

Étude de cas d'investissement

Tirer de la valeur des BISM après une crise bancaire

Contexte

La faillite de la Silicon Valley Bank (SVB) en mars – alors la deuxième plus importante de l'histoire bancaire américaine – a secoué les marchés financiers à l'échelle mondiale. Bien que la crise ait accentué les inquiétudes quant à la stabilité du marché, elle a également engendré des déséquilibres de prix dans le secteur financier, dont l'équipe des placements de RPIA a su tirer parti.

La crise a durement touché les banques d'importance systémique mondiale (les « BISM »), les investisseurs redoutant les répercussions de l'effondrement des banques régionales. Malgré ces inquiétudes, nous avons perçu l'élargissement des écarts de crédit des BISM comme un point d'entrée intéressant, les grandes banques étant bien positionnées pour résister à la crise, voire en tirer avantage.

En prenant comme exemple notre exposition accrue aux BISM au cours du dernier trimestre, la présente étude de cas illustre comment nous gérons activement les conditions volatiles du marché en appliquant un processus d'investissement rigoureux et discipliné afin de protéger le capital des investisseurs et d'extraire constamment de la valeur du marché mondial du crédit.

Image 1 : Processus d'investissement de RPIA

Détermination des thèmes de placement selon une approche descendante

Le **comité des placements** détermine les axes macroéconomiques qui guideront nos efforts de recherche.

Analyse fondamentale

L'**équipe chargée de la recherche** s'appuie sur une analyse financière traditionnelle et une analyse axée sur les facteurs ESG pour repérer les émetteurs les plus prometteurs.

Sélection de titres

Nous utilisons une **technologie et une expertise exclusives** pour sélectionner le titre optimal au sein de la structure du capital d'un émetteur.

Détermination de la taille de la position et exécution de l'opération

L'**équipe chargée de l'exécution** détermine la taille du placement en fonction du niveau de conviction, des considérations liées à la liquidité et des expositions existantes du portefeuille.

Engagement continu de l'équipe de gestion des risques et contrôle par l'intermédiaire du comité de gestion des risques

Étape 1 : Définition de l'approche descendante

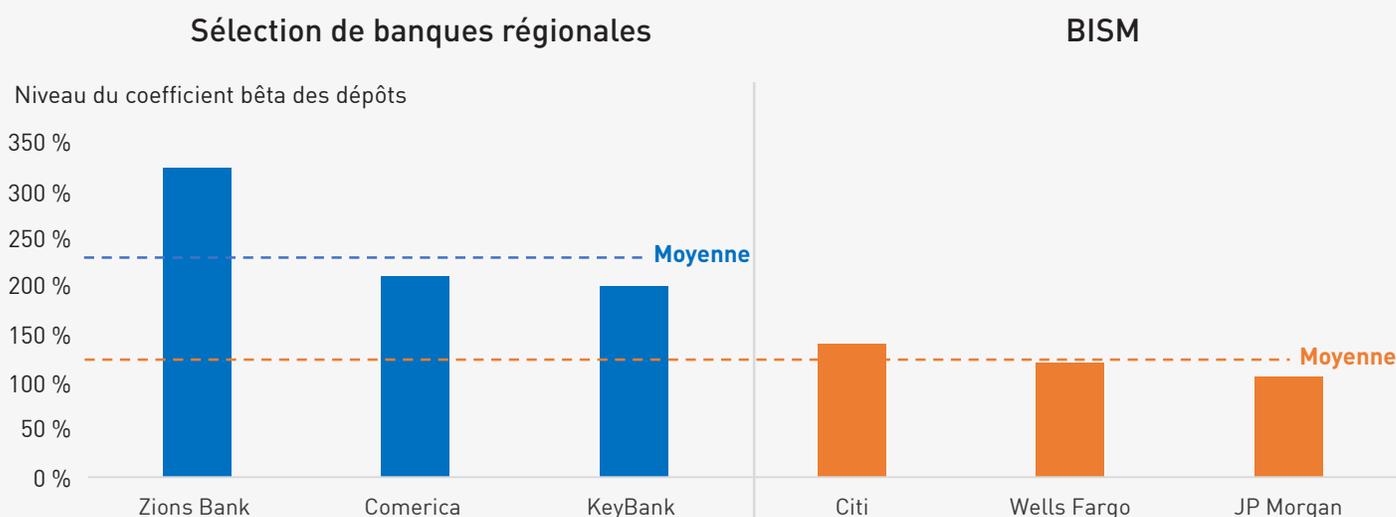
Reconnaître les grandes tendances et les évolutions du marché susceptibles d'avoir une incidence importante sur le secteur des placements constitue le point de départ de notre processus d'investissement.

Dans la foulée de l'effondrement de SVB, les écarts de crédit de toutes les institutions financières, y compris les BISM, se sont élargis. Les banques régionales se sont retrouvées confrontées à des sorties de dépôts en raison des inquiétudes des déposants quant à une instabilité possible. Pour conserver leurs dépôts, ces banques ont dû augmenter les taux créditeurs, ce qui a exacerbé leurs difficultés.

Au cœur de la crise, les BISM ont tiré parti de l'afflux de dépôts provenant des banques concurrentes régionales. Contrairement à leurs homologues régionales, les BISM n'ont pas eu besoin d'offrir des taux créditeurs élevés sur les dépôts pour attirer les flux de capitaux, ce qui a favorisé leur rentabilité. Grâce à des portefeuilles de prêts plus stables et diversifiés que ceux des banques régionales, les BISM ont en quelque sorte bénéficié de la crise. Notre comité des placements a vu dans l'élargissement des écarts une occasion d'établir des positions dans des titres liquides d'émetteurs de haute qualité à des valorisations intéressantes.

Graphique 1 : Le coefficient bêta des dépôts a fortement augmenté pour les banques régionales au T2

Aperçu du coefficient bêta des dépôts des banques (sensibilité du taux créditeur aux taux d'intérêt)



Étape 2 : Analyse fondamentale

Après avoir réalisé une analyse financière traditionnelle et une analyse axée sur les facteurs ESG, nos spécialistes de la recherche sur le crédit ont retenu Wells Fargo comme l'une des valeurs les plus intéressantes du secteur. Grâce à une activité franchisée de prêts à la consommation et de prêts commerciaux importante et diversifiée dans l'ensemble des États-Unis, à un réseau bien établi de succursales, à un système efficace de collecte de dépôts, à l'une des parts de marché les plus importantes en matière de dépôts et à une base de dépôts solide et stable couvrant tout le territoire, la banque était bien positionnée pour surmonter la crise.

En outre, les résultats de Wells Fargo au deuxième trimestre ont été solides, dépassant les estimations des analystes et validant la stratégie de placement. En juin, la banque a également passé le test de résistance de 2023 de la Réserve fédérale, obtenant des résultats favorables, et prévoyait une réduction de sa réserve de fonds propres pour scénario adverse, ce qui témoignait de la solidité de sa position de capital.

Comparativement à d'autres banques américaines, les écarts de taux de Wells Fargo étaient plus élevés et offraient un plus grand potentiel de hausse, ce qui la rendait plus attractive du point de vue de la valorisation relative. Bien que l'exposition relativement élevée de Wells Fargo au marché de l'immobilier commercial l'expose à des risques accrus liés à ses actifs, son profil de crédit global solide et son potentiel de hausse plus élevé compensent ces risques.

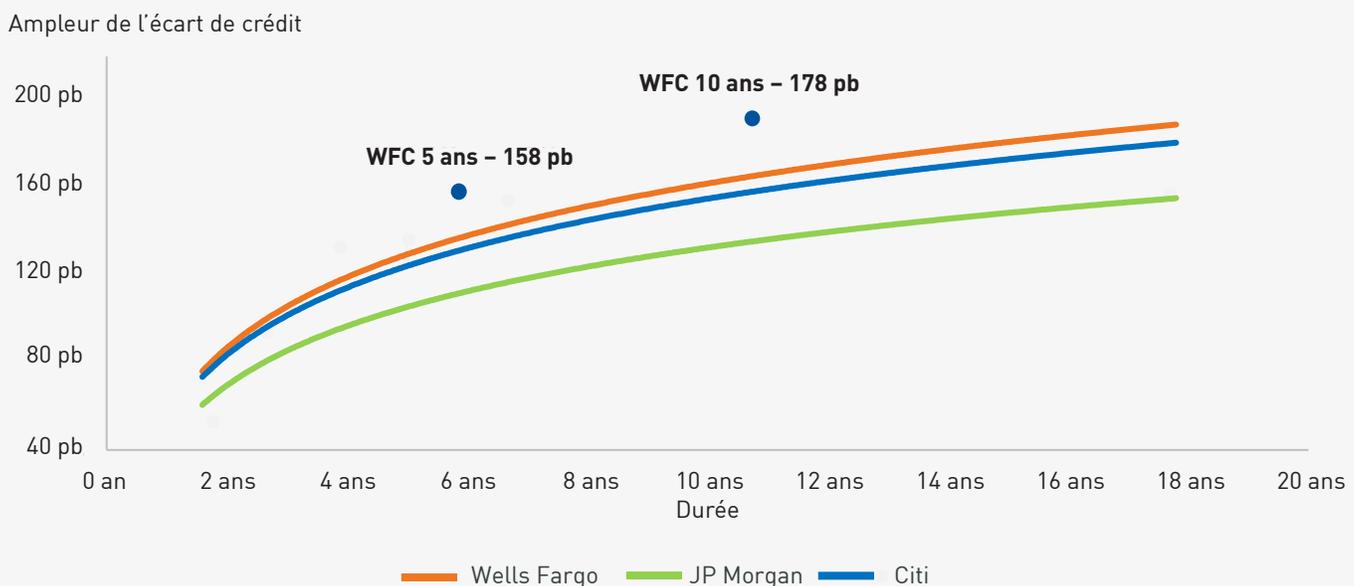
Étape 3 : Sélection de titres

Même si de nombreux titres de créance de Wells Fargo étaient en circulation, l'équipe, après s'être entretenue avec la direction avant l'annonce de ses résultats pour le deuxième trimestre de 2023, s'attendait à ce que la banque émette de nouveaux titres de créance après cette publication. En engageant de manière proactive le dialogue avec l'émetteur, nous avons manifesté notre intérêt en amont, nous positionnant ainsi stratégiquement pour participer à l'émission.

Comme prévu, Wells Fargo a émis des obligations de premier rang non garanties, en deux tranches. Cette émission en deux tranches a été lancée sur le marché américain et comprenait une obligation à 6 ans prévoyant une période sans remboursement anticipé de 5 ans, ainsi qu'une obligation à 11 ans prévoyant une période sans remboursement anticipé de 10 ans. À cette étape du processus, nos gestionnaires de portefeuille tirent parti de notre technologie de négociation exclusive pour optimiser la sélection de titres. Notre technologie nous permet de déterminer très rapidement que ces nouvelles émissions se négociaient à un escompte de 5 à 10 points de base (pb) par rapport aux obligations existantes sur le marché.

Graphique 2 : Les nouvelles obligations de WFC se sont négociées à un escompte important par rapport aux obligations existantes

Courbe des écarts de crédit – Grandes banques américaines



Source : Bloomberg, RPIA. Données en date du 18 juillet 2023.

Étape 4 : Taille de la position et exécution

Nos gestionnaires de portefeuille chargés de l'exécution ont évalué notre niveau de confiance, les considérations liées à la liquidité et l'exposition existante du portefeuille, et ont collaboré avec l'équipe de gestion des risques pour déterminer la taille de notre position.

Compte tenu de notre haut niveau de confiance, de l'importance de l'opération, d'un carnet d'ordres bien couvert et souscrit à hauteur de 200 % à 300 %, ainsi que de la forte demande pour les titres de créance des BISM en raison d'un faible volume d'émissions depuis le début de l'année, nous avons soumis un ordre substantiel. Pour les deux tranches, nous avons reçu une attribution totale de 110 millions de dollars, dont 20 millions de dollars pour la stratégie d'Obligations toutes sociétés RP. Pour améliorer notre positionnement stratégique, nous avons saisi l'occasion d'ajouter des obligations supplémentaires sur le marché secondaire immédiatement après l'attribution initiale afin de nous aligner sur notre cible de répartition souhaitée, qui est généralement de plus de 3 % du portefeuille pour les titres dans lesquels nous avons une grande confiance.

Résultats et suivi

Après avoir pris la position sur Wells Fargo, nous avons constaté un fort rendement des deux obligations, les obligations à 6 ans prévoyant une période sans remboursement anticipé de 5 ans et les obligations à 11 ans prévoyant une période sans remboursement anticipé de 10 ans se resserrant respectivement de 18 points de base et de 21 points de base. Notamment, l'obligation à 11 ans prévoyant une période sans remboursement anticipé de 10 ans a été le principal contributeur au rendement obtenu par la stratégie d'Obligations toutes sociétés RP en juillet.

Sur le plan sectoriel, la pondération des BISM a augmenté, passant de 9 % à la fin du premier trimestre à 20 % à la fin du deuxième trimestre. Ces positions ont contribué à hauteur de 17 pb aux rendements bruts du crédit de la stratégie.

La surveillance de nos positions est un élément essentiel de notre stratégie de placement, particulièrement dans des conditions volatiles. Une fois qu'une position est prise, nos équipes de gestion de portefeuille et de gestion des risques surveillent les profits et les pertes réalisés et évalués à la valeur de marché, ainsi que l'évolution du rendement de l'obligation par rapport au marché, à son secteur et à des obligations similaires. Nos portefeuilles sont examinés quatre fois par jour pour vérifier leur conformité aux limites de risque établies, et toute anomalie est signalée en temps réel. De plus, les profits et les pertes, que ce soit pour le portefeuille, les types de titres, les secteurs, les symboles ou les obligations, sont analysés afin de cerner les risques non compensés, qui sont ensuite abordés et résolus en temps réel ou lors des réunions hebdomadaires de notre comité de gestion des risques.

Perspectives

Bien que plusieurs indicateurs économiques laissent entrevoir des conditions macroéconomiques difficiles au cours des prochains trimestres, nous continuons d'entrevoir des occasions intéressantes dans le secteur des services financiers de haute qualité, en particulier les BISM qui bénéficient d'une situation financière solide, d'un degré élevé de diversification et de niveaux de capital prudents. Nous continuons à surveiller nos positions et croyons qu'il existe encore un potentiel de rendements ajustés au risque intéressants. Notre processus d'investissement méthodique, conjugué à l'expertise de notre équipe, nous dote des bons outils pour repérer les écarts de valorisation relatifs et saisir rapidement les meilleures occasions pour nos investisseurs.

Rôle de l'équipe de gestion des risques

Notre équipe de gestion des risques intervient activement à chaque étape du processus d'investissement, et ses analyses sont particulièrement précieuses lors de la détermination de la taille des positions et de leur exécution. Les gestionnaires de risques collaborent avec les gestionnaires de portefeuille pour déterminer la taille appropriée des positions, en utilisant à la fois des méthodologies quantitatives et des évaluations qualitatives. Lors de l'évaluation de Wells Fargo, notre modèle a révélé que les obligations à 11 ans prévoyant une période sans remboursement anticipé de 10 ans se situaient dans le 94^e percentile de la liquidité globale parmi les obligations de sociétés de première qualité, avec des volumes quotidiens attendus élevés et un faible coût de liquidation, même dans des conditions de marché difficiles. Les gestionnaires de portefeuille chargés de l'exécution sont alors en mesure de déterminer la taille de la position et de l'exécuter en s'appuyant sur les analyses de l'équipe de gestion des risques.

NOUS JOINDRE



Accueil des visiteurs

43 Hazelton Avenue
Toronto (Ontario) M5R 2E3

Livraisons

39 Hazelton Avenue
Toronto (Ontario) M5R 2E3



www.rpia.ca

CLIENTS PRIVÉS ET INSTITUTIONNELS



+1 647 776 2566



investors@rpia.ca

CONSEILLERS EN PLACEMENT



+1 647 776 2565



advisorservices@rpia.ca

Renseignements importants

RP Investment Advisors LP (« RPIA ») fournit les renseignements figurant dans les présentes 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; RPIA n'assume aucune responsabilité ou obligation de quelque nature que ce soit en les fournissant. Des modifications peuvent être apportées aux renseignements fournis et RPIA n'est aucunement tenue de communiquer les révisions ou les mises à jour des renseignements présentés. Sauf indication contraire, tous les renseignements proviennent de RPIA. Les renseignements présentés 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. La stratégie d'Obligations toutes sociétés RP est offerte aux termes de dispenses de prospectus aux investisseurs canadiens admissibles par l'intermédiaire de parts des Obligations toutes sociétés RP. Le rendement des fonds pour l'investisseur peut différer du rendement de la stratégie présenté. 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. Les exemples de titres et d'opérations sont présentés à titre indicatif et ne reflètent pas nécessairement une opération ou un placement actuel dans une stratégie ou un fonds de RPIA en particulier.