

REVUE DES MARCHÉS - ÉTAT DES LIQUIDITÉS DES OBLIGATIONS DE SOCIÉTÉS

Depuis plus de 45 ans, Gestion d'actifs CIBC est un chef de file de la gestion des titres à revenu fixe. En cette période de volatilité des marchés, nous nous engageons à partager certaines de nos réflexions pour aider nos investisseurs à naviguer dans ces eaux troubles.

Rééquilibrage d'un portefeuille diversifié

Lorsque des mouvements importants des marchés se produisent, il est possible de rajuster les pondérations neutres du portefeuille en fonction de lignes directrices stratégiques préétablies.

À long terme, cette activité tire naturellement parti des baisses et force les investisseurs à opter pour des achats périodiques par sommes fixes. Ce que l'on oublie souvent, ce sont les effets des perturbations importantes du marché sur les véritables valeurs marchandes d'un portefeuille de titres à revenu fixe.

Lors d'événements extrêmes, la valeur des titres à revenu fixe peut sembler en apparence inchangée, mais en réalité, les titres de créance des gouvernements pourraient s'être nettement redressés et ceux des sociétés pourraient avoir été liquidés.

De plus, le contexte commercial actuel et les cours du marché ne sont souvent pris en compte dans l'indice que de façon décalée.

En résumé

- Le marché des obligations de sociétés a été paralysé et les mécanismes habituels d'approvisionnement en liquidités ont fait défaut à l'échelle du secteur.
- Partout dans le monde, les banques centrales ont commencé sérieusement à remédier à ces problèmes, mais elles devront poursuivre leurs efforts, et nous pensons qu'elles le feront.
- D'ici là, il restera difficile et coûteux de vendre sur le marché des obligations de sociétés.
- Les investisseurs devraient envisager sérieusement de puiser des liquidités d'autres segments plus liquides de leur portefeuille, dans la mesure du possible, jusqu'à ce que ces perturbations du marché se résorbent.

Perturbations du marché

Les économies et les marchés subissent un choc très important. Les répercussions de l'éclosion du virus de la COVID-19 ont continué d'évoluer en passant d'un choc sur la demande, centré sur la Chine et avec des perturbations importantes sur les chaînes d'offre mondiales, à un phénomène économique d'envergure planétaire. Une guerre des prix du pétrole, qui envenime la situation, a éclaté au début du mois de mars entre deux des principales superpuissances pétrolières du monde, l'OPEP et la Russie. Ce conflit découle d'un désaccord sur la future gestion de l'offre de pétrole, dans un contexte d'affaiblissement de la demande causé par le coronavirus.

Du point de vue du marché, le résultat net a été une augmentation importante de la volatilité, une importante dislocation des prix et des signes de tensions sur le marché du crédit associées aux préoccupations du marché en matière de possible insuffisance de liquidités en dollars américains. Les marchés financiers ont commencé à prendre en compte un choc profond sur la demande mondiale, avec une probabilité accrue de récession mondiale qui persistera au-delà de la deuxième moitié de 2020.

Dans ce contexte, les marchés des titres à revenu fixe connaissent des niveaux d'illiquidité sans précédent. Les acteurs du marché sont craintifs, les stocks des négociants sont en baisse depuis la grande crise financière, et la négociation est biaisée dans une direction. À certains égards, nous observons aujourd'hui sur les marchés du crédit des perturbations semblables à celles que nous avons connues pendant la crise de 2007-2009, mais avec quelques différences importantes.

En même temps que les marchés des obligations de sociétés sont soumis à des tensions, les investisseurs vendent des actifs de portefeuille et se tournent vers la sécurité des fonds du marché monétaire, comme le montre la figure 1.

Figure 1 – Actif net total de tous les fonds du marché monétaire américain, ICI (en milliers de milliards de \$ US)



Source : Bloomberg, au 23 mars 2020.

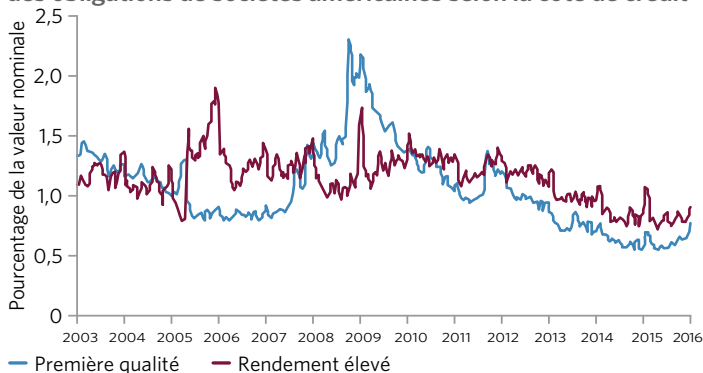
Dans cette revue, nous décrivons l'état des liquidités du marché des obligations de sociétés, la façon dont nous analysons et gérons les défis actuels, et pourquoi nous croyons que le passage des obligations de sociétés au marché monétaire et aux équivalents de trésorerie n'est pas la meilleure façon de procéder à l'heure actuelle.

Comment la situation actuelle se compare-t-elle à la crise du crédit?

Contrairement aux actions, les obligations se négocient hors cote plutôt qu'en bourse. Ce système fonctionne bien dans des conditions de marché normales. Toutefois, en période de tensions extrêmes sur les marchés, les courtiers en valeurs mobilières élargissent l'écart entre leurs cours acheteur et vendeur en raison du manque de transparence des cours sur un marché hors cote. De plus, la confiance des marchés évolue si rapidement, même au cours d'une même journée, que le fait d'inventorier des obligations pendant de courtes périodes avant de trouver un acheteur peut exposer les courtiers à d'importantes pertes potentielles si le marché accuse un mouvement rapide en leur défaveur. Par conséquent, l'écart entre les cours acheteur et vendeur en pourcentage de la valeur nominale d'une obligation nouvellement émise augmente considérablement pendant les périodes difficiles, comme le montre la figure 2.

Bien qu'il s'agisse de données des États-Unis, nous observons des tendances semblables au Canada, avec des écarts en pourcentage de la valeur nominale à des niveaux semblables, voire supérieurs, aux sommets atteints en 2008.

Figure 2 – Écart entre les cours acheteur et vendeur des obligations de sociétés américaines selon la cote de crédit



Source : Réserve fédérale de New York, utilisant les données de TRACE et de Mergent.

Qu'est-ce qui est différent aujourd'hui?

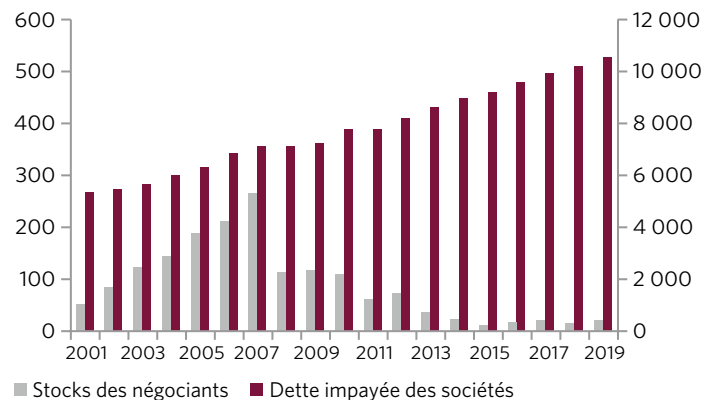
Les stocks des négociants ne sont plus là pour fournir des liquidités au marché

Avant 2008, les négociants affichaient des stocks importants dans leur bilan. Cela a facilité la négociation bidirectionnelle à des écarts raisonnables entre les cours acheteur et vendeur. Après la grande crise financière, des cadres réglementaires comme la règle Volcker ont été établis afin de limiter les opérations exclusives des banques d'investissement et de hausser les exigences en matière de capital pour les courtiers qui détiennent des obligations dans leur bilan. Cette capacité d'accumuler des stocks lorsque les acteurs du marché cherchent à vendre à l'unisson a permis de relâcher les tensions en période de repli du marché.

Nous nous trouvons maintenant dans une structure de marché où les exigences de capital sont élevées pour les courtiers qui détiennent des obligations de sociétés, ce qui est aggravé par les préoccupations macroéconomiques plus vastes qui poussent les banques d'investissement à accumuler des capitaux.

Les courtiers ont beaucoup moins envie d'accroître le risque à ces égards, alors ils négocient des obligations (c'est-à-dire qu'ils achètent des obligations auprès des acteurs du marché seulement lorsqu'ils trouvent quelqu'un à qui vendre), ce qui entraîne une réduction plus importante du cours des obligations afin de trouver un acheteur. Ce manque de soutien de la part des courtiers envers les obligations de sociétés survient à un moment où les faibles taux de rendement ont contribué à une hausse de la dette des sociétés.

Figure 3 – Dette des sociétés américaines et stocks des négociants (en milliards de dollars US)



Source : Gestion d'Actif J.P. Morgan.

Que font les banques centrales pour répondre aux contraintes de liquidités?

La situation évolue au moment même où nous rédigeons ces lignes, mais les décideurs politiques ont mis en œuvre un certain nombre d'initiatives politiques importantes au cours des dernières semaines, notamment au cours de la fin de semaine passée (du 14 au 15 mars). Parmi celles-ci, notons d'importantes réductions des taux directeurs, la Réserve fédérale américaine faisant passer le sien à zéro, et le Canada réduisant le sien de 75 points de base. De plus, les banques centrales ont considérablement augmenté la quantité de liquidités dans le

système financier, notamment par l'intermédiaire de prises en pension, de swaps de devises et de facilités d'achat d'obligations de sociétés dans certains territoires, et ont réduit les ratios des exigences de fonds propres et de réserves des banques. Toutes ces mesures visent à faciliter les prêts à l'économie réelle, à limiter au maximum le risque de manque de financement et à soutenir de façon générale le bon fonctionnement des marchés pendant la période actuelle de perturbations.

En ce qui concerne le Canada en particulier, la Banque du Canada, l'organisme de réglementation des banques, et le gouvernement ont pris une foule de mesures pour soutenir le fonctionnement des marchés du crédit. Ces mesures comprennent notamment un filet de sécurité pour le marché des acceptations bancaires, un outil essentiel que les entreprises utilisent pour le financement à court terme, et un soutien au financement bancaire au moyen d'un programme d'achat de prêts hypothécaires assurés.

Contrairement aux autres grandes banques centrales du monde, la Banque du Canada n'a pas encore lancé de nouvelle salve de mesures d'assouplissement quantitatif. Toutefois, il pourrait y avoir des discussions à ce sujet et la Banque pourrait même acheter des produits présentant des écarts, y compris des titres de créance de sociétés, pour concentrer leurs efforts dans les segments qui pourraient en avoir besoin. Il s'agirait d'une décision constructive et sans précédent de la part de la Banque qui permettrait d'appuyer le marché des obligations de sociétés.

Que faisons-nous pour gérer cette situation?

1. Dans le cas des fonds présentant une pondération de titres d'État, les liquidités proviennent de titres n'appartenant pas à des sociétés, dans la mesure du possible

Nous vendons des obligations du gouvernement du Canada et, dans une moindre mesure, des obligations provinciales dans ces fonds afin de limiter la vente d'obligations de sociétés à des escomptes élevés. Bien que cette situation vienne augmenter l'exposition au crédit de nos fonds, à l'heure actuelle, celle-ci est conforme à notre orientation sectorielle stratégique et les investisseurs peuvent profiter d'une possible reprise des obligations de sociétés.

2. Moins d'opérations électroniques

Les plateformes de négociation électronique sont généralement rapides et efficaces pour faciliter les opérations dans un contexte de marché normal. Toutefois, en cette période de tensions boursières, nous effectuons presque toutes les opérations sur obligations de sociétés par téléphone, directement avec les négociateurs en vente. De cette façon, nous pouvons donner au courtier une idée (raisonnable) de la taille et du type de titres que nous devons déplacer, et il s'occupera de la commande pour nous au fil du temps, au lieu d'avoir à faire une offre précoce pour nos obligations contre d'autres courtiers.

En leur donnant du temps au lieu d'utiliser un système électronique qui utilise un format d'enchère, les courtiers ne sont pas forcés d'imposer un escompte punitif sur les prix en raison de l'incertitude de trouver un acheteur de l'autre côté. Au lieu de cela, ils ont le temps de trouver des acheteurs et de « digérer » la commande,

ce qui, au bout du compte, améliore les prix. Cela devient particulièrement efficace dans le cas de Gestion d'actifs CIBC, compte tenu de la présence importante de notre société sur le marché canadien et de ses solides relations avec les courtiers. Nous croyons que les courtiers s'efforceront davantage d'exécuter nos commandes à de meilleurs prix que pour de plus petits acteurs du marché.

3. Opérations croisées

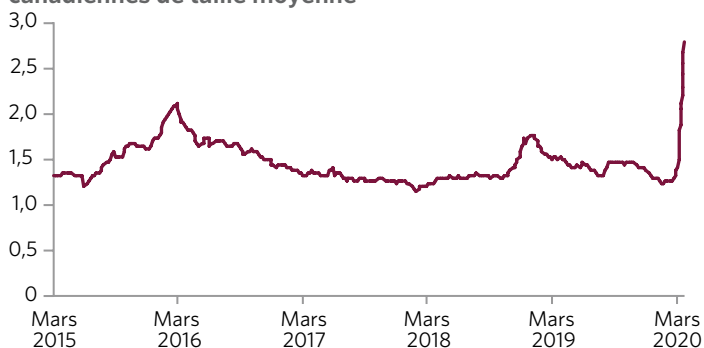
Une opération croisée survient lorsqu'un gestionnaire d'actifs dispose d'un fonds qui souhaite acheter un titre et d'un autre fonds qui souhaite vendre le même titre. Plutôt que de passer par un courtier en valeurs mobilières qui servira d'intermédiaire à l'établissement d'un prix, une opération croisée élimine la participation de ce courtier tout en permettant d'obtenir le même résultat pour les clients de chaque fonds.

Nous avons des procédures détaillées qui doivent être respectées et des vérifications indépendantes doivent être effectuées en dehors du processus de gestion de portefeuille. En résumé, la tarification est fondée sur le cours de clôture de l'indice pour la journée afin d'établir une source transparente et indépendante pour la tarification et d'assurer l'équité entre les investisseurs.

Nous avons pris des mesures pour fournir des liquidités aux mandats d'obligations de sociétés au moyen d'autres stratégies que nous gérons. Par exemple, les mandats universels effectuent des opérations croisées afin d'échanger des titres d'État qui se sont redressés récemment contre des obligations de sociétés pour accroître le risque de crédit après l'élargissement des écarts de taux. Les mandats de titres de sociétés effectuent des opérations croisées afin d'échanger des obligations de sociétés à des prix qui ne comprennent pas d'écart punitif entre les cours acheteur et vendeur contre des obligations d'État qui peuvent être utilisées pour générer des liquidités, au besoin.

Pour mettre les choses en contexte, les écarts de taux actuels se situent à des niveaux que nous n'avons vus que trois fois au cours de ce cycle et sont supérieurs aux niveaux qui ont prévalu pendant la crise en Grèce en 2011 et la période 2015-2016 où le pétrole a dépassé les 20 \$, comme le montre la figure 4.

Figure 4 – Écarts de taux des obligations de sociétés canadiennes de taille moyenne



Sources : Gestion d'actifs CIBC inc. et FTSE Debt Capital Markets, au 23 mars 2020.

Pourquoi la vente sur le marché actuel n'est pas idéale

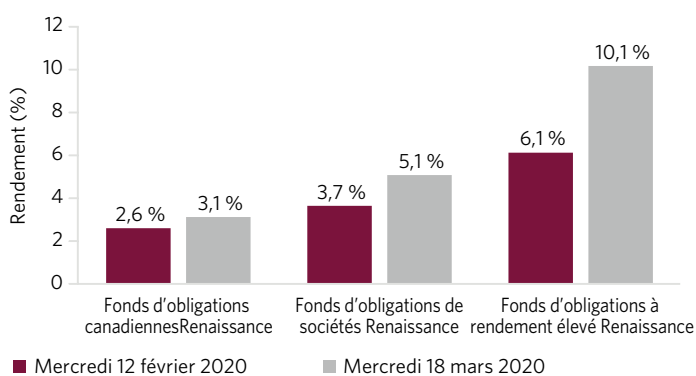
Écarts plus importants entre les cours acheteur et vendeur

Les courtiers en placement sont des teneurs de marché qui sont généralement prêts à acheter et à vendre des titres auprès des acteurs du marché. En cette période d'incertitude, où les courtiers en valeurs mobilières veulent limiter la quantité de capitaux déployés et où les prix fluctuent de façon brutale au quotidien, les prix offerts par les courtiers en valeurs mobilières peuvent être très punitifs pour les vendeurs. Nous constatons que les prix des courtiers sont de 4 à 6 \$ plus élevés que ceux de l'indice. Prenons une obligation de société hypothétique dont le cours est de 100 \$ dans l'indice. La tarification des courtiers signifie que les vendeurs doivent assumer une coupe de 4 à 6 % pour obtenir des liquidités – une coupe sans précédent!

Rendement accru des portefeuilles

Comme les cours des obligations et les rendements présentent une corrélation inverse, la récente liquidation des obligations de sociétés a rendu le rendement des fonds d'obligations de sociétés plus intéressant. Bien qu'il y ait probablement d'autres turbulences à l'horizon et que nous ne cherchions pas actuellement à augmenter l'exposition au crédit, les rendements commencent à se rapprocher de niveaux intéressants. Il ne s'agit pas d'une dynamique dans laquelle les investisseurs axés sur la valeur sont portés à vendre. Tournez-vous plutôt vers les titres d'État, le marché monétaire, les CPG et d'autres dépôts pour trouver des liquidités ou vous donner une marge de rééquilibrage.

Figure 5 - Rendements améliorés (%)

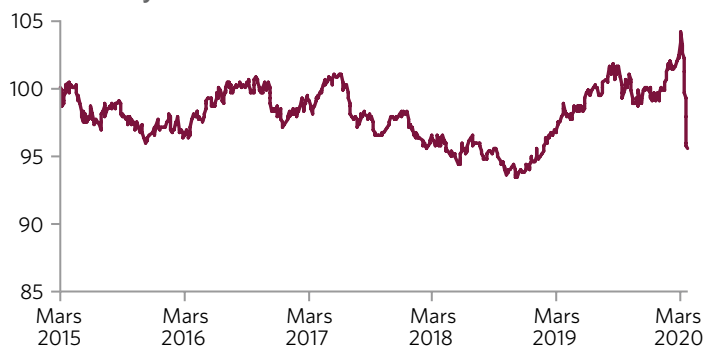


Source : Gestion d'actifs CIBC inc.

Les obligations de sociétés se vendent-elles à leur cours le plus bas?

Les cours obligataires sont presque à leur plus bas niveau des cinq dernières années. Toutefois, la rapidité de cette baisse a été sans précédent : l'indice des obligations de sociétés de taille moyenne a vu ses prix chuter de 8,2 % entre le 6 mars et le 23 mars 2020, soit une baisse qui se situe à seulement 2 % du creux sur cinq ans enregistré au quatrième trimestre de 2018. Si l'on se fie au vieil adage « acheter à prix bas, vendre à prix fort », il faut se demander s'il est sage de vendre une catégorie d'actif après une liquidation aussi majeure, bien que brève.

Figure 6 - Cours des obligations de sociétés canadiennes de taille moyenne



Source : FTSE Debt Capital Markets, au 23 mars 2020.

Conclusion

Nous comprenons que les titres à revenu fixe sont habituellement une partie relativement liquide d'un portefeuille et qu'ils sont souvent l'une des premières catégories d'actifs que les gens cherchent à réduire au moment de procéder au rééquilibrage d'un portefeuille après que les actions aient fait l'objet d'une liquidation. Toutefois, il ne s'agit pas d'une période typique et il est recommandé de prendre des mesures atypiques pour mieux naviguer dans le contexte actuel. Par conséquent, nous recommandons de ne pas liquider les fonds d'obligations de sociétés au profit d'un rééquilibrage avec des titres du marché monétaire, des CPG et d'autres comptes de dépôt dans le but d'éviter les pertes en capital dans les portefeuilles de titres à revenu fixe des clients.

Les fonds de titres à revenu fixe qui détiennent plus d'obligations d'État pourraient aussi être liquidés afin de fournir des fonds aux actions, étant donné qu'ils se sont relativement bien comportés, leurs rendements ayant à peine augmenté depuis la fin de l'année.

Les rendements des fonds d'obligations fortement axés sur les sociétés semblent de plus en plus attrayants, de sorte que le moment est venu de conserver ces fonds dans toute la mesure du possible en raison de leur qualité stabilisatrice et de leur distribution de revenus à long terme.

Nous croyons que les initiatives politiques gouvernementales amélioreront probablement la liquidité des obligations de sociétés au cours des prochaines semaines. Au fur et à mesure que ces politiques seront mises en œuvre et que leurs effets pourront être ressentis dans le système financier, certaines des perturbations actuelles et le manque de liquidités sur les marchés devraient s'accroître. Cela devrait permettre une plus grande transparence des prix sur le marché et la possibilité de négocier des obligations de sociétés à des niveaux plus équitables.

Si vous avez des préoccupations ou des questions, n'hésitez pas à communiquer directement avec l'équipe Gestion de portefeuilles de clients à l'adresse DLCAMClientPortfolioManagers@cibc.com ou avec Carlo DiLalla, Kevin Minas ou Ebad Saif directement.

Le présent document vise à donner des renseignements généraux et ne doit pas être interprété comme un conseil de placement ni considéré comme une offre ou une sollicitation visant l'achat ou la vente de titres. Sauf indication contraire, toutes les opinions et estimations figurant dans le diaporama datent du moment de sa publication et peuvent changer. Gestion d'actifs CIBC inc. utilise plusieurs styles de placement pour ses diverses plateformes de placement. Les opinions exprimées dans le présent document sont celles du groupe institutionnel de Gestion d'actifs CIBC et peuvent différer des opinions des autres équipes. Ces renseignements ne constituent pas des conseils juridiques ni des conseils fiscaux.

^{MD} Gestion d'actifs CIBC inc. et le logo CIBC sont des marques déposées de la Banque Canadienne Impériale de Commerce (la Banque CIBC), utilisées sous licence.

FTSE Global Debt Capital Markets Inc. (« FTDCM »), FTSE International Limited (« FTSE »), le groupe d'entreprises London Stock Exchange (la « Bourse ») ou TSX Inc. (« TSX ») et conjointement avec FTDCM, FTSE et la Bourse, les « concédants de licence ». Les concédants de licence ne donnent aucune garantie et ne font aucune déclaration, expressément ou implicitement, concernant les résultats susceptibles d'être obtenus à la suite de l'utilisation de l'indice des obligations de sociétés FTSE Canada (« l'indice ») et/ou la valeur affichée par ledit indice à un moment ou un jour donné. L'indice est compilé et calculé par FTSEDCM et tous les droits sur les valeurs et les composantes de l'indice sont dévolus à FTDCM. Les concédants de licence ne peuvent en aucune manière être tenus responsables (que ce soit par négligence ou toute autre cause) à l'égard de quiconque des éventuelles erreurs touchant l'indice et les concédants de licence ne sont pas tenus d'aviser quiconque dans le cas où l'indice contiendrait de telles erreurs.

« FTSE® » est une marque de commerce de FTSE International Limited et est utilisée sous licence par FTDCM.