

# À la recherche de la perle rare

Lettre d'information du 1er trimestre 2023

## L'incertitude s'accroît sur les marchés du crédit, compensée par les rendements obligataires plus faibles

Les écarts de taux se sont creusés au cours du trimestre en raison de l'incertitude liée à la crise de liquidité des banques en mars. Bien que les circonstances des faillites de la Silicon Valley Bank et de la Signature Bank soient uniques, il faut admettre que la rapidité de la chute d'une banque d'importance systémique mondiale comme le Credit Suisse était alarmante.

L'instabilité financière a accentué la volatilité des rendements obligataires au cours du premier trimestre de l'année. Au cours du mois de mars seulement, les rendements des obligations d'État canadiennes et américaines à deux ans ont chuté de 90 points de base et de 129 points de base respectivement, les marchés ayant anticipé des baisses de taux, attendues dès cet été. Dans l'ensemble, la baisse des rendements sans risque a soutenu les indices des obligations de qualité supérieure en compensant les pertes découlant de l'élargissement des écarts de taux.

Les répercussions des événements récents sur la croissance et les marchés continuent d'être évaluées et pourraient avoir une grande portée compte tenu du rôle essentiel que jouent les institutions financières dans le fonctionnement de l'économie réelle. En filigrane, la dispersion du crédit s'est accrue et, dans certains cas, les difficultés rencontrées par les banques régionales se sont répercutées sur les émetteurs non financiers ayant besoin de liquidité à court terme. Il existe un risque que le marché continue de punir les émetteurs qui dépendent du financement de gros et nous prévoyons demeurer vigilants dans nos évaluations de la liquidité dans un marché qui évolue rapidement.

## Synthèse des marchés

- Afin de poursuivre sa lutte contre l'inflation, le 24 mars, la Réserve fédérale américaine (la « Réserve fédérale ») a relevé ses taux d'intérêt de 25 points de base, mais les récentes turbulences dans le secteur financier américain et européen ont rendu les marchés obligataires moins confiants quant à la croissance économique future et les ont amenés à envisager des baisses de taux dès l'été 2023.
- Les écarts de taux se sont creusés pour un deuxième mois consécutif, affectant particulièrement les émissions à plus court terme et les entreprises du secteur financier.
- Les marchés boursiers restent résilients malgré les mauvaises nouvelles économiques et la forte probabilité d'accidents financiers, qui pourrait augmenter si les taux demeurent plus élevés que prévu.

## Le risque de crédit a été réévalué dans un contexte d'incertitude et a créé des occasions

La réévaluation des écarts de taux en mars a été défavorable pour les investisseurs en général, mais ce sont les détenteurs d'obligations à court terme qui en ont le plus souffert. Dans la tourmente, les investisseurs ont vendu des obligations à court terme pour générer des liquidités, ce qui a entraîné un aplatissement ou, dans certains cas, une inversion des courbes de crédit, ce qui signifie que les rendements des obligations à court terme dépassent ceux des obligations à long terme.

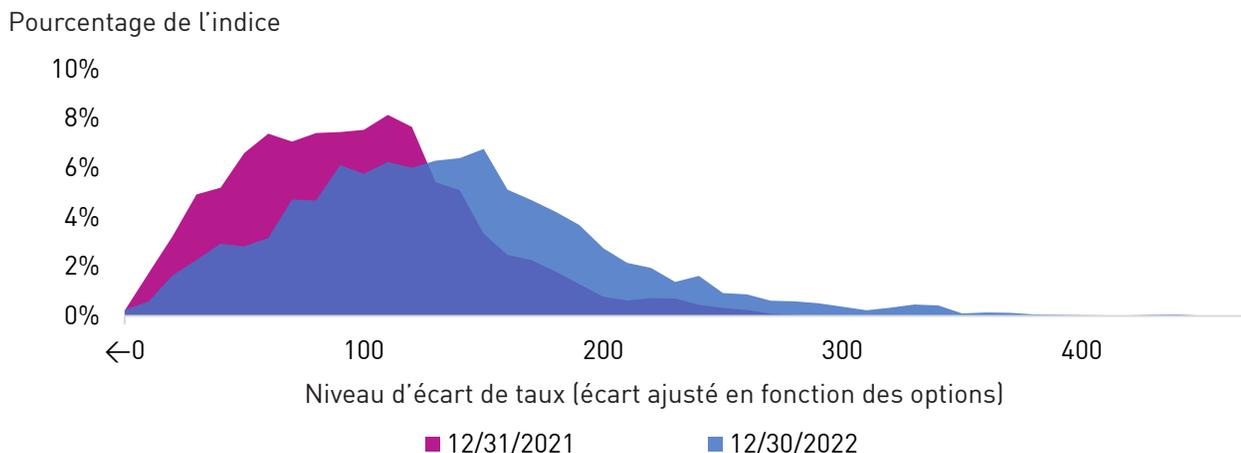
L'élargissement des écarts de taux a été inégalement réparti entre les secteurs, les banques et les institutions financières ayant connu la plus forte correction, les banques régionales et les grandes banques ayant vendu leurs titres. Il est intéressant de noter qu'un phénomène de rejet en bloc s'est également produit, car les crédits dans les secteurs défensifs ont été réévalués à la hausse par effet de contagion. C'est pourquoi nous avons adopté une stratégie de sélection de titres de créance de meilleure qualité, dont les cours ont été ramenés à des niveaux attrayants au plus fort de la volatilité. Par exemple, nous avons ajouté le risque non financier dans des segments du marché traditionnellement moins volatils comme les soins de santé, les produits pharmaceutiques et les biens de consommation de base.

Dans le secteur des services financiers, nous pensons que certaines créances américaines et canadiennes à court terme (trois ans ou moins) sont intéressantes. Nous réévaluons également les tranches de premier rang de la structure du capital dans certaines entreprises financières européennes.

### Empêcher un rejet en bloc

Comme il a été mentionné précédemment, la vente massive des titres de créance a créé une dispersion importante à travers l'ensemble des secteurs et au sein de ceux-ci. Comme l'illustre le graphique, la dispersion des écarts de taux au sein des titres de qualité supérieure est abondante (zone ombragée grise) par rapport aux années précédentes (zone ombragée bleue).

#### La dispersion des écarts de taux s'est considérablement accrue



Source : Bloomberg. Données en date du 03/31/2023. Indice = Bloomberg US Corporate Total Return Value Unhedged USD.

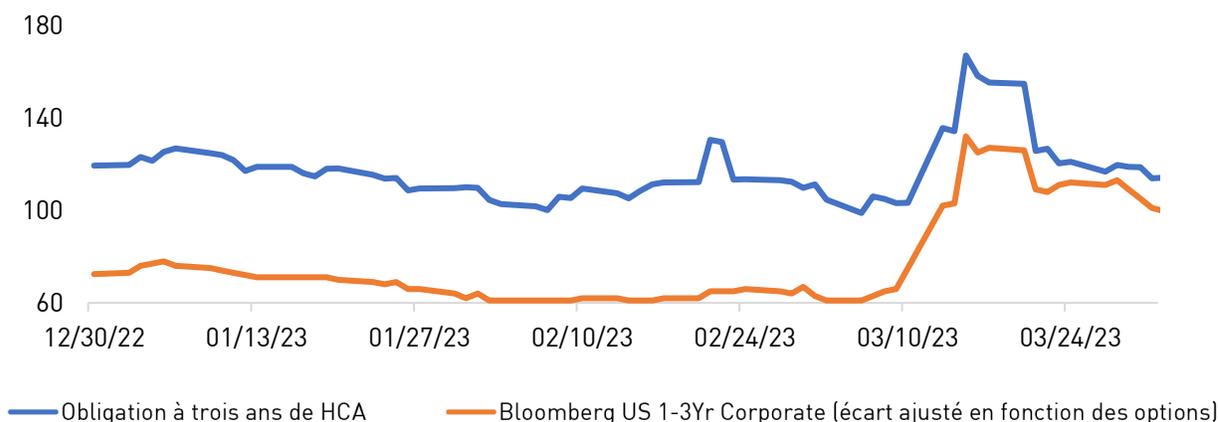
Nous avons profité de cette occasion pour effectuer une rotation vers une sélection des institutions financières de la plus haute qualité, c'est-à-dire des banques d'importance systémique mondiale, et pour accroître le rendement et la qualité du crédit de notre portefeuille, tout en réduisant le risque à terme dans de nombreux cas. Nous avons tout de même été sélectifs quant à l'ajout d'une exposition au secteur financier, car nous estimons que ces écarts plus larges reflètent assez fidèlement l'incertitude inhérente et, par conséquent, n'offrent pas encore de valeur.

Toutefois, la situation des sociétés non financières n'est pas la même, et nous avons estimé que de nombreux émetteurs des secteurs défensifs ont subi des pertes à la valeur du marché essentiellement en raison de la réticence à l'égard du risque. Parmi ces sociétés, nous avons investi dans les titres de l'émetteur HCA Inc., l'une des plus grandes sociétés de services de soins de santé (exploitant des hôpitaux et de centres de consultation externe) aux États-Unis. Il importe de noter que notre portée mondiale nous permet de détecter ces types d'occasions, étant donné que les émetteurs du secteur des soins de santé sont pratiquement inexistant sur le marché du crédit canadien.

Avant l'élargissement des écarts de taux, une obligation à trois ans émise par HCA se négociait à des niveaux d'écart toujours plus élevés que la moyenne des obligations de sociétés américaines assorties d'une échéance de un à trois ans. Les ventes massives d'obligations à court terme en mars ont entraîné un élargissement de l'écart de taux d'environ 70 points de base. Les écarts au niveau de l'indice se sont creusés d'un montant semblable, mais il est essentiel de souligner que l'indice est composé à 46 % d'émetteurs du secteur financier. Par conséquent, nous avons estimé qu'une obligation relativement sans effet de levier du secteur des soins de santé représentait une valeur intéressante, car elle a été rejetée en bloc.

### Obligation HCA à 3 ans par rapport à une obligation de société américaine moyenne de 1 à 3 ans

Écart de taux (écart ajusté en fonction des options)



Source : Bloomberg. Données en date du 03./31/2023.

Nous avons profité de cette occasion et avons renforcé notre position sur ce titre à des niveaux que nous considérons comme attrayants tant sur le plan absolu que relatif. Par la suite, les écarts de taux de l'obligation se sont redressés d'environ 53 points de base et se sont rapprochés des niveaux de l'indice. Nous espérons que ces occasions, certaines à court terme, d'autres à plus long terme, pourront offrir à nos investisseurs des rendements ajustés en fonction du risque intéressants.

## Mot de la fin

Les cours des obligations de sociétés ont rebondi jusqu'à la fin du trimestre en raison de la diminution des craintes d'une contagion plus large découlant de la crise bancaire et de la rumeur croissante selon laquelle la Réserve fédérale suspendra bientôt ses hausses et entamera un cycle de réduction des taux d'intérêt. Bien que les tensions dans le secteur bancaire se soient atténuées pour le moment, les participants au marché doivent encore faire face à de nombreux défis, notamment une probabilité accrue de récession en raison de la limitation des prêts bancaires et de l'accroissement du risque géopolitique. Par conséquent, l'évolution des taux d'intérêt et des marchés à risque demeure incertaine, car le compromis entre la lutte contre l'inflation et le risque de récession ou d'accident financier demeure au centre des préoccupations.

Face à l'incertitude, nous estimons que les obligations ont un avantage certain par rapport aux actions. Toutefois, contrairement à la reprise après la pandémie de COVID-19, où tous les titres se sont redressés à l'unisson, nous croyons que l'abandon des marchés tributaires de la liquidité a fait de ce cycle un environnement favorable à la sélection d'obligations. Par conséquent, nous croyons que les investisseurs ne devraient pas se reposer sur les stratégies obligataires passives, mais plutôt faire appel à un gestionnaire actif qui sélectionne les occasions qui s'offrent à eux.

Les renseignements communiqués dans les présentes par RP Investment Advisors LP (« RPIA ») sont à titre informatif seulement. Ils ne tiennent pas lieu de conseils financiers, juridiques, comptables ou fiscaux, de conseils de placement ou autres, et personne ne devrait utiliser ce contenu ou s'y fier à cet égard sans obtenir les conseils professionnels appropriés. Ils proviennent de sources jugées fiables, bien que leur exactitude ou leur exhaustivité ne soit pas une garantie, et RPIA n'assume aucune responsabilité ou obligation de quelque nature que ce soit en les fournissant. Des modifications peuvent y être apportées et RPIA n'assume aucune obligation de communiquer de telles révisions ou mises à jour. Sauf indication contraire, tous les renseignements proviennent de RPIA. Ils ne constituent pas le fondement d'une offre ou d'une sollicitation d'achat ou de vente de titres. Les produits et services de RPIA ne sont offerts que dans les territoires où ils peuvent être légalement offerts et aux investisseurs qui y sont admissibles en vertu des règlements applicables. Les stratégies et les fonds gérés de RPIA comportent un risque de perte financière. Les rendements ne sont pas garantis et les rendements passés pourraient ne pas se reproduire.

Les stratégies et les fonds gérés de RPIA comportent un risque de perte financière. Les rendements ne sont pas garantis et les rendements passés pourraient ne pas se reproduire. Les calculs internes représentent des calculs de RPIA non officiels et ne doivent pas être considérés comme des rapports officiels. Les titres et les scénarios de négociation sont présentés à titre d'exemple et n'indiquent pas nécessairement une opération ou une détention actuelle dans le cadre d'une stratégie ou d'un fonds de RPIA en particulier.

Les comparaisons du rendement de l'indice présentées visent à illustrer le rendement historique des stratégies indiquées par rapport à celui de l'indice boursier donné pendant la période indiquée. La comparaison n'est faite qu'à titre informatif et n'est pas garante d'un rendement futur. Un indice et une stratégie de placement ou un fonds d'investissement présentent plusieurs différences qui peuvent avoir une incidence sur le rendement et les caractéristiques de risque de chacun d'eux. Les indices boursiers ne sont pas directement investis et le rendement de l'indice ne tient pas compte des honoraires, des frais et des taxes et des impôts qui pourraient s'appliquer à une stratégie de placement ou à un fonds d'investissement.

Les « énoncés prospectifs » reposent sur des hypothèses formulées par RPIA à l'égard de ses opinions et stratégies de placement dans certaines conditions de marché et sont assujettis à un certain nombre de facteurs atténuants. La conjoncture économique et les conditions du marché sont susceptibles de changer, ce qui peut avoir une incidence importante sur les événements futurs réels et, par conséquent, sur les points de vue de RPIA, sur le succès des stratégies prévues par RPIA ainsi que sur sa ligne de conduite réelle.