

La Bourse du Québec

Rapatrifier le capital.

Une bourse est une infrastructure d'allocation du capital : elle détermine où l'épargne d'une société se transforme en investissement productif, et au profit de qui. Le parquet de Montréal remplissait cette fonction jusqu'à son absorption par le Groupe TSX en 2008. Il en reste un marché de produits dérivés. Ce qui a disparu, c'est le marché des actions ordinaires.

Toute entreprise québécoise souhaitant accéder au marché boursier doit désormais se soumettre aux règles et aux algorithmes de Toronto ou de New York. Un analyste basé à Bay Street n'a aucun intérêt économique à couvrir une PME manufacturière de la Mauricie ou une firme de génie-conseil de Québec : les volumes de transaction ne justifient pas l'effort. Il couvre Shopify et les grandes banques canadiennes. Ce biais est aggravé par la structure sectorielle du marché canadien : la couverture analytique du TSX se concentre historiquement sur les secteurs minier, pétrolier et bancaire, laissant les entreprises manufacturières, technologiques et de services de taille intermédiaire dans un angle mort indépendamment de leur province d'origine. Ce qu'on appelle les *small caps*, soit les sociétés dont la capitalisation boursière se situe entre 300 millions et 2 milliards de dollars, constituent précisément le segment le plus sous-couvert du marché canadien, et les entreprises québécoises (majoritairement des entreprises de taille moyenne) y sont surreprésentées.

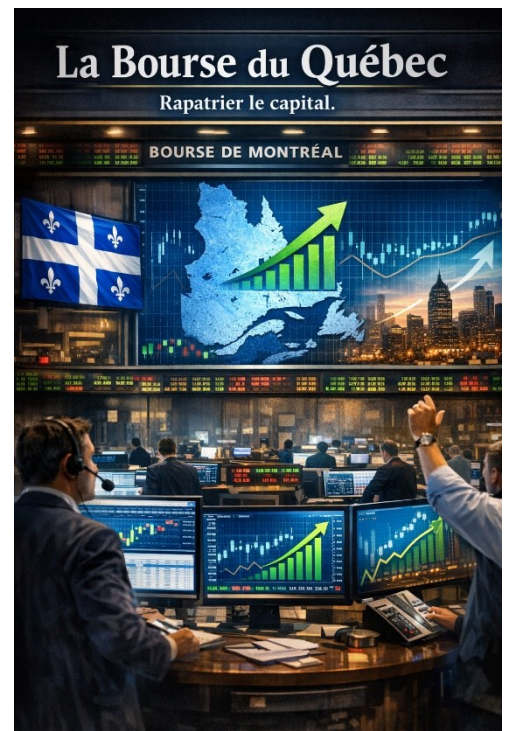
Pour comprendre l'enjeu, il faut distinguer deux fonctions d'une bourse. Le marché primaire est l'endroit où une entreprise émet des actions pour la première fois afin de lever du capital frais : un dollar d'épargne se transforme en machine, en laboratoire, en ligne de production. Le marché secondaire est l'endroit où ces actions s'échangent entre investisseurs existants, créant la liquidité, c'est-à-dire la capacité de revendre un titre rapidement et à un prix juste. Acheter une action dans un marché peu liquide ressemble à acheter une voiture de collection rare : l'actif a de la valeur, mais trouver un acheteur au bon moment peut prendre des mois. Revendre une Toyota Corolla prend quarante-huit heures parce que la demande est dense et constante. Les fonds de retraite exigent cette densité de marché : ils gèrent des milliards et ne peuvent se permettre d'être prisonniers d'un titre qu'ils ne pourraient céder sans en effondrer le prix.

La Caisse de Dépôt et Placement du Québec (CDPQ) gère environ 452 milliards de dollars d'actifs, dont seulement 20 % sont investis au Québec, soit environ 90 milliards. Plus de 360 milliards d'épargne québécoise travaillent ailleurs, conséquence logique d'un double mandat impossible à réconcilier sans cadre réglementaire contraignant : maximiser le rendement pour les retraités québécois tout en finançant l'économie locale. La Caisse ne remplit pas ce rôle : elle est un investisseur qui alloue du capital selon ses propres critères, sans transparence de prix ni mécanisme public de découverte de la valeur des entreprises, et elle ne peut absorber les besoins de financement des entreprises qui n'atteignent pas ses seuils minimaux d'investissement. Sans marché local suffisamment dense pour absorber ces capitaux à rendement compétitif, la Caisse n'a pas d'autre choix que de les déployer à l'étranger.

« *Les institutions financières ne sont pas des organisations philanthropiques. Elles vont là où le rendement les appelle.* » -- Jacques Parizeau, *Pour un Québec souverain*, Éditions VLB (1997).

Ce drainage de l'épargne a un coût direct sur la dette publique. Quand le gouvernement emprunte sur les marchés obligataires canadiens, il paie un *spread*, c'est-à-dire un écart de taux par rapport au gouvernement fédéral ou à l'Ontario. Cet écart oscille historiquement entre 20 et 50 points de base (un point de base équivaut à 0,01 % de taux d'intérêt). Sur une dette totale d'environ 225 milliards de dollars, un écart de 30 points de base représente 675 millions de dollars de surcoût annuel, versés à des créanciers extérieurs. Cet écart existe parce que la base d'investisseurs locaux est trop mince pour absorber les émissions obligataires québécoises sans recourir massivement aux marchés étrangers. Une bourse souveraine créant une demande interne dense pour les obligations du Québec exercerait une pression mécanique à la baisse sur cet écart. Cette dynamique serait renforcée par la Banque centrale du Québec, dont le rôle d'acheteur de dernier recours sur le marché des obligations d'État fournirait le plancher de stabilité que ce mécanisme requiert.

Le Plan québécois des infrastructures 2024-2034 identifie des investissements de plus de 150 milliards de dollars sur dix ans. Une bourse souveraine permettrait de financer une partie de ce montant par des instruments que le cadre canadien actuel ne favorise pas : obligations vertes, obligations d'infrastructure à rendement indexé, fonds de placement immobilier public. Oslo Børs a développé à partir des années 2010 un marché obligataire vert parmi les plus actifs d'Europe, permettant aux émetteurs norvégiens de financer des infrastructures énergétiques à des conditions que la profondeur du marché local rendait accessibles, indépendamment de toute directive du fonds souverain norvégien dont le mandat est distinct. Un réseau de points de souscription physiques, s'appuyant notamment sur l'infrastructure postale nationale, pourrait servir de point d'entrée pour les petits épargnants souhaitant souscrire à ces obligations, sur le modèle des livrets d'épargne postale qui ont financé les grands travaux publics en France et au Japon.



Des États souverains de taille comparable au Québec opèrent des bourses nationales fonctionnelles. Le Nasdaq Nordic regroupe Stockholm, Helsinki, Copenhague et Reykjavik. Euronext Dublin affichait en 2022 environ trente-trois sociétés à la cote principale pour une capitalisation d'environ 120 milliards d'euros, dans un pays de 5,1 millions d'habitants. Ces places licencient leur infrastructure technologique auprès de fournisseurs existants comme Nasdaq Technology : le coût de création d'une bourse souveraine est essentiellement réglementaire et humain, non technologique. Ces places offrent aux entreprises de taille intermédiaire un accès au capital dans un environnement réglementaire adapté, en langue nationale, avec des analystes connaissant le marché local.

Dans un Québec souverain, reconstituer ce marché nécessiterait une masse critique de titres cotés dès le départ. Les fonds de travailleurs, soit le Fonds de solidarité FTQ et Fondation, gèrent ensemble plus de 20 milliards de dollars d'actifs investis en entreprises québécoises. Une obligation réglementaire pourrait contraindre ces fonds à inscrire une quote-part de leurs participations sur le parquet local, garantissant un volume de transactions minimal dès le lancement. Ce mécanisme agit du côté de l'offre de titres. Du côté de la demande individuelle, le Québec dispose d'un précédent probant : le Régime d'épargne-actions, dit REA, actif de 1979 à 2005, permettait de déduire du revenu imposable une fraction des sommes investies dans des actions de sociétés québécoises cotées. À son apogée en 1987, il avait mobilisé près de 3 milliards de dollars d'épargne privée, avec un avantage fiscal pouvant atteindre 150 % du montant investi pour certaines catégories d'actions. Aboli en 2005 pour des critères d'éligibilité trop larges plutôt que pour son inefficacité, un régime souverain reformulé ciblerait exclusivement les *small caps* et les obligations d'infrastructure, créant la demande locale qui manquait à la version originale.

L'obligation de cotation locale produirait un effet collatéral sur la géographie des compétences financières. Une institution qui doit couvrir des titres cotés à Montréal doit y employer des analystes capables d'évaluer le risque propre au secteur forestier, à l'aéronautique ou aux entreprises d'intelligence artificielle dans leur contexte local. Les travaux de l'Institut de Recherche en Économie Contemporaine (IREC) publiés au début des années 2000 estimaient que **la part de Montréal dans l'emploi financier canadien avait reculé de plus de six points de pourcentage en deux décennies, au bénéfice direct de Toronto**. Cette obligation réglementaire inverserait mécaniquement cette tendance, non par déclaration d'intention, mais parce que la présence locale deviendrait une condition d'accès au marché.

Kindleberger démontrait dès 1974 que les grandes places financières sont des constructions institutionnelles délibérées, non des émergences spontanées du marché (*The Formation of Financial Centers*, Princeton Studies in International Finance). Les règles précèdent la liquidité ; la liquidité précède le capital ; le capital suit les règles.

L'Autorité des marchés Financiers (AMF), qui coordonne aujourd'hui ses règles avec les treize autorités provinciales via des instruments comme le Règlement 45-106, verrait son mandat étendu à la réglementation boursière nationale complète, sans harmonisation imposée par un cadre pancanadien dont le Québec ne serait plus tributaire.

L'objection de la taille mérite une réponse précise. Les marchés financiers obéissent à des économies d'échelle : plus un marché est grand, plus les coûts de transaction sont bas et plus les prix sont précis. Le NYSE et le Nasdaq dominent parce que leur liquidité est quasi illimitée. Mais la Bourse d'Helsinki couvre une économie de 300 milliards de dollars de PIB ; le Québec en représente environ 550 milliards. L'objectif d'une bourse québécoise souveraine n'est pas de concurrencer New York, mais d'assurer l'existence d'un marché primaire pour les entreprises entre 300 millions et 2 milliards de capitalisation (moyennes entreprises), segment que Toronto sous-couvre précisément parce qu'il ne génère pas les volumes dont ses analystes ont besoin. C'est ce segment, et uniquement ce segment, que la bourse nationale doit servir.

L'absence de ce mécanisme depuis 2008 produit des effets que les données rendent visibles : 675 millions de dollars de surcoût d'emprunt annuel, sous-évaluation des entreprises locales de taille intermédiaire, perte continue de compétences financières spécialisées au profit de Toronto. La période de transition vers la souveraineté comporterait un risque réel de sortie temporaire de capitaux, comme les épisodes référendaires de 1980 et 1995 l'ont illustré. La réponse à ce risque est séquentielle : la **Banque centrale** et le **cadre réglementaire de l'AMF souveraine** doivent être opérationnels avant le lancement de la bourse. **La bourse est le troisième pilier, pas le premier**. L'Islande a reconstruit un marché boursier fonctionnel en moins de cinq ans après l'effondrement bancaire de 2008 ; l'Irlande a développé ses institutions financières nationales sur huit ans après 1922 sans effondrement. Dans les deux cas, la stabilisation a suivi la clarification du cadre institutionnel, pas l'inverse. Un État sans bourse souveraine accepte que les décisions sur la destination de l'épargne de ses citoyens soient prises par des institutions dont les mandats sont orientés ailleurs. Une banque centrale qui ancre la monnaie nationale, un réseau postal qui collecte l'épargne jusqu'au dernier rang, une bourse qui transforme cette épargne en capital déployé selon des priorités définies ici : ces trois institutions forment un circuit fermé. Briser l'un de ses maillons, c'est accepter que la richesse produite au Québec aille se faire fructifier ailleurs.

Louis-Martin Carrière