.250%	01MAY96	101.950	8.667	
2175 CDA	8.750%	01JUN96	100.300	8.657	
2325 CDA	9.250%	01OCT96	102.100	8.674	
3400 CDA	8.250%	01MAR97	98.750	8.564	.
936 CDA	9.250%	15MAY97	102.250	8.691	.
1200 CDA	7.500%	01JUL97	95.750	8.519	.
2725 CDA	9.750%	01OCT97	104.250	8.757	
2225 CDA	10.750%	15MAR98	108.300	8.917	
3100 CDA	9.500%	01OCT98	103.350	8.810	
2275 CDA	10.250%	01DEC98	106.700	8.889	
2275 CDA	10.250%	01DEC98	106.700	8.889	
2275 CDA	10.250%	01DEC98	106.700	8.889	
2275 CDA	10.250%	01DEC98	106.700	8.889	

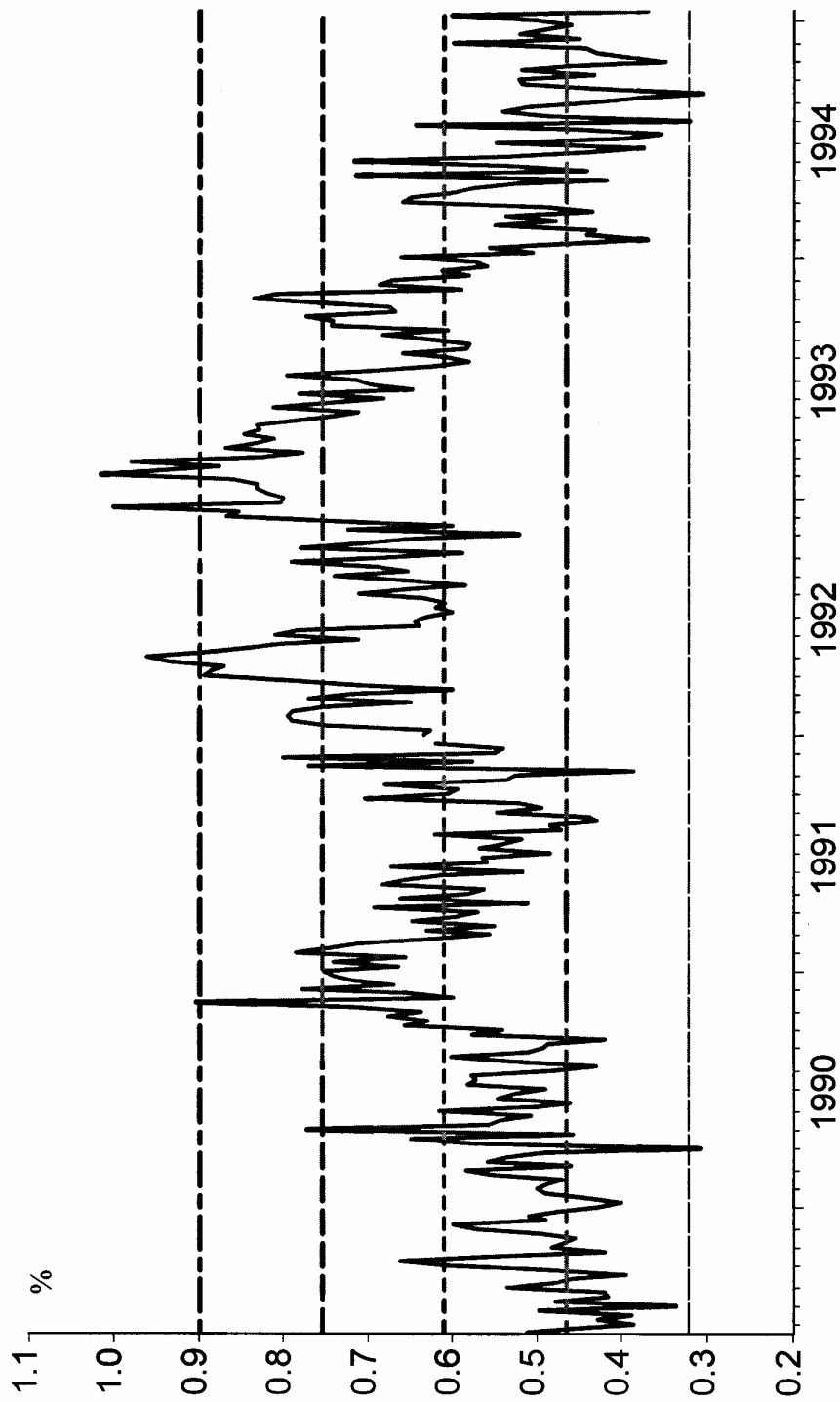
---

---

**ANNEXE - 2**

# Écarts de rendement Ontario - Canada

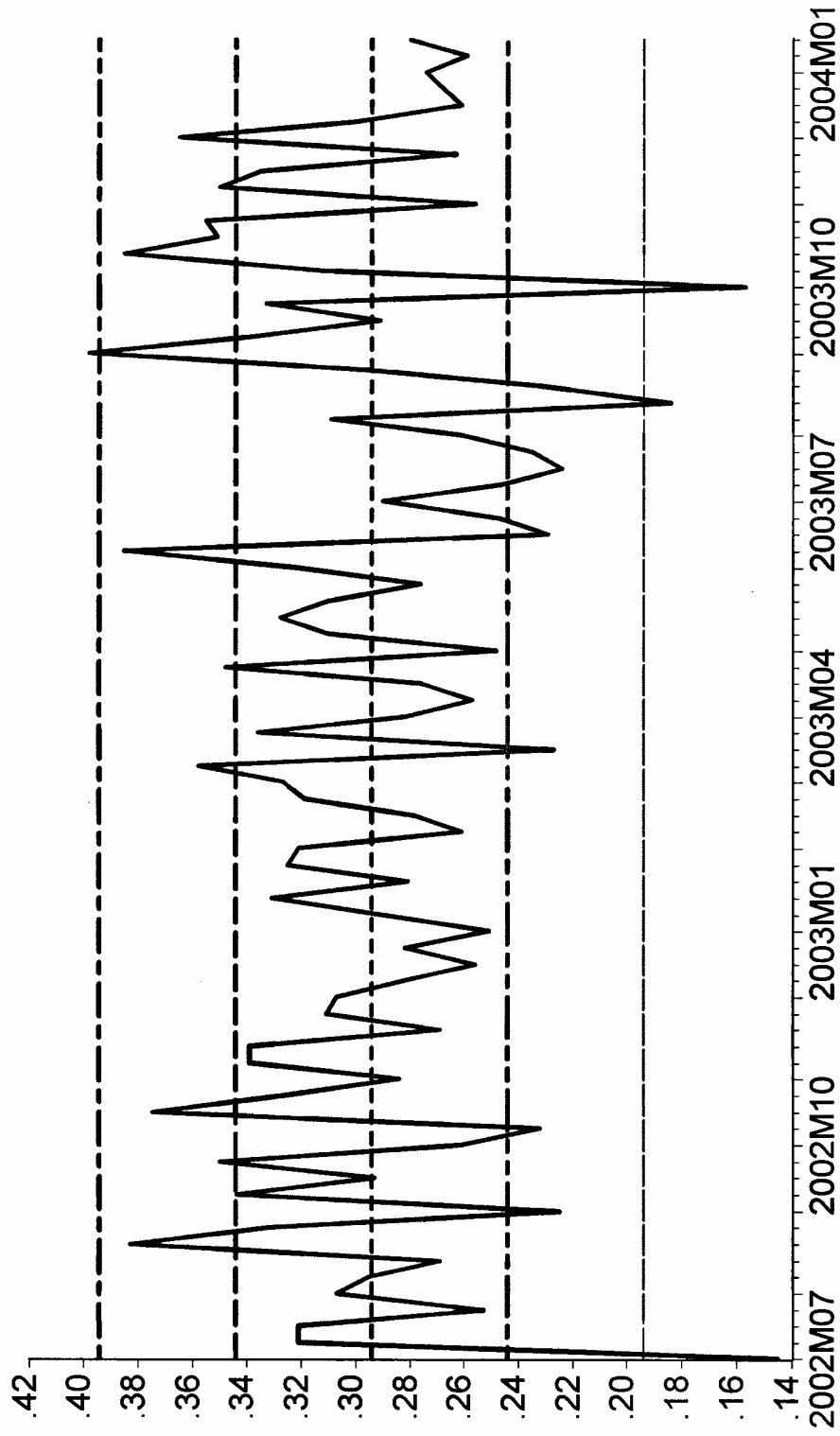
Échéance 10ans



Moyenne = 0.6096, écart type = 0.1442

# Écarts de rendement Ontario - Canada

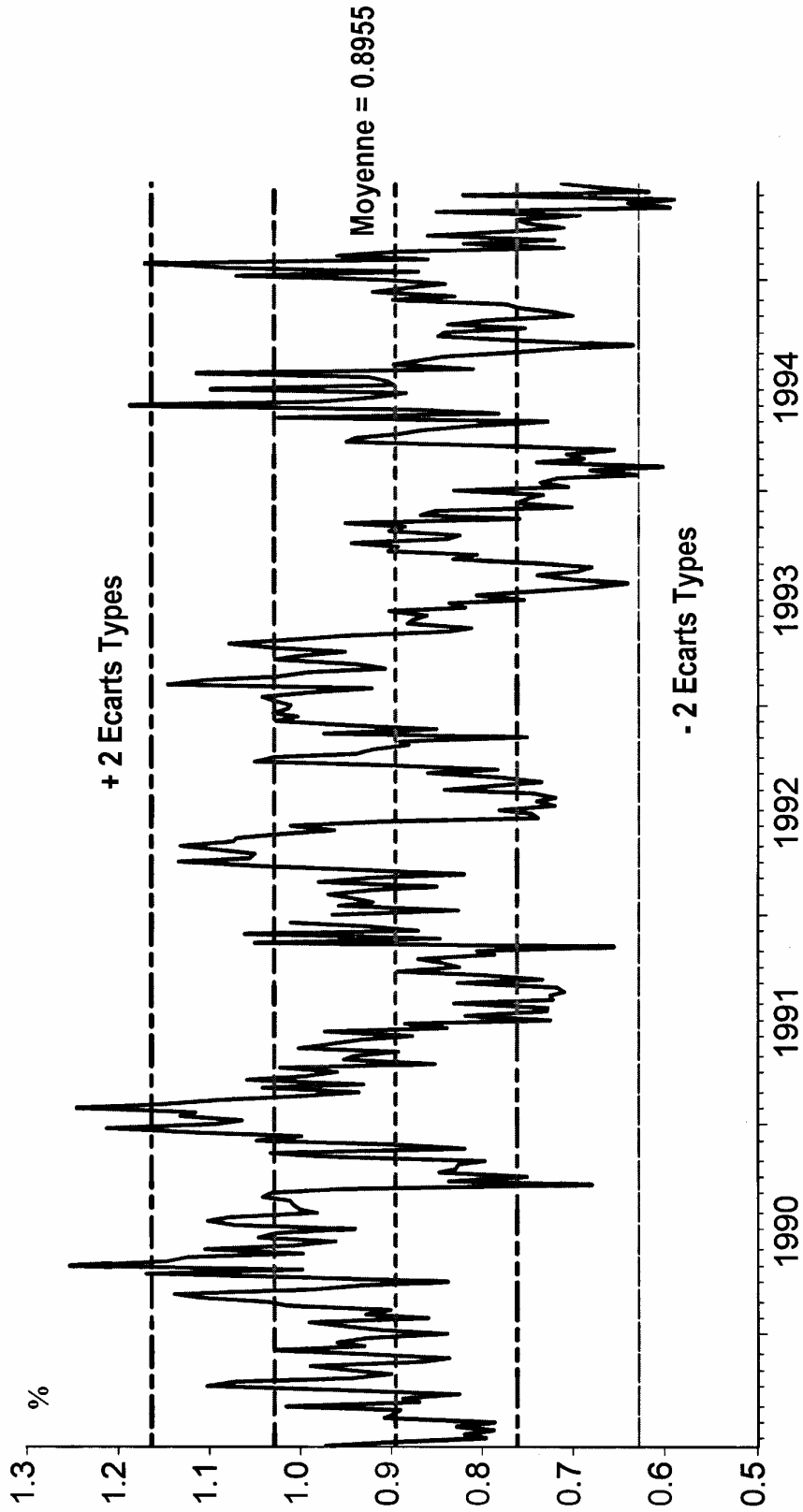
Échéance 10ans



Moyenne = 0.2942, écart type = 0.0501,

# Écart de rendement Québec- Canada

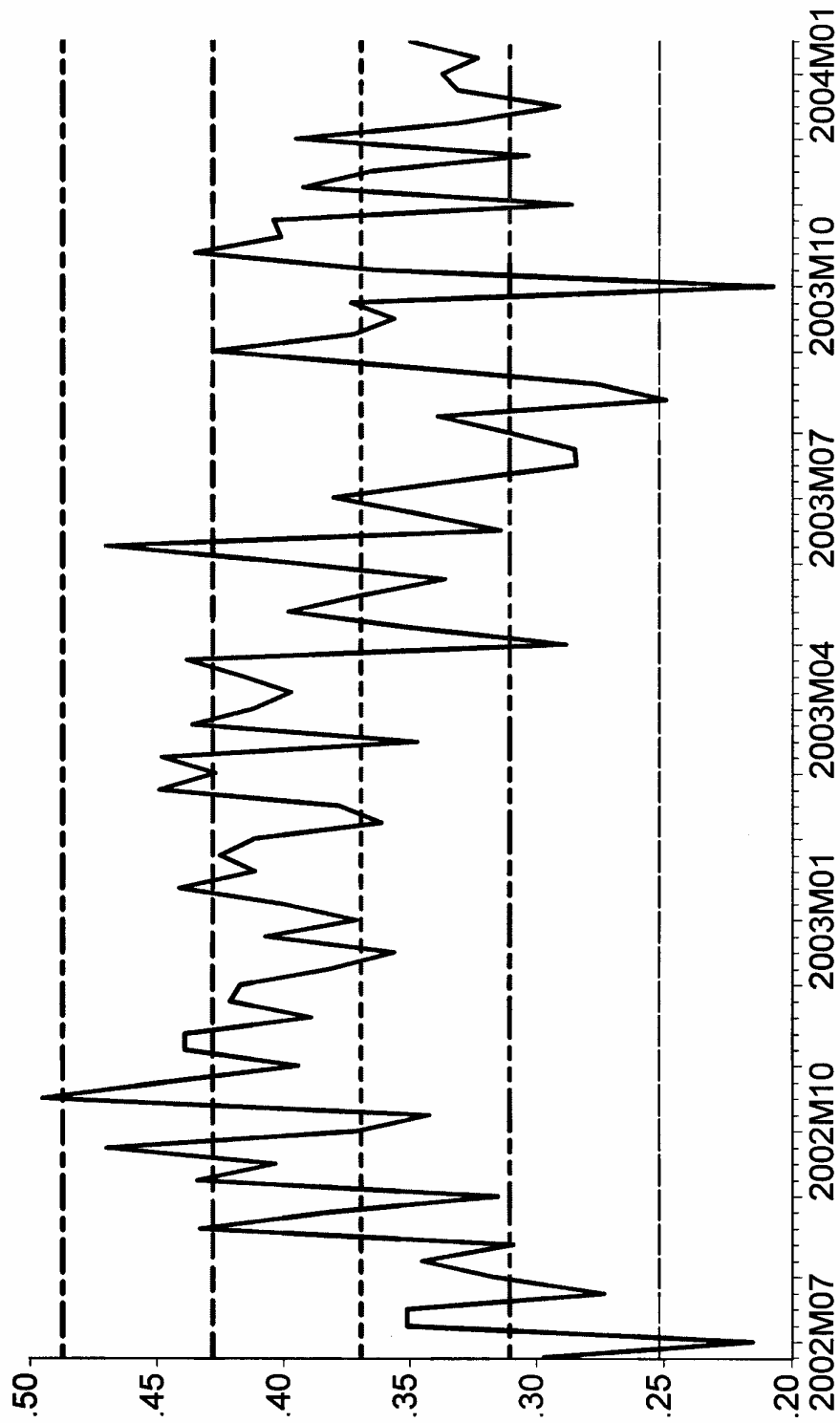
Échéance 10ans



Moyenne = 0.8955, écart type = 0.1337, ratio = 0.1492

# Écarts de rendement Québec- Canada

Échéance 10ans



Moyenne = 0.3692, écart type = 0.0589