



Le 16 avril 2020

Le défi de la liquidité

De Stuart Morrow, CFA
Vice-président et chef, Placements

Souvent négligé, le « risque de liquidité » représente la facilité avec laquelle un actif peut être converti en espèces. Durant l'actuel épisode de volatilité des marchés, nous gérons les portefeuilles de manière à ce qu'ils conservent un niveau de liquidité approprié, tout en tirant profit des avantages importants offerts par certains actifs moins liquides.

Il existe quatre principaux risques de placement auxquels vous serez probablement exposés en tant qu'investisseur :

1. **Le risque de taux d'intérêt, associé aux obligations et autres titres à revenu fixe ;**
2. **Le risque de crédit, également associé aux placements en titres à revenu fixe ;**
3. **Le risque propre aux sociétés, le plus connu, lié aux placements en titres de participation, comme les actions ;**
4. **Le risque de liquidité, probablement le moins bien compris de tous (et le sujet du bulletin de cette semaine).**



La liquidité s'entend de la facilité avec laquelle un actif peut être vendu contre des espèces sans que la vente ait une incidence sur son prix. Cette semaine, nous discutons de la nécessité de préserver la liquidité des portefeuilles et du niveau de liquidité requis pour conserver ses placements lors d'épisodes de volatilité des marchés. Au cours des dernières semaines, le niveau d'illiquidité a beaucoup varié, alors que les investisseurs se sont rués sur les liquidités (c'est-à-dire les espèces).

Si un placement peut facilement être converti en espèces, sans grande incidence sur son prix, son risque de liquidité est faible. À l'inverse, un placement qui ne peut être vendu contre des espèces en temps opportun sans que son prix en pâtisse est moins liquide et comporte un risque pour les investisseurs. En contrepartie de ce risque, les investisseurs souhaitent obtenir des rendements plus élevés. C'est que l'on appelle la « prime de liquidité » ou encore la « prime de risque de liquidité ».

L'échelle du risque de liquidité est représentée dans le graphique 1.

Suite à la page 2

Le défi de la liquidité

Suite de la page 1

La prime de risque de liquidité peut augmenter ou diminuer au fil du temps, en fonction des fluctuations des taux d'intérêt réels, des conditions économiques ou d'autres facteurs (graphique 2).

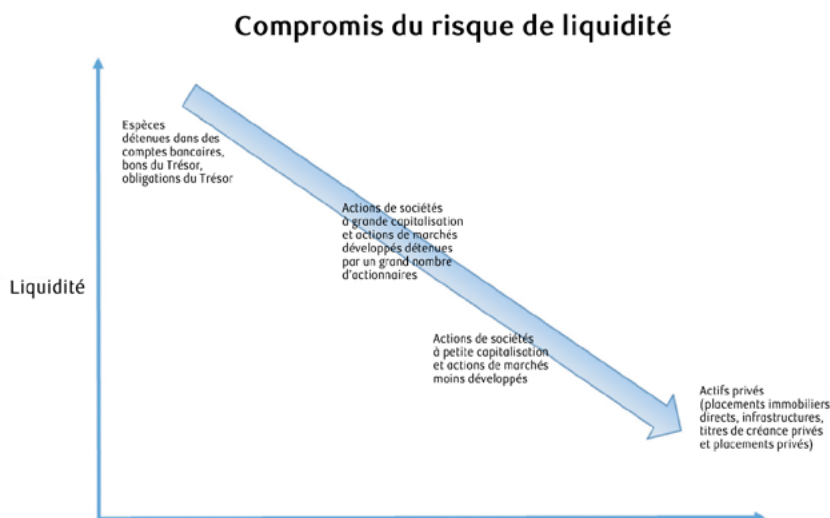
Dans le graphique 2, la prime de risque de liquidité correspond à l'écart de taux d'intérêt entre deux titres à revenu fixe ayant un risque de crédit semblable. On peut aisément la calculer sur le marché public des obligations. Ce n'est pas le cas sur d'autres marchés. Les investisseurs peuvent alors se servir d'une mesure similaire à celle du graphique 2, comme indicateur indirect de la prime de liquidité associée à d'autres placements. Comme vous pouvez le voir dans le graphique 2, la prime de risque de liquidité observable s'est accrue dernièrement, quand la croissance économique est tombée au point mort en raison de la pandémie de COVID-19. La demande de liquidités des investisseurs a augmenté (faisant grimper la prime demandée pour compenser le fait de détenir des actifs illiquides). La prime reste néanmoins bien en deçà des niveaux atteints en 2008, sans doute parce que cette fois-ci, les banques centrales ont injecté des doses massives de liquidités.

Marchés privés – Hausse du rendement attendu et hausse du risque de liquidité

Au cours de la dernière décennie, les investisseurs se sont de plus en plus tournés vers les actifs privés (p. ex., prêts privés, biens immobiliers, infrastructures, placements privés et fonds de couverture), en vue d'accroître leurs rendements à l'aide de primes d'illiquidité ou d'autres facteurs, et de diversifier leurs portefeuilles, compte tenu des faibles corrélations entre marchés privés et marchés publics.

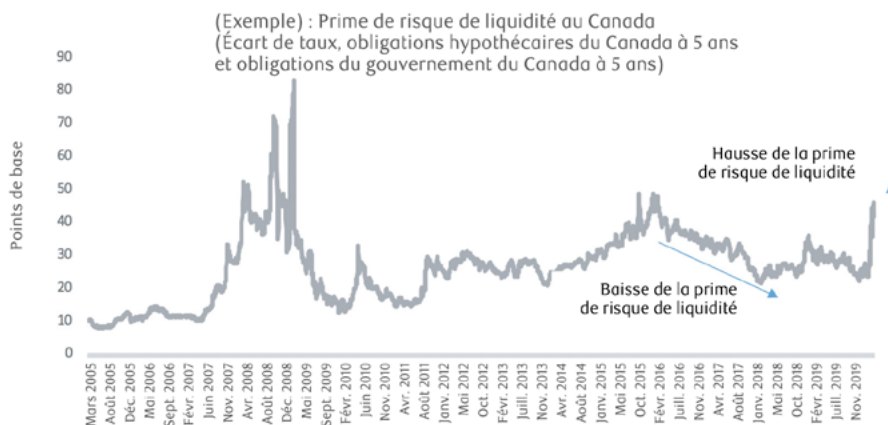
Même les marchés privés ont une échelle de liquidité. Certains placements du marché privé exigent un engagement

Graphique 1 : Compromis du risque de liquidité



Source : RBC Phillips, Hager & North Services-conseils en placements inc. Le graphique est présenté à titre indicatif seulement.

Graphique 2 : Prime de risque de liquidité (écart entre taux des obligations hypothécaires du Canada à 5 ans et taux des obligations du gouvernement du Canada à 5 ans)



Source : RBC Gestion mondiale d'actifs. Les obligations hypothécaires du Canada permettent une mesure précise de la prime de risque de liquidité. Ces obligations sont émises par la SCHL et sont entièrement garanties par le gouvernement du Canada. Les obligations hypothécaires du Canada à 5 ans et les obligations fédérales canadiennes à 5 ans présentent un profil de crédit fédéral identique, mais l'écart de taux montre qu'elles n'ont pas le même niveau de liquidité.

Le défi de la liquidité

Suite de la page 2

de capital sur plusieurs années (la « période de blocage »), parfois jusqu'à 15 ans, selon le placement sous-jacent. Dans certains fonds du marché privé, une partie du capital investi au départ ne peut être retirée pendant un certain temps. Après la période de blocage initiale, les investisseurs peuvent uniquement vendre leurs parts à des dates prédéterminées. La période de blocage varie de trois mois à trois ans dans la plupart des fonds de couverture, quoique certains n'en imposent aucune. En outre, les investisseurs sont parfois tenus de donner un préavis avant de vendre des parts (l'avis de rachat). Le délai de préavis peut aller de 30 jours à un an, mais il est de 30, 45 ou 60 jours dans la plupart des cas. Encore une fois, certains fonds de couverture n'en imposent pas.

Le blocage comporte des avantages implicites : les investisseurs savent qu'ils se joignent à un groupe ayant le même horizon temporel et qu'ils n'auront pas à subir les contrecoups d'une vente forcée à la dernière minute ou à un moment inopportun. De plus, comme ils ne peuvent pas liquider le capital de placement, les gestionnaires de fonds de capital-investissement sont, en théorie, mieux outillés que leurs homologues du marché public pour conserver leurs placements et être des actionnaires à long terme. Ils ne sont habituellement pas obligés de vendre lors des périodes baissières ou des récessions. De même, les investisseurs ne peuvent pas trop modifier leur stratégie de placement initiale sur le coup de l'émotion, une chose qui se produit souvent au mauvais moment.

Constitution d'un portefeuille : équilibrer le profil de liquidité

Les gestionnaires de portefeuille de RBC PH&N Services-conseils en placements créent des portefeuilles sur mesure pour les clients afin que ceux-ci puissent atteindre leurs objectifs financiers, selon leur horizon de placement, leur tolérance au risque, leur situation unique et leurs besoins en liquidités. La liquidité est tout simplement un facteur de risque qu'il faut gérer et diversifier, au même titre que la volatilité. Un portefeuille

peut comprendre des instruments de placement peu liquides ou illiquides pour diverses raisons. Pour constituer des portefeuilles, nous avons accès tant aux actifs du marché public qu'à ceux du marché privé. Dans le cadre de notre processus de placement, nous évaluons la façon dont chaque placement peut améliorer le rendement ajusté au risque du portefeuille. Nous nous assurons d'avoir des sources de liquidité dans d'autres volets du portefeuille pour répondre aux besoins courants ou un montant de liquidités raisonnable pour parer aux imprévus.

Placements privés au temps de la COVID-19 : risques et occasions

Quelle incidence le marché baissier actuel pourrait-il avoir sur la valeur des placements privés ? Quelles pourraient être les occasions pour les investisseurs à long terme ? Le capital-investissement est un terme générique qui désigne communément un placement en actions de sociétés non cotées en bourse. Lorsqu'on achète des parts de fonds de capital-investissement, on investit dans un fonds qui réunit des capitaux discrétionnaires pour ensuite acquérir des actions de sociétés généralement fermées ou des titres non cotés.

Contrairement aux fonds communs de placement, les fonds de capital-investissement sont des titres de marché non réglementé ; l'émetteur n'est pas tenu de produire un prospectus (le document qui décrit le placement en détail et procure à l'investisseur certaines protections juridiques à l'égard du fonds), de publier de l'information financière, d'aviser le public de tout changement dans ses activités, ni d'informer périodiquement les investisseurs du fonds. Aucune autorité en valeurs mobilières n'évalue ou ne sanctionne la qualité des titres offerts sur les marchés non réglementés ni, le cas échéant, les renseignements contenus dans tout document d'information préparé par l'émetteur. Les investisseurs du marché non réglementé risquent de ne jamais pouvoir vendre leurs titres ; même lorsqu'il existe un marché pour le faire, la période pendant laquelle ils y sont autorisés est susceptible

d'être restreinte, et l'opération peut s'accompagner de coûts supplémentaires. Les fonds de capital-investissement sont plus risqués que d'autres types de placements et ne conviennent pas à tous les investisseurs.

Obstacles à court terme

En général, il est peu probable que le contexte actuel ait eu une incidence sur la valorisation et la valeur liquidative des fonds de capital-investissement au 31 mars 2020. On pourrait penser qu'il s'agit d'une catégorie d'actif refuge qui, jusqu'à maintenant, a été épargnée par le carnage subi par le marché public, mais ce serait oublier le délai qui s'écoule avant la présentation des évaluations. Les investisseurs en capital-investissement doivent s'attendre à une baisse des bénéfices et des distributions au cours des prochains trimestres, étant donné que les répercussions sont différées. Il se pourrait bien que les effets de la COVID-19 ne soient pas visibles avant les rapports de juillet. Les investisseurs doivent aussi s'attendre à ce que le levier financier des sociétés fermées augmente, tout comme celui des sociétés ouvertes, puisqu'elles ont dû utiliser des facilités de crédit renouvelables pour renflouer leur position en liquidités lorsque leurs activités ont ralenti. De plus, on assistera probablement à un report des dépenses en immobilisations, à un gel de l'embauche, à des mises en chômage technique et à des mises à pied. Tout cela devrait se produire sur plusieurs trimestres. Le volume des transactions a manifestement reculé, ce qui pourrait entraîner une diminution des appels de capital et des distributions à moyen terme, mais cela reste à voir.

Les investisseurs des fonds de capital-investissement peuvent s'attendre à des appels de capital à court terme, pour financer des facilités de crédit détenues par les fonds. Certains l'ont vécu en 2008-2009 : la liquidité des portefeuilles avait été réduite par les engagements pluriannuels. Pour répondre aux appels de capital

L'énigme de la liquidité

Suite de la page 3

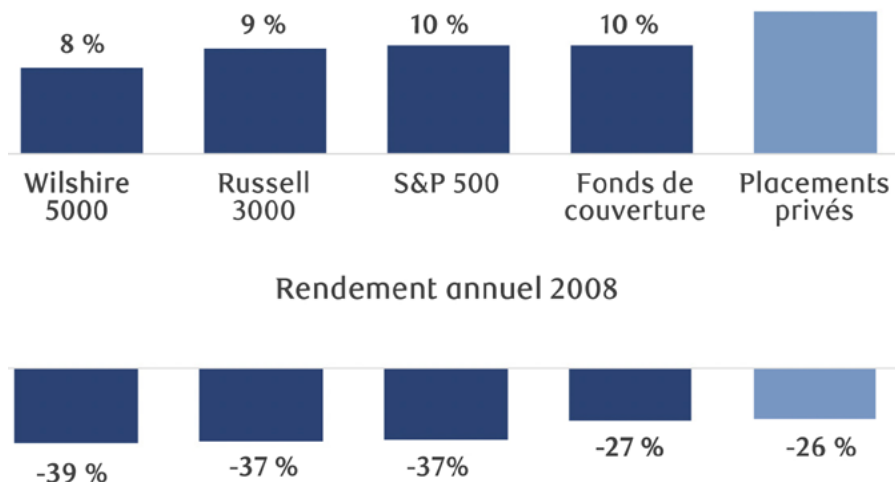
en période de pénurie de liquidités, les investisseurs avaient dû vendre d'autres actifs, alors que le moment était mal choisi pour le faire. Quand tout va bien, on sous-estime ce risque d'illiquidité (les engagements de capital diminuent la marge de manœuvre, tandis que les options d'appels sont implicitement vendues).

Sur de longues périodes, le capital-investissement produit généralement de meilleurs rendements que les actions de sociétés ouvertes ; c'est aussi ce qui s'est passé pendant la crise financière de 2008 (graphique 3).

Occasions pour les investisseurs à long terme

Comme sur les marchés boursiers publics lorsqu'ils sortiront de la crise de la COVID-19 et de la période baissière, l'épidémie pourrait créer des occasions du côté du capital-investissement. Rappelons que les investisseurs en capital-investissement ne vendent habituellement pas leurs placements en période de baisse, puisqu'ils s'intéressent aux liquidités tirées des investissements à long terme plutôt qu'à l'évaluation quotidienne à la valeur de marché de leurs positions. Les fonds de capital-investissement qui comprennent une part importante de liquidités prêtes à utiliser pourraient trouver plus d'occasions de placement que dernièrement. Dans certains cas, ces occasions pourraient générer des rendements positifs à long terme. Fait important, les fonds de capital-investissement investissent généralement selon un cycle de quatre ou cinq ans (ou, dans le cas des fonds de fonds, de sept à huit ans). Autrement dit, les portefeuilles sont naturellement couverts dans le temps. Certaines anciennes générations de fonds avaient peut-être déjà dégagé d'excellents rendements avant que l'économie ralentisse, tandis que les générations récentes ont les munitions qu'il faut pour passer à l'attaque quand les valorisations s'amélioreront.

Graphique 3 : Rendements à long terme (1992-2019)



Reproduit avec la permission de GoldPoint Partners LLC. Rendements annualisés au 31 décembre 2019. Source pour les indices des marchés publics : Bloomberg. Rendements regroupés et rendements annuels de 2008 pour les indices Wilshire 5000, Russell 3000, S&P 500 et l'indice global des fonds de couverture d'actions HFRI. Ces indices pourraient ne pas être représentatifs de l'ensemble du marché. Source pour les fonds de capital-investissement : Cambridge Associates LLC. Comprend les rendements regroupés et les rendements annuels de 2008 des fonds de rachat nord-américains de toutes tailles pour la période allant de 1992 à 2019. Les rendements regroupés représentent les rendements nets, calculés en fonction du total des flux de trésorerie et des valeurs marchandes déclarés par les gestionnaires de chaque fonds dans leurs rapports financiers audités trimestriels et annuels. Ces rendements sont nets des frais de gestion, des charges et des primes de performance versées sous forme d'intéressement différé. Il est impossible d'investir directement dans un indice. Le graphique ne tient pas compte des frais liés aux opérations, des frais de gestion des placements ni des taxes ou impôts. Si ces coûts et ces frais étaient pris en compte, les rendements seraient plus bas. Les rendements antérieurs ne sont pas garantis des résultats futurs.

Ce que nous surveillons

Coefficient	Résultat
Endiguement important de la maladie	En grande partie
Forte relance du gouvernement	En grande partie
Diminution du nombre quotidien de nouveaux cas en Italie	Oui
Diminution du nombre quotidien de nouveaux cas aux États-Unis	Non
Diminution du nombre quotidien de décès dans le monde	Non
Diminution du nombre total de personnes malades	Non
Mise au point d'un important traitement curatif contre la COVID-19	Non
Fin de la quarantaine = non ; la main-d'œuvre reprend le travail en Chine	Non
Reprise de la croissance économique	Non
Développement d'un vaccin	Non

Mise à jour : Ce que nous surveillons

Le marché a subtilement changé de discours : la panique a fait place à l'optimisme prudent. Au début du mois de mars, la Chine a commencé à réduire les mesures de distanciation sociale et à revenir progressivement à la normale. Les pays occidentaux pourraient suivre son exemple dans

les mois à venir. Le marché perçoit des signes montrant que les mesures de distanciation et les fermetures pourraient avoir des effets positifs sur « la courbe ».

Malgré l'espoir suscité par l'amélioration de la situation depuis une semaine, nous prévoyons toujours que le marché baissier se poursuivra. Pendant combien de temps ? Nous ne le savons pas ; nous ne pouvons pas non plus prédire si les

prix des actifs continueront de décliner ou pas. Nous nous concentrons plutôt sur notre processus : procéder à un rééquilibrage systématique et stratégique, qui tient les émotions à l'écart, et éviter d'essayer d'anticiper le marché. En outre, nous pouvons veiller à maintenir une bonne diversification selon plusieurs facteurs, dont le risque d'illiquidité.

Comme d'habitude, et surtout en cette période de stress, nous sommes disposés, en tout temps, à répondre aux questions que vous pourriez avoir au sujet des marchés financiers et des éventuelles répercussions de la COVID-19 sur votre portefeuille. Aussi longtemps que durera cette période d'incertitude, nous vous promettons de vous garder bien au fait des derniers événements touchant les marchés et votre portefeuille, et nous vous offrons nos meilleurs souhaits pour l'avenir, à vous ainsi qu'à votre famille.

Portez-vous bien,
Stu



Gestion de patrimoine
PH&N Services-conseils
en placements

Indice Wilshire 5000 : L'indice du marché global Wilshire 5000 mesure le rendement de tous les titres de participation de sociétés établies aux États-Unis dont les cours peuvent être facilement obtenus. L'indice est ajusté en fonction des rendements de quelque 5 000 titres pondérés en fonction de la capitalisation boursière. Il est basé sur une capitalisation de 1 404,596 milliard de dollars au 31 décembre 1980 ; il peut donc donner une idée des fluctuations du marché des actions américaines en milliards de dollars.

Indice Russell 3000 : L'indice Russell 3000 est un indice pondéré selon la capitalisation boursière géré par FTSE Russell qui se veut une référence pour toutes les actions américaines. Il mesure le rendement des 3 000 plus grandes sociétés ouvertes constituées aux États-Unis en fonction de la capitalisation boursière totale.

Indice S&P 500 : L'indice S&P 500 est composé de 500 sociétés représentant divers secteurs d'activité de l'économie américaine. L'indice est pondéré en fonction de la capitalisation boursière, de façon à ce que les plus grandes sociétés constituent la majeure partie de l'indice, par rapport aux petites sociétés. Il vise à mesurer la performance économique générale des États-Unis en se fondant sur les fluctuations de la valeur marchande globale des plus grandes sociétés américaines.

Indice des fonds de couverture d'actions HFRI : L'indice des fonds de couverture d'actions HFRI 500 est un indice mondial équilibré des plus grands fonds de couverture compris dans la base de données de HFR, qui sont ouverts aux nouveaux investissements et qui procurent des liquidités au moins une fois tous les trimestres. Les fonds qui composent l'indice sont classés en différentes stratégies : couverture d'actions, stratégies événementielles, macroéconomiques ou de valeur relative.

Les rendements antérieurs ne sont pas garants des résultats futurs. Le présent document a été préparé pour l'usage de RBC Phillips, Hager & North Services-conseils en placements inc. (RBC PH&N SCP). Les renseignements contenus dans ce document sont fondés sur des données jugées fiables, mais nous ne pouvons en garantir l'exactitude ni l'intégralité, et ils ne doivent pas être interprétés comme tels. Les personnes et les publications citées ne représentent pas nécessairement l'opinion de RBC PH&N SCP. Ces renseignements ne constituent pas des conseils de placement et doivent être utilisés uniquement pendant une discussion avec votre représentant-conseil de RBC PH&N SCP. Ainsi, votre situation particulière sera prise en considération comme il se doit et vos décisions seront fondées sur la plus récente information qui soit. Ni RBC PH&N SCP, ni l'une ou l'autre de ses sociétés affiliées, ni toute autre personne n'acceptent en aucun cas la responsabilité de toute perte directe ou indirecte découlant de toute utilisation de cette présentation ou des données qui y sont contenues. Ce document est présenté uniquement à des fins d'information et ne doit d'aucune façon être considéré comme une source de conseils en matière de fiscalité ou de droit. Nous invitons les particuliers à s'adresser à un conseiller fiscal et à un conseiller juridique compétents avant de prendre des décisions fondées sur les renseignements qui y figurent. RBC PH&N SCP n'offre pas forcément tous les produits et services mentionnés dans ce document. Cependant, les partenaires de RBC peuvent les proposer. Communiquez avec votre représentant-conseil si vous voulez que l'on vous adresse à l'un de nos partenaires RBC qui offre les produits ou services énoncés. RBC PH&N SCP, RBC Gestion mondiale d'actifs inc., RBC Private Counsel (USA) Inc., la Société Trust Royal du Canada, la Compagnie Trust Royal, RBC Dominion valeurs mobilières Inc. et la Banque Royale du Canada sont des entités juridiques distinctes et affiliées. Les membres de l'équipe Services de gestion de patrimoine RBC sont des employés de RBC Dominion valeurs mobilières Inc. RBC PH&N SCP est une société membre de RBC Gestion de patrimoine, division opérationnelle de la Banque Royale du Canada. ® / ^{MC} Marque(s) de commerce de Banque Royale du Canada. RBC, RBC Gestion de patrimoine et RBC Dominion valeurs mobilières sont des marques déposées de Banque Royale du Canada, utilisée(s) sous licence. © RBC Phillips, Hager & North Services-conseils en placements inc., 2020. Tous droits réservés. 20_13945_1014 (2020-04)