

The logo for IFIC, consisting of the letters 'IFIC' in white on a dark grey square background.

IFIC

THE INVESTMENT
FUNDS INSTITUTE
OF CANADA

L'INSTITUT DES FONDS
D'INVESTISSEMENT
DU CANADA

RÉSILIENCE DES FNB DANS LA CRISE FINANCIÈRE LIÉE À LA COVID-19 : PERSPECTIVE **CANADIENNE**

décembre 2021

A decorative graphic at the bottom of the page consisting of three horizontal bars. The top bar is yellow, the middle bar is light blue, and the bottom bar is red. The bars are of varying lengths and are set against a dark grey background.

Le présent document de recherche de l'Institut des fonds d'investissement du Canada (IFIC) s'appuie sur des données et des analyses fournies par Recherche sur les FNB et les produits financiers, Banque Nationale – Marchés financiers et sur des recherches commandées par l'IFIC auprès de l'ETFGI, une société de conseils, de recherche et d'analyse.

L'IFIC tient également à remercier le Groupe TMX et ETF Global d'avoir si généreusement offert leur soutien et les données requises pour l'analyse effectuée par l'ETFGI.

À propos de l'IFIC

L'Institut des fonds d'investissement du Canada est la voix de l'industrie des fonds d'investissement au Canada. L'IFIC regroupe 150 organisations, dont des gestionnaires et des distributeurs de fonds ainsi que des entreprises de services. Il s'emploie à promouvoir la solidité et la stabilité du secteur des placements afin que les investisseurs puissent atteindre leurs objectifs financiers. En connectant les épargnants du Canada à l'économie canadienne, notre industrie contribue de manière significative à la croissance économique et à la création d'emplois au Canada.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	4
LA CRISE FINANCIÈRE LIÉE À LA COVID-19.....	4
Les courtiers désignés et les teneurs de marché ont redoublé d'efforts	4
Les FNB ont procuré de la liquidité et permis de déterminer les cours	5
La liquidité des FNB s'est améliorée par rapport à celle des placements sous-jacents	6
Les investisseurs en FNB n'ont pas participé aux ventes massives	7
CONCLUSIONS.....	8
AUTRES RECHERCHES SUR LA RÉSILIENCE DES FNB	8
Investment Company Institute (États-Unis)	8
Investment Association (Royaume-Uni).....	8
Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO)	9

INTRODUCTION

La croissance des actifs et la hausse des ventes de parts de fonds négociés en bourse (FNB) au cours des dernières années ont soulevé des questions à l'égard des risques associés aux FNB et à la stabilité générale du marché.

Avant la crise financière liée à la COVID-19, certains universitaires et décideurs politiques ont émis des hypothèses selon lesquelles les investisseurs, lorsqu'ils sont confrontés à un choc externe, se précipiteraient pour vendre leurs parts de FNB sur le marché secondaire et ne trouveraient que peu d'acheteurs. Les fournisseurs de liquidités (teneurs de marché et courtiers désignés) se retireraient de leur rôle de teneurs, et les parts de FNB seraient rachetées avec la vente de titres sous-jacents connexes. Dans le pire des scénarios, une spirale infernale s'ensuivrait : les rachats de parts de FNB entraîneraient des ventes d'actifs et un recul des prix sur les marchés sous-jacents, lesquels entraîneraient d'autres rachats de parts de FNB.

La crise financière liée à la COVID-19 a mis ces préoccupations à l'épreuve de façon inattendue. En effet, un examen approfondi de ce qui s'est passé montre clairement que les FNB canadiens, ainsi que ceux d'autres marchés, ont fait preuve de résilience.

LA CRISE FINANCIÈRE LIÉE À LA COVID-19

Au cours de la vente massive entraînée par l'émergence de la COVID-19, presque tous les actifs ont touché un creux et enregistré une volatilité sans précédent. Entre le 20 février et le 23 mars 2020, l'indice composé S&P/TSX a chuté de 37 %. Alors que les titres à revenu fixe ont été vendus afin de générer des liquidités, les cours obligataires ont dégringolé et bon nombre de titres à revenu fixe (certaines obligations de sociétés et obligations d'État) n'arrivaient pas à trouver preneur.

LES COURTIER DÉSIGNÉS ET LES TENEURS DE MARCHÉ ONT REDOUBLÉ D'EFFORTS

Les courtiers désignés et les teneurs de marché ont intensifié leurs efforts et stimulé les activités de création, de rachats et de négociation.

De février à juin 2020, le « flux absolu » a été plus élevé que la normale (graphique 1), atteignant un sommet en mars lorsque les ventes massives ont été les plus marquées.

Le flux absolu correspond à une mesure quantitative de la valeur en dollars de l'« incidence du teneur de marché » sur le marché obligataire sous-jacent; il s'agit de la somme de la valeur absolue de toutes les entrées et sorties de marché quotidiennes parmi les produits en question. Il ne s'agit pas d'une mesure de l'activité nette d'achat et de vente; on considère plutôt toutes les activités de création et de rachat comme une sorte de « volume ». De février à juin 2020, le « flux absolu » a été plus élevé que la normale (graphique 1), atteignant un sommet en mars lorsque les ventes massives ont été les plus marquées.

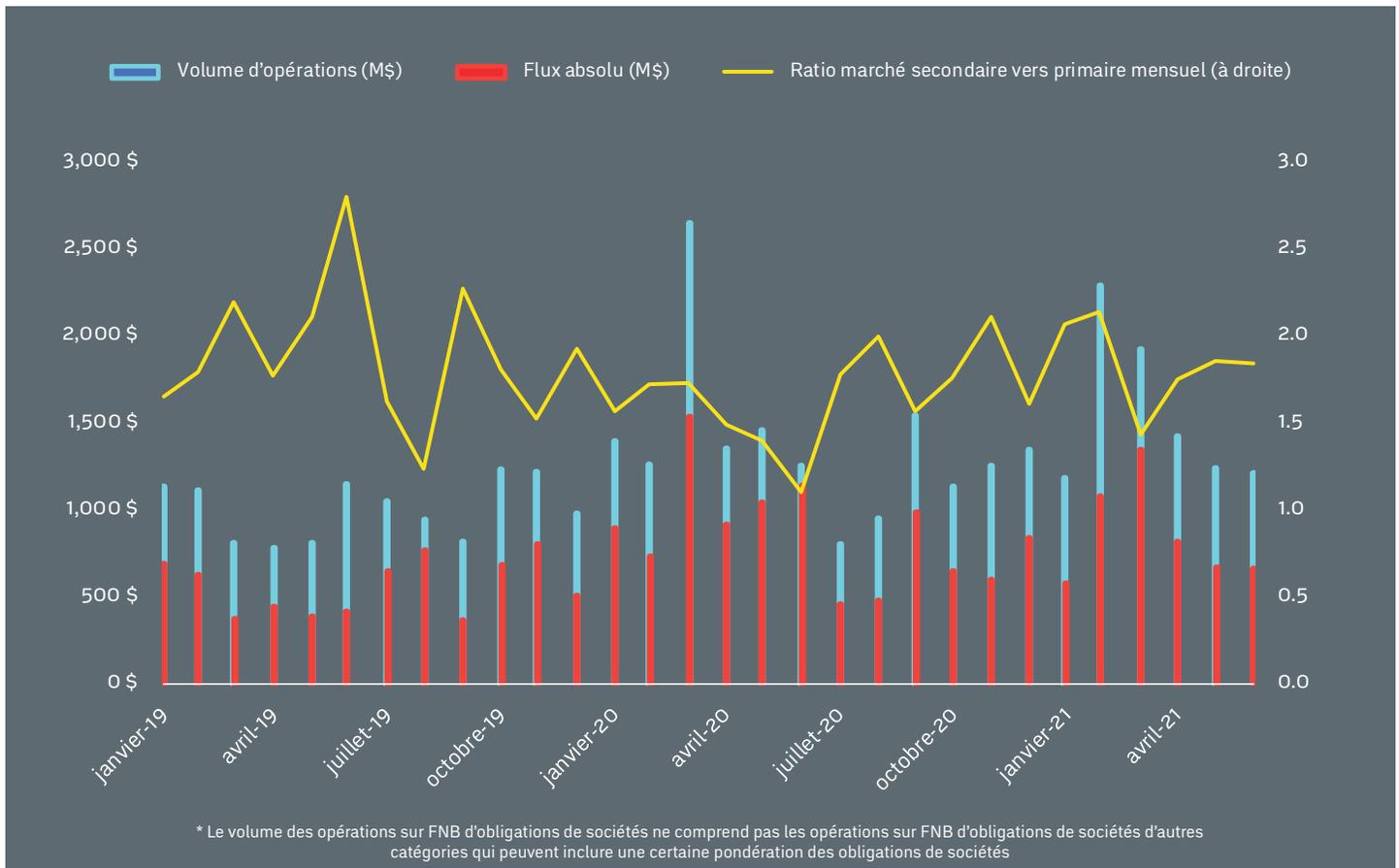
Le flux absolu relatif aux FNB d'obligations de sociétés a augmenté en mars 2020 pour atteindre 1,5 G\$, soit plus du double de la moyenne de 600 M\$ des mois précédents.

Alors que les flux absolus grimpaient au printemps 2020, le « ratio marché secondaire/primaire » des FNB d'obligations de sociétés a reculé, indiquant que presque toutes les pressions à la vente de FNB ont été satisfaites par les teneurs de marché qui ont acheté les parts de FNB et traité les rachats.

Le « ratio marché secondaire vers primaire » mesure la participation relative des « acheteurs et vendeurs naturels » qui négocient entre eux comparativement aux teneurs de marché. Ce ratio est calculé en divisant le volume d'opérations d'un FNB (ou son volume en dollars) par le flux absolu. Pour un FNB dont le volume d'achat et de

vente « naturel » est pratiquement nul, chaque dollar de volume à la bourse nécessiterait une création ou un rachat à la fin de la séance, et le « ratio marché secondaire vers primaire » frôlerait le 1.

Graphique 1 – Volume d’opérations et flux absolu des FNB d’obligations de sociétés canadiennes* (mensuellement)
(Sources : NBF, Bloomberg, données en date de juin 2021)



Dans le cadre d'une analyse menée par la société de recherche ETFGI, le nombre de participants au marché ayant déclaré des opérations sur FNB à la Bourse de Toronto (TSX) est passé de 49 avant la pandémie à 60 au cours de la période touchée par la COVID-19.¹

Cette analyse se fonde sur un échantillon de 133 FNB – 66 FNB d'actions et 67 FNB d'obligations – qui reproduisent les indices de référence canadiens cotés à la Bourse de Toronto.

LES FNB ONT PROCURÉ DE LA LIQUIDITÉ ET PERMIS DE DÉTERMINER LES COURS

Une autre préoccupation exprimée par certains universitaires et décideurs politiques était qu'un choc externe pousserait les investisseurs à effectuer des ventes précipitées. L'absence d'acheteurs sur le marché secondaire forcerait les rachats et les ventes de paniers de titres, ce qui entraînerait des tensions et des pertes sur les marchés sous-jacents. Ces pertes déclenchaient alors un cycle où de plus en plus d'investisseurs en FNB se précipiteraient pour vendre, provoquant une spirale baissière des prix et un gel des marchés.

L'expérience vécue lors de la crise financière liée à la COVID-19 a montré que, malgré les tensions extrêmes sur le marché obligataire, les rachats de FNB d'obligations ont été modestes par rapport aux actifs et n'ont pas eu d'incidence sur les marchés sous-jacents.

¹ OCRCVM; Recherche sur les FNB et les produits financiers, Banque Nationale – Marchés financiers

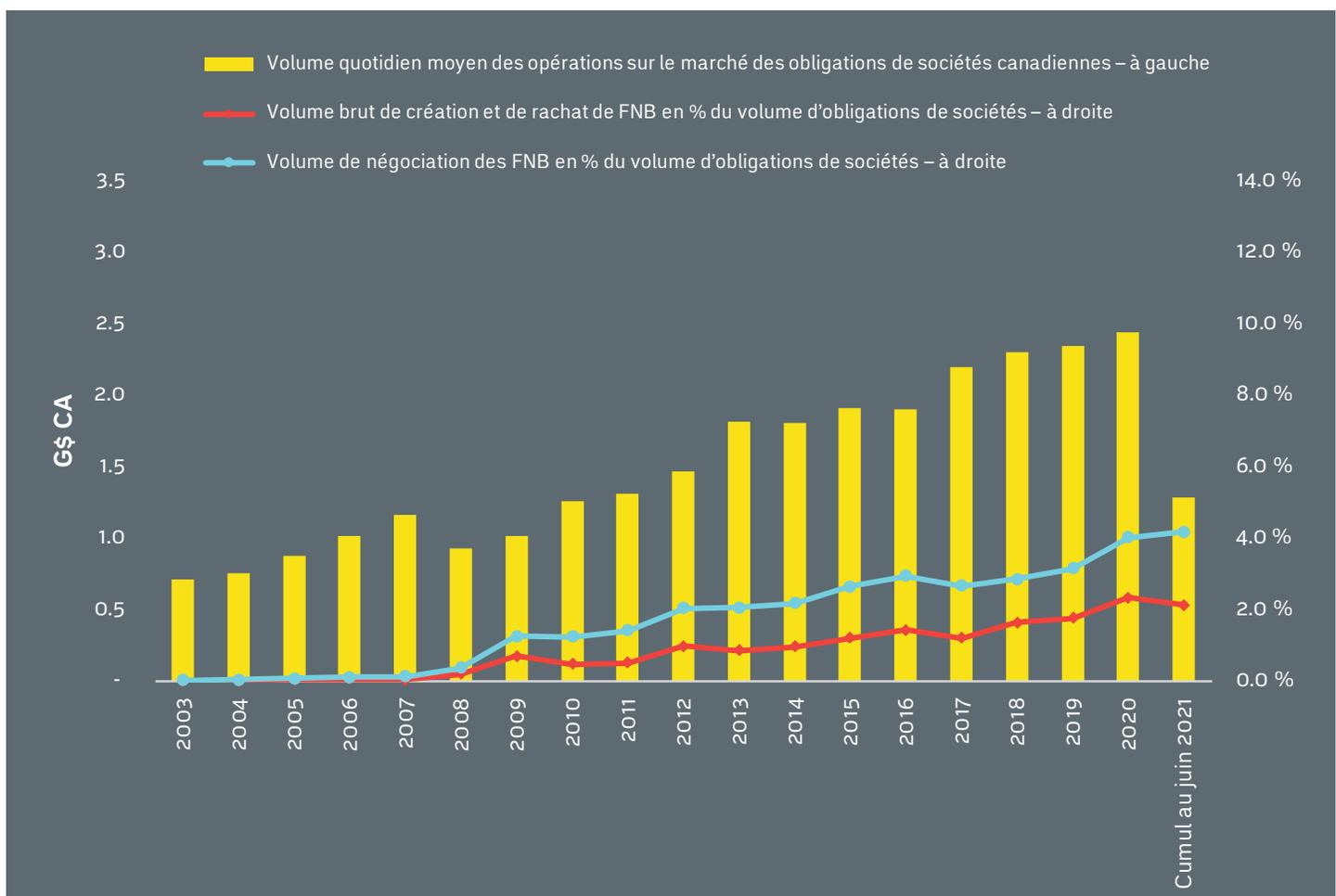
Malgré leur taille croissante, les FNB d'obligations représentent une très petite fraction du marché obligataire sous-jacent au Canada.

Comme l'illustre le graphique 2, le volume de négociation de FNB sur le marché primaire (création/rachat) représente environ 2 % du volume total des opérations sur obligations canadiennes.²

Selon les plus récentes données (juin 2021), le ratio du volume des opérations sur le marché secondaire par rapport au volume total des opérations sur obligations de sociétés a grimpé à 4 % en 2020 avant de se stabiliser à ce niveau.

L'essor de la valeur de négociation des FNB indique que les investisseurs se sont tournés vers les FNB pour avoir accès à des liquidités, même si certains d'entre eux en ont peut-être payé le prix en raison de l'écart acheteur-vendeur apparent.

Graphique 2 – Obligations de sociétés canadiennes
(Sources : NBF, Bloomberg, OCRCVM, données en date de juin 2021)



LA LIQUIDITÉ DES FNB S'EST AMÉLIORÉE PAR RAPPORT À CELLE DES PLACEMENTS SOUS-JACENTS

L'analyse d'ETFGI a permis d'évaluer la liquidité en fonction des écarts acheteur-vendeur et révélé que les FNB d'actions avaient resserré leurs écarts par rapport à leurs paniers sous-jacents au plus fort des tensions sur le marché.

² OCRCVM; Recherche sur les FNB et les produits financiers, Banque Nationale – Marchés financiers

En mars 2020, les écarts acheteur-vendeur des FNB se sont creusés en moyenne pour atteindre 1,85 fois les écarts moyens au cours des mois précédant la crise, tandis que l'écart moyen du panier de titres sous-jacent s'est accru pour atteindre 2,36 fois l'écart moyen avant l'événement de marché.

Cette analyse s'appuie sur l'échantillon mentionné précédemment de 133 FNB (66 FNB d'actions et 67 FNB d'obligations) qui reproduisent les indices de référence canadiens cotés à la Bourse de Toronto.

Une analyse semblable de la liquidité pour les obligations et les FNB d'obligations n'a pas été possible en raison de l'absence de données disponibles sur le marché.

LES INVESTISSEURS EN FNB N'ONT PAS PARTICIPÉ AUX VENTES MASSIVES

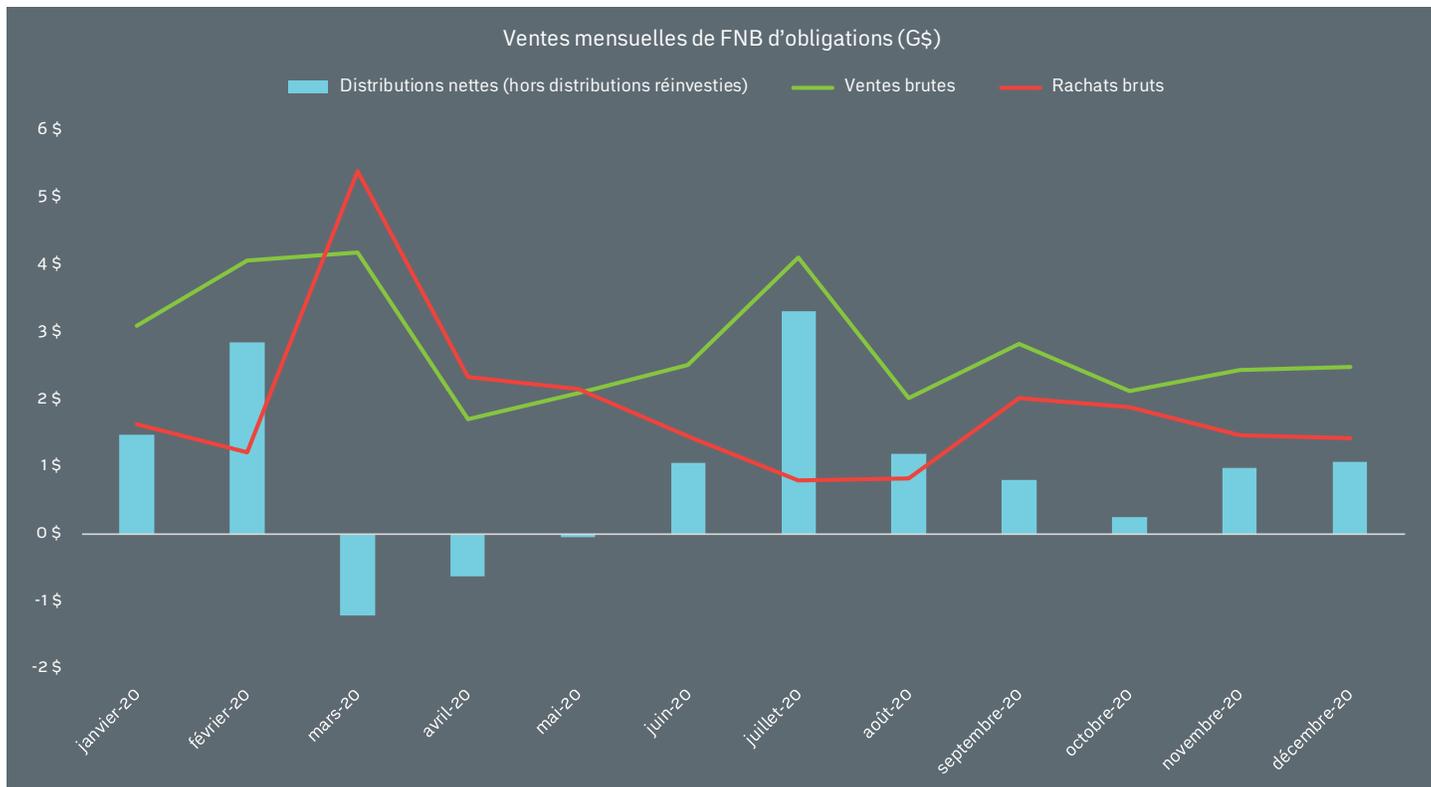
Les investisseurs n'ont pas cherché à se départir de leurs placements, et les rachats nets – même durant les périodes les plus difficiles du printemps 2020 – ont été modérés.

Comme le montre le graphique 3, les investisseurs ont délaissé les FNB d'obligations en mars, en avril et en mai 2020, mais sont rapidement revenus en juin.

Les sorties nettes mensuelles liées aux FNB d'obligations en pourcentage de l'actif initial se sont établies à 1,8 % (1,2 G\$) en mars, à 0,9 % (629 M\$) en avril et à 0,1 % (56 M\$) en mai.

Les investisseurs n'ont pas interrompu leurs achats durant les périodes les plus difficiles. En fait, lorsque les rachats bruts ont atteint leur plus haut niveau en mars 2020, les ventes brutes ont également atteint un sommet, ce qui donne à penser qu'au lieu de se départir de leurs placements, de nombreux investisseurs considéraient cette baisse des cours comme une occasion d'achat.

Graphique 3 – Ventes de FNB d'obligations



CONCLUSIONS

Les courtiers désignés et les teneurs de marché ont facilité la création et le rachat de parts de FNB tout au long de la vente massive des FNB d'obligations, et rien n'indique qu'ils ont reculé ou manqué à leur obligation de fournir des cotes durant une période qui s'est révélée très stressante.

Tout au long de la crise, les investisseurs n'ont pas augmenté considérablement leurs rachats ni interrompu leurs achats de parts de FNB d'obligations.

Grâce à l'équilibre entre les rachats et les ventes durant cette période de tensions sur le marché ainsi qu'à la faible représentation des FNB sur le marché obligataire dans son ensemble, rien n'indique que les FNB ont eu une incidence négative sur les marchés obligataires sous-jacents.

Lorsque la liquidité des obligations sous-jacentes a diminué, les FNB ont donné accès à un marché autrement figé.

Dans le cas des FNB d'actions, le profil de liquidité s'est amélioré durant la période de tensions sur le marché par rapport aux titres sous-jacents.

AUTRES RECHERCHES SUR LA RÉSILIENCE DES FNB

THE INVESTMENT COMPANY INSTITUTE (ÉTATS-UNIS)

La résilience démontrée par les FNB canadiens est conforme aux [recherches menées par l'Investment Company Institute](#) sur le marché américain. Le rapport, intitulé *Experiences of US Exchange-Traded Funds During the COVID-19 Crisis*, conclut que « les FNB ont fait preuve de résilience en mars 2020 lors de la volatilité sans précédent sur les marchés entraînée par la crise de COVID-19. En effet, contrairement aux prévisions pessimistes, les FNB ont produit les rendements prévus. Plutôt que de se retirer, les participants autorisés, les teneurs de marché et autres fournisseurs de liquidités sont demeurés actifs et engagés, contribuant à faciliter la création de parts de FNB et les rachats ainsi que l'accroissement des volumes de négociation. Les FNB ont également assuré une stabilité et été une importante source de détermination des cours sur le marché des titres à revenu fixe, en fournissant aux investisseurs des aperçus en temps réel des coûts liés à la liquidation d'obligations sous-jacentes ».

THE INVESTMENT ASSOCIATION (ROYAUME-UNI)

De même, [des recherches menées par l'Investment Association au Royaume-Uni](#) ont révélé qu'« en période de tensions sur les marchés, les investisseurs se sont tournés vers les FNB pour des raisons de transparence et de liquidité. Ainsi, au plus fort de la crise, les FNB ont enregistré des volumes d'opérations records sur les marchés primaire et secondaire. Lorsque les opérations sur les marchés sous-jacents ont reculé, ce qui a eu une incidence sur la capacité des services d'établissement des prix à fournir des cours intrajournaliers, les FNB se sont révélés être une source de détermination des cours et de liquidité supplémentaire, les négociateurs étant en mesure d'estimer le prix des obligations sous-jacentes à l'aide des FNB ».

Quant aux participants au marché, l'étude a révélé que les accords des participants autorisés se sont également révélés résilients pendant la crise, et qu'ils ont eu peu voire aucune incidence sur le nombre de participants autorisés actifs effectuant des opérations sur FNB en mars et en avril.

ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEUR (IOSCO)

L'Organisation internationale des commissions de valeurs a publié une [note thématique](#) sur la résilience des FNB durant la période de tensions sur les marchés provoquées par la COVID-19. Cette recherche s'appuie sur des données sur le marché ainsi que sur les réponses des organismes de réglementation et des intervenants du secteur à l'échelle des territoires.

Elle révèle que la structure des FNB était « relativement résiliente » tout au long de la période de tensions sur les marchés et qu'aucun risque imminent n'a été relevé du point de vue de la réglementation ou de la stabilité financière. En fait, la recherche a révélé que les FNB offraient une « couche supplémentaire » de liquidité et que les FNB de titres à revenu fixe, en particulier, ont contribué à fournir des renseignements additionnels sur les cours des marchés obligataires sous-jacents durant la période.

En ce qui a trait aux préoccupations, les recherches ont noté que certains produits et fonds négociés en bourse de contrats à terme sur le pétrole et FNB à effet de levier ou inversés ont éprouvé des difficultés pendant la période de volatilité liée à la COVID-19 et que cela « pourrait justifier un examen plus approfondi de la façon dont sont structurés les produits et de la planification en cas de situation d'urgence ».