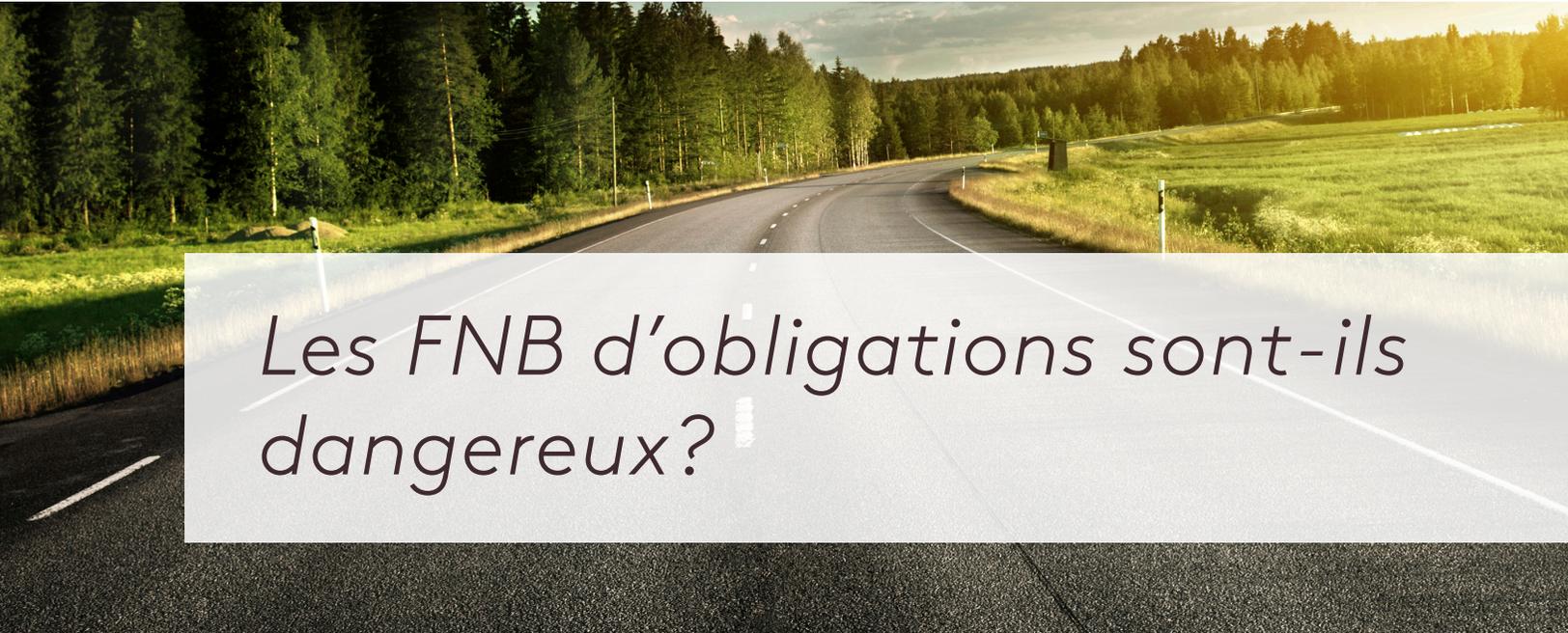


PWL

LONGUE VIE À VOTRE ARGENT



Les FNB d'obligations sont-ils dangereux?

Résumé

Les FNB d'obligations sont-ils des instruments de placement solides ou fragiles? Dans la présente analyse, nous définissons quatre scénarios dans lesquels une faille dans la structure des FNB pourrait entraîner une perte importante pour les investisseurs. Nous abordons les raisons pour lesquelles certains observateurs nourrissent des inquiétudes à l'égard des FNB d'obligations en particulier. Nous décrivons comment les FNB d'obligations se négocient et nous évaluons le risque de dislocation. Les constatations de notre analyse renforcent incontestablement l'idée que les FNB d'obligations sont généralement solides.

Raymond Kerzérho, MBA, CFA

Directeur de la recherche

PWL CAPITAL INC.

Mai 2016

Nous remercions Rob Bechard, Dan Bortolotti, Tyler Chapman, Mario Cianfarani, Glenn Goucher, Alan Green, Alfred Lee, Matthew Montemuro and Marion Munoz pour leurs judicieux commentaires.

Ce rapport a été rédigé par Raymond Kerzérho, PWL Capital inc. Les idées, opinions et recommandations contenues dans le présent document sont celles de l'auteur et ne représentent pas nécessairement les vues de PWL Capital inc.

© PWL Capital inc.

Tous droits réservés. Aucune partie de cette publication ne peut être reproduite sans l'autorisation préalable écrite de l'auteur et/ou PWL Capital. PWL Capital souhaiterait recevoir une copie de toute publication ou matériel qui utilise ce document comme source. Veuillez citer ce document comme suit :

Raymond Kerzérho, *Directeur de la recherche*, PWL Capital inc. « *Les FNB d'obligations sont-ils dangereux?* »

Pour plus d'informations sur cette publication ou d'autres publications de PWL Capital, veuillez communiquer avec :

PWL Capital – Montréal, 3400 de Maisonneuve ouest., bureau 1501, Montréal, Québec H3Z 3B8

Tél 514 875-7566 • 1-800 875-7566 **Fax** 514 875-9611

info@pwlcapital.com



Ce rapport est publié par PWL Capital inc. à titre informatif seulement. Les informations qui ont servi à bâtir ce rapport sont disponibles sur demande. Avant d'effectuer un placement ou d'adopter une stratégie de placement, chaque investisseur devrait évaluer ses objectifs avec son conseiller en placement. Les opinions exprimées dans ce document représentent le jugement de PWL Capital inc. à la date indiquée sur celui-ci; elles sont modifiables sans avis et elles sont fournies de bonne foi, mais sans responsabilité à l'égard des erreurs ou omissions que pourrait contenir ce document. Les renseignements contenus dans les présentes ont été puisés auprès de sources que nous considérons dignes de foi, mais ni PWL Capital inc. ni ses employés, ses agents ou ses fournisseurs de renseignements ne peuvent garantir leur exactitude ou leur intégralité.

Ces 15 dernières années, les fonds négociés en bourse (FNB), qui étaient des instruments financiers en forte croissance mais relativement marginaux, sont devenus une composante majeure des marchés financiers, et ils représentent aujourd'hui des actifs de près de 3 billions de dollars¹ à l'échelle mondiale. La prolifération récente de nouvelles stratégies de FNB a attiré l'attention des observateurs et des organismes de réglementation. Plusieurs observateurs ont ainsi exprimé leurs inquiétudes à l'égard de dislocations potentielles sur le marché des FNB qui entraîneraient des pertes importantes pour les investisseurs. Certaines de ces inquiétudes concernent plus particulièrement les FNB d'obligations. Nous passons ici en revue les failles présumées de ces derniers. Aux fins de notre analyse, nous nous sommes principalement appuyés sur des discussions avec des participants du marché, qu'ils appartiennent ou non au secteur des FNB.

Dans la première section, nous définissons la dislocation. Dans la deuxième, nous explorons les raisons des inquiétudes particulières suscitées par les FNB d'obligations. Dans la troisième, nous présentons la structure des transactions liées aux FNB d'obligations. Dans la quatrième, nous examinons les failles présumées de ces FNB. La cinquième discute de ce qui est arrivé aux FNB d'obligations lors de la crise financière de 2008-2009. La section 6 récapitule les faits mis au jour dans ce rapport et propose des recommandations pour minimiser le risque et maximiser le rendement associé aux FNB d'obligations.

1. Qu'est-ce que la dislocation d'un produit?

Aux fins de notre analyse, nous définissons la dislocation d'un produit comme un événement au cours duquel les investisseurs d'un FNB d'obligations subissent **une perte importante en raison d'une faille dans la structure du FNB**. Nous nous penchons ainsi sur quatre scénarios de dislocation :

- L'investisseur subit une perte permanente majeure due à la structure du FNB.
- La structure du FNB empêche l'investisseur de vendre une position pendant plusieurs jours ou plus longtemps.
- L'investisseur achète une position à une prime extrême ou vend une position à un escompte extrême par rapport à la juste valeur des parts.
- L'investisseur reçoit un traitement inéquitable par rapport aux autres porteurs de parts du FNB.

2. Pourquoi les FNB d'obligations suscitent-ils des inquiétudes?

Pour bien comprendre le marché des obligations, on le compare au marché des actions. S'il y a une seule action ordinaire par émetteur, il peut y avoir plusieurs émissions d'obligations en circulation en même temps pour un même émetteur, chacune possédant ses propres caractéristiques. D'où la très grande diversité des obligations comparativement aux actions. Par exemple, la Banque Royale du Canada a une action ordinaire, mais la liste de ses obligations en circulation couvre plusieurs dizaines de pages!

Par ailleurs, les actions s'échangent sur un marché central (marché boursier), alors que les obligations sont négociées principalement sur un réseau d'investisseurs et de courtiers qui concluent des transactions directement entre eux. Au Canada, les transactions sont privées et l'information sur les transactions passées n'est pas rendue publique. C'est différent aux États-Unis où, bien qu'une grande partie des transactions aient lieu directement en dehors d'un marché central, les courtiers en valeurs mobilières ont l'obligation de rendre publiques leurs transactions sur les obligations.

En raison du nombre d'émissions et de l'absence d'un marché central, le marché obligataire est plus fragmenté que celui des actions. De plus, les courtiers disposent de stocks d'obligations importants et jouent un rôle majeur dans la liquidité du marché. Par exemple, si un investisseur veut vendre 1 million de dollars d'une obligation donnée, il s'adressera au courtier. Si le courtier a un autre client qui veut acheter la même obligation, il procédera à ce qu'on appelle une « transaction pour compte de tiers ». Compte tenu de la multiplicité des émissions, il est cependant rare qu'il y ait un vendeur et un acheteur d'une même obligation en même temps et pour une quantité semblable. Par conséquent, la plupart du temps, le courtier

¹ Source : Morningstar Direct. Données en dollars US.

achète lui-même l'obligation au client et la met dans son stock. C'est le même principe quand un investisseur veut acheter : le courtier vend l'obligation qu'il a en stock ou, s'il ne l'a pas, il peut choisir de la vendre à découvert.

Après la crise financière de 2008-2009, les organismes de réglementation ont obligé les courtiers en valeurs mobilières (au Canada, ces courtiers sont essentiellement les grandes banques) à réduire le risque en diminuant leurs stocks. Certains observateurs craignent que cette diminution des stocks nuise à la liquidité du marché obligataire et mène à un « gel du marché » qui empêcherait les investisseurs de vendre leurs obligations. Et certains semblent penser qu'un tel gel pourrait déboucher sur l'effondrement des FNB d'obligations. **À l'heure actuelle, aucune explication sensée ne permet de supposer qu'un effondrement des FNB d'obligations aurait lieu.**

3. Comment se déroule une transaction sur FNB d'obligations?

Il existe deux types de transactions sur FNB :

- A) **Sur le marché secondaire** : Les parts existantes de FNB sont négociées directement en bourse. La transaction peut avoir lieu entre deux investisseurs ou entre un investisseur et un teneur de marché. **Environ 80 % à 85 % des transactions sur FNB d'obligations sont effectuées sur le marché secondaire.**²
- B) **Sur le marché primaire** : Les transactions sur le marché primaire ont lieu quand les ordres sur un FNB sont trop volumineux pour être satisfaits par les échanges existants ou quand un écart entre le FNB et ses obligations sous-jacentes permet un profit d'arbitrage. Dans ce cas, le **courtier désigné³ (CD)** devra créer ou racheter des parts du FNB. Le **fournisseur de FNB⁴** est un autre acteur important du processus de création et de rachat des FNB. Chaque jour, il définit le « **panier** » de titres requis pour créer ou racheter une part. Certains FNB d'obligations détiennent plusieurs centaines d'obligations, et un panier représente un sous-ensemble du portefeuille et comprend généralement de 15 à 40 obligations liquides. Le panier évolue dans le temps afin de refléter un portefeuille assez diversifié qui reproduise l'indice de référence et de minimiser les erreurs de réplcation.

Le processus de création des parts par le CD s'amorce lorsqu'il y a eu un ordre d'achat important d'un client. Le CD communique alors avec plusieurs **services des obligations⁵** (y compris celui de sa propre banque) afin de se procurer le panier d'obligations au meilleur prix possible. Une fois cet achat effectué, le CD livre le panier d'obligations au fournisseur du FNB et reçoit en échange de nouvelles parts du FNB. Il remet ensuite ces parts au client en échange du montant d'achat. La différence de prix entre le panier et les parts du FNB représente le profit ou la perte du CD.

Lorsque le CD rachète des parts, il achète des parts à un investisseur, les remet au fournisseur du FNB en échange d'un panier d'obligations, puis vend les obligations à un service des obligations au prix le plus élevé possible. Ici, l'écart entre le prix du panier et le prix des parts du FNB représente le profit ou la perte du CD.

4. Faillites présumées des FNB d'obligations

Dans cette section, nous essayons d'analyser les principales préoccupations, perçues ou réelles, concernant les FNB d'obligations.

² Zapior, J., Atagu, E., *Five Interesting Questions about FI ETFs*, CIBC Spotlight on ETFs, mars 2016.

³ Le **courtier désigné** est un teneur de marché qui a le pouvoir de créer et de racheter des parts de FNB. Le CD est généralement employé par l'une des grandes banques.

⁴ Le **fournisseur de FNB** est la société qui gère le portefeuille de FNB (par exemple iShares, Vanguard et FNB BMO).

⁵ Le **service des obligations** est l'unité d'affaires d'une société de courtage en valeurs mobilières (par exemple, RBCDVM, Financière Banque Nationale, Goldman Sachs) qui gère son stock d'obligations et assure la contrepartie des ordres d'achat et de vente des investisseurs.

- A) **Effondrement complet de la structure des FNB.**⁶ Nous ne voyons pas comment un tel scénario pourrait se produire, car même si le marché secondaire (marché boursier) et le marché primaire (marché obligataire) gelaient en même temps, les porteurs de parts de FNB conserveraient toujours un droit de propriété sur les portefeuilles d'obligations. Dès que les marchés reviendraient à la normale, les investisseurs pourraient récupérer leur investissement.
- B) **Gel du marché secondaire et du marché primaire.** Cette situation est similaire à une ruée sur les banques : tout le monde veut vendre en même temps et personne ne veut acheter. Ici aussi, on peut supposer qu'une telle disparition de la liquidité serait de courte durée. C'est arrivé en 2008. Le marché des obligations de sociétés est devenu très illiquide, avec un effondrement des volumes de transactions. Mais pendant cette période de pression extrême, le marché des FNB d'obligations n'a jamais cessé de fonctionner. D'autres événements plus récents sur les marchés ont été encore plus favorables aux FNB d'obligations.

En 2014-2015, l'effondrement des prix du pétrole a mis une pression extrême sur le marché des obligations à rendement élevé, en raison du recul rapide de la solvabilité des émetteurs du secteur de l'énergie. Selon plusieurs sources, le marché des obligations à rendement élevé est devenu, à plusieurs reprises, illiquide, un très petit nombre de transactions ayant lieu. Exactement au même moment, le volume de transactions sur les FNB d'obligations à rendement élevé a monté en flèche, plusieurs investisseurs transférant leurs activités de négociation là où il y avait de la liquidité : sur le marché des FNB. Pendant les périodes de contraintes sur les marchés, les FNB d'obligations de sociétés deviennent un instrument privilégié pour les investisseurs qui souhaitent acheter ou vendre des obligations de sociétés.

Il reste qu'un gel ou un arrêt du marché des FNB d'obligations est toujours possible. Cependant, la solution à ce problème ne réside pas dans le fait de détenir des obligations directement ou par l'intermédiaire d'un fonds commun de placement : si le marché obligataire gèle, il sera gelé pour tous les investisseurs, pas seulement pour les porteurs de parts de FNB.

- C) **Un ordre d'achat ou de vente important sur un FNB ne peut pas être absorbé par le marché et ne peut pas être exécuté.**

Tout d'abord, chaque jour, malgré leur volume important, les FNB représentent rarement plus de 2 % du volume des titres sous-jacents. Prenons un exemple sur le marché des FNB d'actions. Le volume quotidien sur le *SPDR S&P500* est énorme, car ce FNB est régulièrement l'un des titres les plus échangés sur les marchés boursiers américains. Le titre le plus représenté dans ce FNB est Apple, qui représente 3,2 % du S&P 500; par conséquent, le volume sur Apple lié au SPDR est d'au plus 3,2 % du volume du SPDR. De plus, au moins 80 % de ce volume est négocié sur le marché secondaire des FNB et ne donne lieu ni à créations ni à rachats. En résumé, les négociations liées aux FNB ont peu ou pas d'impact sur les prix des actions individuelles. Le même raisonnement s'applique aux FNB d'obligations. Qu'il s'agisse du montant de la capitalisation ou du volume des transactions, le marché des FNB d'obligations est assez petit comparativement aux marchés des obligations sous-jacentes. La crainte que les FNB d'obligations deviennent un jour « trop gros » est donc infondée.

Le deuxième point important concernant les ordres importants est que les investisseurs qui placent ce type d'ordres sont expérimentés et savent qu'ils nécessitent une collaboration avec le CD, le fournisseur du FNB et, indirectement, avec les services des obligations, surtout quand ces ordres importants sont complexes. Les créations majeures sont parfois réalisées sur plusieurs jours. Comme pour le placement d'un ordre important sur le marché sous-jacent, il peut être plus prudent de placer des ordres importants pour un FNB dans le temps. Les investisseurs qui placent ces ordres savent qu'il faut trouver un compromis entre l'exécution immédiate et l'atténuation de l'impact sur le marché, comme pour tout ordre d'envergure sur le marché sous-jacent.

⁶ Cette section est documentée sur la base de discussions avec des experts de iShares, Vanguard et BMO.

Enfin, le rachat de parts de FNB implique la vente d'un nombre limité de titres qui composent le panier, et pas de tous les titres en portefeuille. Le panier de titres est choisi chaque jour (et il est parfois modifié durant la séance) pour minimiser les erreurs de réplication et fournir une solution pour la création ou le rachat de parts de FNB. En conséquence, le fait qu'un FNB puisse détenir des titres moins liquides ne l'empêche pas de procéder à des créations et à des rachats efficacement.

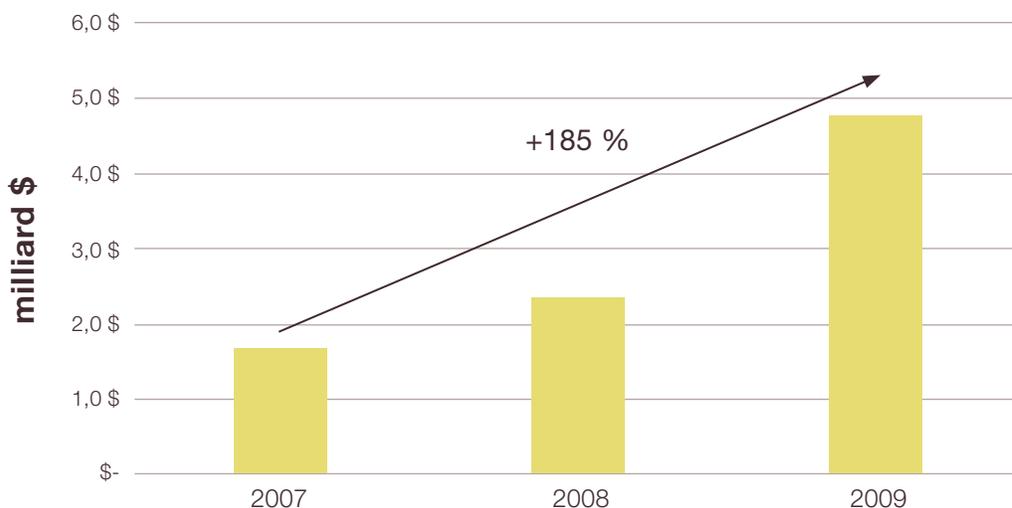
- D) **Un porteur de parts important achète ou vend un bloc de parts de FNB à des conditions très avantageuses, ce qui entraîne une perte de valeur pour les autres porteurs de parts.** Selon nos sources, l'écart acheteur-vendeur sur les FNB d'obligations est souvent étroit, même pendant les périodes de fortes tensions. La combinaison d'écarts acheteur-vendeur étroits et de volumes élevés indiquent que le prix est juste. De plus, selon une récente analyse de Vanguard pour la période allant de juillet 2012 à juin 2015, sur le marché américain, l'obligation de société de qualité investissement médiane s'est négociée à une prime comprise entre 0,30 % et 0,40 % et le FNB d'obligations de sociétés à rendement élevé médian s'est négocié à une prime inférieure à 0,20 %. Les FNB d'obligations gouvernementales se sont négociés à une prime médiane d'environ 0,05 %. Ces primes ne sont pas idéales, mais elles peuvent toutefois être en partie réduites en effectuant les transactions de FNB d'obligations soigneusement.

5. Qu'est-il arrivé aux FNB d'obligations en 2008-2009?

Les lectures que nous avons faites et les acteurs de l'industrie avec lesquels nous avons discuté arrivent souvent à une même conclusion : pendant la crise financière, les FNB d'obligations de sociétés (qualité investissement et rendement élevé) étaient souvent plus liquides que le marché des titres sous-jacents.

Autre argument favorable à la viabilité des FNB d'obligations : si ces FNB existaient avant 2008, c'est vraiment pendant la crise financière que les investisseurs les ont adoptés. Le graphique 1 ci-dessous présente les actifs sous gestion de tous les FNB d'obligations en circulation sur le marché canadien à la fin de 2007 (avant la crise), de 2008 et de 2009 (après la crise). Les actifs sous gestion ont augmenté de 185 % pendant la période la plus turbulente que nous ayons connue en 70 ans.

GRAPHIQUE 1 : ACTIFS DES FNB D'OBLIGATIONS CANADIENS ENTRE 2007 ET 2009⁷



Source : Morningstar Direct.

⁷ Au 31 décembre chaque année.

6. Conclusion et recommandations

Nous avons analysé un maximum de failles potentielles dans la structure des FNB d'obligations. Notre étude n'a révélé aucune faiblesse majeure. Au contraire, elle a renforcé notre confiance dans la structure des FNB d'obligations. Voici pourquoi :

- Les transactions ont surtout lieu sur le marché secondaire et n'impliquent pas l'achat ou la vente d'obligations réelles.
- Les grandes transactions se déroulent dans le temps; personne ne s'attend à ce qu'une création ou un rachat d'obligations très important ait lieu instantanément sans une nette concession sur le prix.
- Les écarts acheteur-vendeur sont généralement étroits.
- Le panier d'obligations d'un FNB (utilisés pour les créations et les rachats) est plus étroit et plus liquide que le portefeuille correspondant du FNB.
- Le processus de création/rachat et la concurrence entre les fournisseurs de FNB, les courtiers désignés et d'autres teneurs de marché incitent les participants du marché à évaluer les FNB adéquatement et à minimiser les erreurs de réplification.
- Alors que le marché était au plus mal, durant la crise financière de 2008-2009, les FNB d'obligations se négociaient activement et ont gagné en popularité.
- Au fil des ans, aucune des affirmations sur la fragilité présumée des FNB d'obligations n'a été prouvée par les faits.

Bien que le la plupart des FNB d'obligation soit structurellement robuste, la prudence est toujours de mise. Afin de réaliser le meilleur placement possible en FNB d'obligations, nous proposons les stratégies suivantes :

- **Inspectez le contenu du portefeuille.** Comme tout autre véhicule de placement, la qualité d'un FNB d'obligations se définit d'abord et avant tout par celle de son contenu. Quelle est la proportion d'obligations gouvernementales de première qualité en portefeuille? Quelle est la proportion d'obligations (souvent plus risquées) d'entreprises? Y a-t-il des concentrations importantes dans les titres d'un émetteur ou d'un secteur en particulier? Y a-t-il des obligations exotiques telles que les titres adossés à des actifs? Dans un solide portefeuille d'obligations, qualité et diversité vont de pair.
- **Transigez avec soin.** Faites l'acquisition de FNB d'obligations présentant la plus faible prime possible au-delà de la valeur nette de l'actif et si possible, présentant un escompte. Utilisez des ordres limite et évitez les ordres au marché. Exécutez les transactions lorsque le marché est stable.
- **Marché secondaire actif.** Lorsque vous avez le choix entre plusieurs FNB d'obligations qui cadrent avec vos objectifs de placement, optez de préférence pour celui affichant le marché secondaire le plus actif. Cela vous permettra d'éviter de passer par le processus de création et de rachat de parts, lequel entraîne des frais de transaction additionnels.

Références

1. Angel, J., Broms, T., Gastineau, G., *ETF Transactions Costs Are Often Higher Than Investors Realize*, The Journal of Portfolio Management, Spring 2016.
2. Hill, J., Nadig, D., Hougan, M., *A Comprehensive Guide to Exchange Traded Funds (ETFs)*, CFA Institute Research Foundation, 2015.
3. Investment Company Institute, 2015 Investment Company Factbook, 2016.
4. Lau, A., Flaherty, M., *ETF companies boost bank credit lines amid liquidity concern*, Reuters, mai 2015.
5. Morgan Stanley ETF Insight, *Debunking HY Credit Myths*, mai 2015.
6. The Vanguard Group, *ETF Perspectives*, hiver 2016.
7. Tucker, M., Laippy, S., *Fixed Income ETFs and the Corporate Bond Liquidity Challenge*, Blackrock, 2014.
8. Zapior, J., Atagu, E., *Coming of Age? Canadian FI ETFs*, CIBC Spotlight on ETFs, janvier 2016.
9. Zapior, J., Atagu, E., Gil, C., *A Day on the ETF Trading Desk*, CIBC Spotlight on ETFs, février 2016.
10. Zapior, J., Atagu, E., *Five Interesting Questions about FI ETFs*, CIBC Spotlight on ETFs, mars 2016.



Raymond Kerzérho, MBA, CFA
Directeur de la recherche

PWL CAPITAL INC.

raymondk@pwlcapital.com
www.pwlcapital.ca/Kerzerho-blogue

La gestion de portefeuille et les services de courtage sont offerts par **PWL Capital Inc.**, laquelle est réglementée par l'*Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières* (OCRCVM) et est membre du *Fonds canadien de protection des épargnants* (FCPE).

La planification financière et les produits d'assurance sont offerts par **PWL Conseil Inc.**, laquelle est réglementée en Ontario par la *Commission des services financiers de l'Ontario* (CSFO) et au Québec par l'*Autorité des marchés financiers* (AMF). **PWL Conseil Inc.** n'est pas membre du FCPE.

PWL

LONGUE VIE À VOTRE ARGENT

PWL Montréal

3400 de Maisonneuve ouest
Bureau 1501
Montréal, Québec
H3Z 3B8

T 514.875.7566
1-800.875.7566

F 514.875.9611
info@pwlcapital.com

www.pwlcapital.ca/Montreal

PWL Ottawa

265 Carling Avenue
Suite 401
Ottawa, Ontario
K1S 2E1

T 613.237.5544
1-800.230.5544

F 613.237.5949
ottawa@pwlcapital.com

www.pwlcapital.com/Ottawa

PWL Toronto

8 Wellington Street East
Mezzanine Level
Toronto, Ontario
M5E 1C5

T 416.203.0067
1-866.242.0203

F 416.203.0544
toronto@pwlcapital.com

www.pwlcapital.com/Toronto

PWL Waterloo

20 Erb St. W,
Suite 506
Waterloo, Ontario
N2L 1T2

T 519.880.0888
1.877.517.0888

F 519.880.9997
waterloo@pwlcapital.com

www.pwlcapital.com/Waterloo