



Infolettre sur les obligations des sociétés

Jun 2020

En fin de course

Il n'y a aucun moyen de l'édulcorer. Le changement est arrivé du jour au lendemain. Nous sommes passés de marchés financiers et d'une économie en pleine ébullition à un désespoir absolu. Dans le monde, des centaines de milliers de personnes ont perdu la vie. Des millions de personnes sont malades et des dizaines de millions se retrouvent au chômage et peinent à nourrir leur famille. Dans les pays développés, les écoles, les stades et les rues sont vides. L'ampleur du carnage médical, social et économique a abasourdi les esprits.

Alors que les gouvernements assouplissent désormais les restrictions liées à la COVID-19, parfois de manière trop lente ou trop rapide, nous pensons qu'il est temps de faire le bilan de ce qui s'est passé. Depuis que la COVID-19 a vu le jour à Wuhan à la mi-janvier, l'impact sur les marchés financiers et les flux a été extrême dans les deux sens. Nous sommes passés d'une vente brutale et d'une destruction de valeur cataclysmique en mars à la résurgence des marchés financiers aux mois d'avril et mai. Les esprits cyniques du marché se montrent désobligeants vis-à-vis de la reprise des « actifs à risque », comme c'est toujours le cas sur un marché haussier. La valorisation actuelle du prix est-elle justifiée ? Eh bien, comme toujours, la bonne réponse est « ça dépend ».

Quoi qu'il en coûte

À mesure que le monde prenait conscience du risque que la COVID-19 représentait pour la santé, la panique a provoqué de graves bouleversements sur les marchés financiers. Les marchés des titres à revenu fixe ont divergé. Les rendements des obligations gouvernementales ont chuté tandis que les primes de risque des obligations de sociétés grimpaient en flèche. Les liquidités se sont évaporées et même les bons du Trésor Américain à court terme (UST) étaient très difficiles à vendre et acheter alors que les négociants courraient se mettre à l'abri.

En mars, les banques centrales ont baissé en urgence les taux d'intérêt, ce qui a ralenti le déclin en chute libre des marchés financiers. La vaste Banque fédérale de réserve a injecté massivement des liquidités sur les marchés du crédit américains. La Banque du Canada a fait sa part pour soutenir les

marchés du crédit canadiens, bien que beaucoup plus tard, un peu plus lentement, et avec beaucoup moins de brutalité.

Les politiques budgétaires annoncées ensuite par les gouvernements coûteront cher, mais elles sont un remède indispensable pour des économies en plein arrêt cardiaque. De nombreuses entreprises ont vu leurs revenus disparaître littéralement et l'activité économique a plongé, emportant avec elle les produit et revenu intérieurs bruts.

La liquidité est rapidement revenue sur les marchés du crédit de qualité supérieure lorsque la Réserve a copié la politique de la BCE, créant avec détermination sa propre version du « Quoi qu'il en coûte ». L'achat de Fonds Négociés en Bourse (FNB) est une forme très novatrice de politique monétaire expérimentale, mais cela a stimulé le marché des obligations de société de qualité supérieure (IG). Craignant l'impact de laisser des émetteurs à l'écart, les programmes de la Réserve se sont étendus aux anges déchus rétrogradés dans la catégorie inférieure après la fameuse date du 22 mars. La Réserve a de nouveau garanti les fonds communs de placement du marché monétaire. Ceux-ci semblent désormais offrir une assurance-dépôts sans aucune prime versée.

Ce tsunami de politiques monétaires a été un succès. Les politiques du « Quoi qu'il en coûte » se sont imposées et l'accès au crédit a été rétabli. Les entreprises de qualité supérieure ont pu utiliser leurs lignes de crédit et les marchés des nouvelles émissions pour constituer leurs réserves de liquidités. Reste à voir si ces actions auront permis d'éviter une catastrophe économique, mais les politiques monétaire et budgétaire ont été élaborées rapidement et vigoureusement. Les choses ont évolué si rapidement sur le front politique que les marchés ont eu du mal à suivre. Une fois qu'ils avaient saisi « l'avantage politique », c'était reparti à la hausse, toujours plus haut !

Comparaison des rendements des marchés financiers canadien, américain et européen Au 31 mai 2020

| Rendements en devise locale | Indice ICE BofA Canada Corp (FOCO) | Indice ICE BofA US Corp (COAO) | Indice ICE BofA Euro Corp (ER00) | Indice ICE BofA Canada High Yield (HC00) | Indice ICE BofA US High Yield (HOAO) | Indice ICE BofA Euro Currency High Yield (HP00) | Indice* S&P/ LSTA Leveraged Loan | Indice* S&P Euro Leveraged Loan | S&P/TSX Composite | S&P 500 |
|--|------------------------------------|--------------------------------|----------------------------------|--|--------------------------------------|---|----------------------------------|---------------------------------|-------------------|--------------|
| 1 mois | 0.45 | 1.75 | 0.18 | 1.35 | 4.57 | 3.02 | 3.77 | 2.84 | 2.98 | 4.76 |
| 3 mois | 5.20 | 7.11 | 3.74 | 5.11 | 8.55 | 9.01 | 8.44 | 11.34 | 14.01 | 18.19 |
| DDA | 2.29 | 2.77 | (2.54) | (3.34) | (5.70) | (6.80) | (5.71) | (5.52) | (10.01) | (4.97) |
| Valeur marchande de l'indice (USD) | 366 611\$ | 7 848 787\$ | 2 950 277\$ | 9 167\$ | 1 288 362\$ | 416 966\$ | 1 187 600\$ | 247 321\$ | 1 670 000\$ | 26 240 000\$ |
| Rendements maximal et minimal en devise locale depuis le début de l'année | | | | | | | | | | |
| Rendement maximal DDA | 6.72 | 5.63 | 1.34 | 2.62 | 1.25 | 1.35 | 0.81 | 0.82 | 5.20 | 4.80 |
| Enregistré le | 9-Mar-20 | 6-Mar-20 | 20-Fév-20 | 9-Mar-20 | 20-Fév-20 | 20-Fév-20 | 26-Jan-20 | 18-Fév-20 | 19-Fév-20 | 19-Fév-20 |
| Rendement minimal DDA | (3.21) | (10.37) | (7.09) | (8.78) | (20.56) | (18.92) | (20.09) | (19.40) | (34.20) | (30.70) |
| Enregistré le | 25-Mar-20 | 20-Mar-20 | 25-Mar-20 | 27-Mar-20 | 23-Mar-20 | 23-Mar-20 | 23-Mar-20 | 23-Mar-20 | 23-Mar-20 | 23-Mar-20 |

| Série de données Rendements mensuels et sur 12 mois glissants Maximal et Minimal en devise locale | | | | | | | | | | |
|---|--------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Rendement mensuel Maxi | 3.50 | 5.55 | 3.24 | 7.84 | 11.47 | 12.98 | 8.70 | 6.29 | 11.84 | 10.93 |
| Enregistré le | Jan-15 | Déc-08 | Jui-09 | Aout-00 | Avr-09 | Mai-09 | Avr-09 | Mai-09 | Déc-99 | Oct-11 |
| Rendement Maxi 12M glissants | 18.08 | 30.79 | 19.14 | 57.84 | 64.14 | 82.98 | 51.62 | 45.13 | 61.36 | 53.62 |
| Fin de la période de 12M | Jan-10 | Oct-09 | Mar-10 | Jan-10 | Nov-09 | Mar-10 | Déc-09 | Jan-10 | Aout-00 | Fév-10 |
| Rendement mensuel Mini | (6.19) | (7.47) | (6.78) | (10.20) | (16.30) | (17.17) | (13.22) | (14.94) | (20.21) | (16.80) |
| Enregistré le | Mar-20 | Mar-20 | Mar-20 | Jan-09 | Oct-08 | Oct-08 | Oct-08 | Mar-20 | Aout-98 | Oct-08 |
| Rendement Mini 12M glissants | (1.43) | (14.32) | (6.15) | (9.73) | (31.31) | (32.82) | (29.10) | (30.20) | (40.20) | (43.32) |
| Fin de la période de 12M | Jan-00 | Oct-08 | Oct-08 | Jan-09 | Nov-08 | Nov-08 | Déc-08 | Déc-08 | Fév-09 | Fév-09 |
| Série de données disponible depuis | Déc-96 | Déc-96 | Déc-97 | Jan-98 | Déc-96 | Jan-98 | Jan-99 | Jan-03 | Jan-97 | Jan-97 |

Sources : ICE BofA Indices S&P/LSTA, Bloomberg. S&P/TSX Composite Rendements globaux depuis 2010
* Valeur nominale de l'indice

Le tableau ci-dessus met en évidence les rendements des principaux marchés du crédit et des marchés boursiers canadien et américain. Du sommet au creux, le marché américain des obligations de qualité supérieure (IG) a chuté de 16,0%. Le marché américain des obligations à rendement élevé (HY) a baissé de 21,8% et le S&P 500 de 35,6% au cours de la même période. La plupart des marchés ont atteint le creux le 23 mars. Les marchés du crédit canadiens ont gelé et l'inactivité a artificiellement stoppé la baisse. Les marchés canadiens des obligations de bonne qualité (IG) et à rendement élevé (HY) n'ont baissé que de 9,9% et 11,4%, du sommet au creux, avec le S&P TSX en baisse de 39,4%. Les marchés des actions et du crédit ont ensuite rebondi de manière significative par rapport aux creux. Ça va, ça vient, en haut, en bas et nous y revoilà.

Vous vous rappelez quand tout allait bien?

Vous souvenez-vous de l'époque où les choses allaient vraiment bien ? C'était il n'y a pas si longtemps. Février 2020 pour être exact. Avant que le mot COVID-19 ne devienne familier, les économies canadienne et américaine se développaient à un taux tout à fait respectable de 1,9% et 2,1%, le chômage se situait à 5,7% et 3,5% et l'inflation s'insinuait à 2,1% et 2,5%. L'argent bon marché a alimenté la spéculation sur le crédit, les actions et l'immobilier. Les marchés boursiers ont atteint des sommets historiques le 19 février. Tout a ensuite éclaté sur les marchés lorsque la COVID-19 est passée de « ce n'est pas pire que la grippe traditionnelle » à la destruction des économies américaine, canadienne et mondiale.

| Description | Chiffres réels Pre-COVID | | Dernières prévisions | |
|---|--------------------------|----------|----------------------|-----------|
| | Canada | É. U. | Canada | É. U. |
| Produit Intérieur Brut Réel d'une année à l'autre | 1.9% | 2.1% | -12.0% | -5.6% |
| Produit Intérieur Brut Réel Trimestriel Annualisé | 0.1% | 2.3% | -20.0% | -39.6% |
| PIB (Milliards) | 2 338\$ | 21 220\$ | 1 990\$ | 19 100\$ |
| Indice des Prix à la Consommation d'une année à l'autre | 2.1% | 2.5% | 0.0% | -2.2% |
| Taux de chômage | 5.7% | 3.5% | 13.4% | 14.0% |
| Déficit du Gouvernement Fédéral (Milliards) | (25\$) | (984\$) | (252\$) | (3 700\$) |
| Déficit en % du PIB | -1.1% | -4.6% | -12.7% | -19.4% |
| Ratio de la dette publique (en % du PIB) | 30.8% | 79.2% | 48.4% | 101.0% |

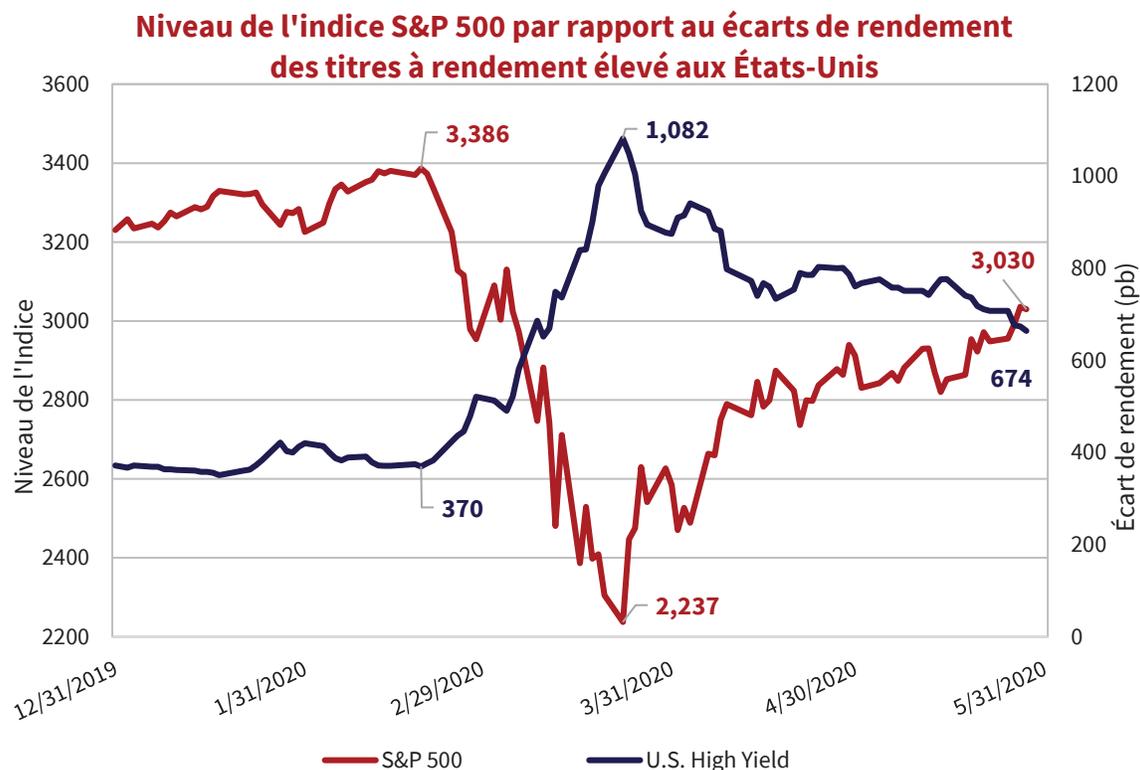
Source : Statistiques Canada, Bureau du Directeur Parlementaire du Budget, Congressional Budget Office



Le Bureau du directeur parlementaire du budget prévoit désormais que l'économie canadienne se contractera à un taux annuel de -20% au deuxième trimestre. À titre de comparaison, le PIB canadien s'est contracté de -3,2% en 1982, la pire mesure jamais enregistrée. Les prévisions du Canada, bien que terribles, semblent optimistes compte tenu de l'estimation par le Congressional Budget Office d'une baisse de 39,6% de l'économie américaine. Pour les deux marchés, les prévisions du taux de chômage sont d'environ 14%. La dette et les déficits montent en flèche. À une époque où il y a peu de certitudes, une chose est pourtant claire : la gueule de bois liée à l'arrêt à court terme de l'économie mêlé à des solutions économiques non testées reste inconnue et pourrait s'avérer longue et douloureuse.

Début 2020, des marchés boursiers en ébullition ont soutenu la spéculation des marchés du crédit. Le 19 février, le S&P 500 a culminé à 3 386 avec des écarts relatifs aux obligations à rendement élevé (HY) de 370 points de base (pb). Le différentiel de rendement de 3,7% sur les Bons du Trésor américain (UST) qu'un émetteur de qualité inférieure a payé pour emprunter de l'argent était bien inférieur à la moyenne historique de 5,5%.

Les marchés se sont renfrognés lorsque les vacances de printemps, les séries éliminatoires et les cérémonies de remise de diplôme ont laissé place à l'enseignement à domicile et aux concepts « confiné chez soi » et de « distanciation sociale ». Le 23 mars, le S&P a clôturé à 2 237, en baisse de 34%. Les écarts relatifs aux obligations à rendement élevé (HY) ont clôturé à 1082 pb soit une prime de près de 11% par rapport aux bons du Trésor américain. Les banques centrales et les réponses en matière de politique publique ont atténué la panique des marchés et ces derniers ont commencé à retracer les pertes. L'ampleur et la détermination de la réponse de la Réserve fédérale en matière de politique publique a endurci les marchés. Au 29 mai, les écarts relatifs aux obligations à rendement élevé s'étaient resserrés de 433 points de base et le S&P 500 avait fait un bond de 807 points par rapport au 23 mars.

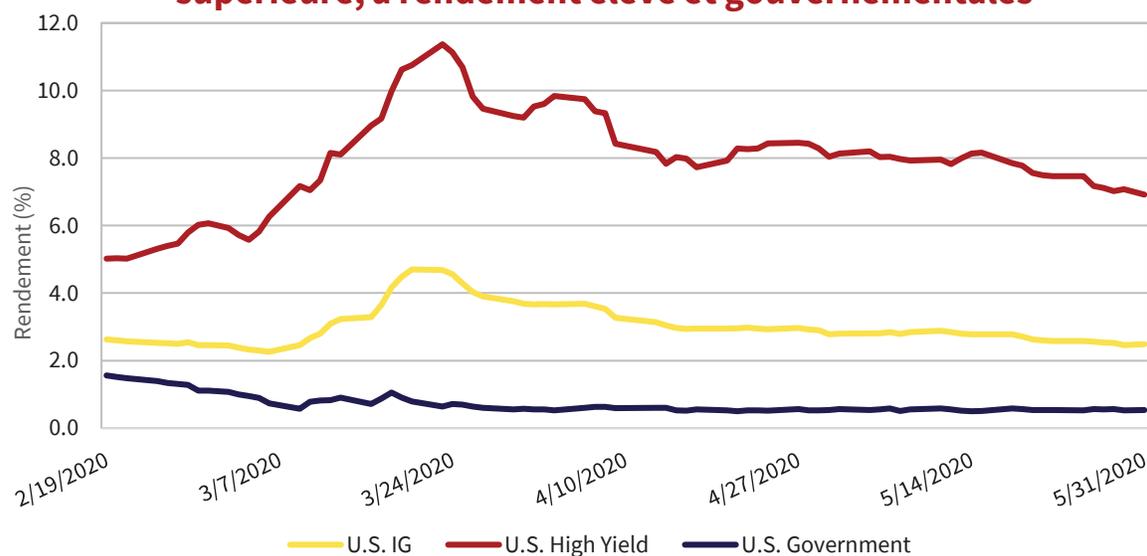


Source : Bloomberg, Indices ICE BofA

Des marchés en panique

À quoi a ressemblé la panique sur les marchés des titres à revenu fixe ? Le graphique ci-dessus vous montre comment les écarts relatifs aux titres à rendement élevé ont baissé lorsque les cours des actions ont plongé. Les investisseurs se sont précipités vers la sortie, vendant toutes les obligations de sociétés de bonne qualité et à rendement élevé qu'ils pouvaient pour acheter des Bons du Trésor américain (UST). La fuite vers les actifs de qualité a fait chuter les rendements des UST tandis que les écarts de taux sur les obligations de sociétés ont fortement augmenté.

Rendements des obligations américaines de qualité supérieure, à rendement élevé et gouvernementales



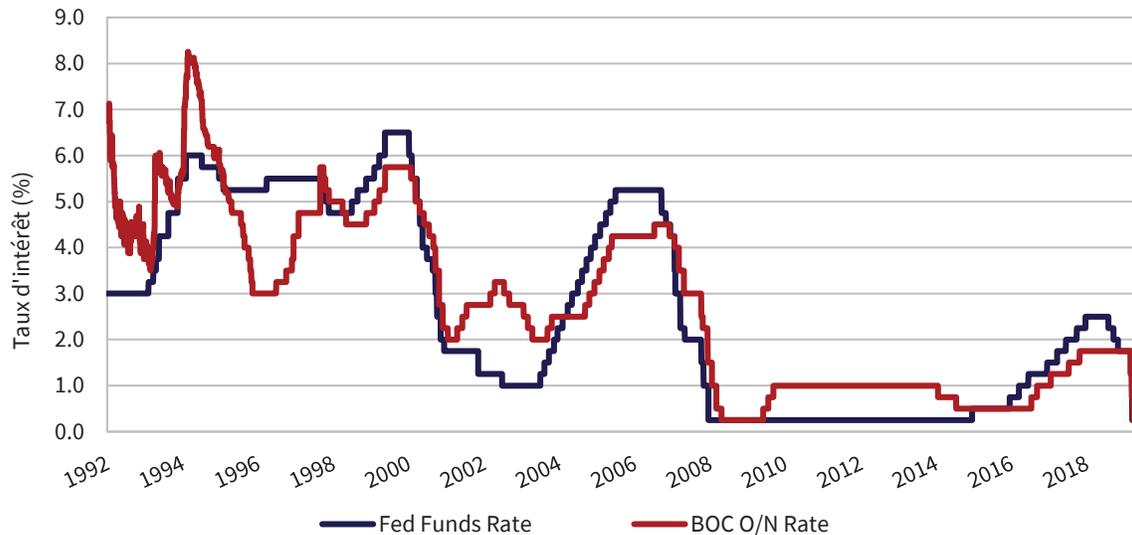
Source : Indices ICE BofA

Le graphique ci-dessus illustre l'impact de la fuite vers les actifs de qualité sur les rendements des obligations des bons du Trésor américain, de qualité supérieure et à rendement élevé. La ligne bleue montre que les rendements des Bons du Trésor américain (UST) ont chuté tandis que la ligne jaune IG (titres de qualité supérieure) et la ligne rouge HY (titres à rendement élevé) ont « poussé » à la hausse. La baisse rapide des rendements des obligations gouvernementales a transformé les détenteurs de dette souveraine en héros malgré eux et a laissé dévastés les investisseurs en obligations de société. Le graphique met également en évidence l'énorme opportunité créée par les cessions inconsidérées sur le marché. Les obligations à rendement élevé qui rapportaient 5% en février ont rapporté plus de 11% quelques semaines plus tard. C'était l'opportunité à saisir pour les quelques investisseurs courageux qui avaient de l'argent liquide à dépenser.

Ça prend un peu plus de temps pour fonctionner

La Réserve fédérale et la Banque du Canada ont réagi à la crise de la COVID-19 par une série de baisses d'urgence des taux. La Banque du Canada a abaissé ses taux trois fois de 50 points de base, tandis que la Réserve a effectué une baisse de 50 points de base, puis a décidé de poursuivre le 15 mars avec une réduction de 100 points de base. Le 27 mars, au Canada et aux États-Unis, le taux du financement à un jour se situait à un creux de 25 points de base.

Taux de la Banque Centrale dans le temps



Source : Bloomberg, Banque du Canada, Réserve Fédérale

Pendant la crise du crédit et pour la première fois de son histoire, la Réserve fédérale a abaissé les taux du financement à un jour à 0,25%. Ils sont restés à ce niveau pendant les sept années qui ont suivi. Le 15 mars dernier, la Réserve a ramené ses taux à ce niveau-là. Compte tenu de la gravité de la perturbation économique actuelle – combien de temps pensez-vous que les taux vont rester à 0,25% cette fois-ci ?

Gestion de crise par la Réserve Fédérale

| Via la Duration | | | | Contraction | | | | | |
|-----------------|------------|--------|-------|-------------|------------|--------|------------|--------|------------------------|
| Début | Fin | Années | Taux | Début | Fin | Années | Taux final | Hausse | Réalisation |
| 4-Sep-92 | 3-Fév-94 | 1.4 | 3.00% | 4-Fév-94 | 1- Fév-95 | 1.0 | 6.00% | 3.00% | 3X25pb, 3X50pb, 1X75pb |
| 17-Nov-98 | 29-Juin-99 | 0.6 | 4.75% | 30-Juin-99 | 16-Mai-00 | 0.9 | 6.50% | 1.75% | 5X25pb, 1X50pb |
| 25-Juin-03 | 29-Juin-04 | 1.0 | 1.00% | 30-Juin-04 | 29-Juin-06 | 2.0 | 5.25% | 4.25% | 17X25pb |
| 16-Déc-08 | 15-Déc-15 | 7.0 | 0.25% | 16-Déc-15 | 19-Déc-18 | 3.0 | 2.50% | 2.25% | 9X25pb |
| 15-Mar-20 | 2-Juin-20 | 0.2 | 0.25% | ? | ? | ? | ? | ? | ? |

Source : Indices ICE BofA

Des taux plus bas

Résultat : les rendements des obligations ont été inférieurs. Le tableau ci-dessous met en évidence la baisse spectaculaire des taux d'intérêt au Canada et aux États-Unis depuis le début de l'année 2020. Les rendements sont bien inférieurs aux taux du financement à un jour et se retrouvent en dehors de la courbe de rendement.

| Description | Canada | | | É.U. | | | Canada | | É.U. | |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|--------|---------|--------|
| | 29-Mai-20 | 23-Mar-20 | 31-Déc-19 | 29-Mai-20 | 23-Mar-20 | 31-Déc-19 | vs Mini | DDA | vs Mini | DDA |
| Taux financement à un jour | 0.25% | 0.75% | 1.75% | 0.25% | 0.25% | 1.75% | -50pb | -150pb | 0pb | -150pb |
| CDOR / Libor | 0.57% | 1.55% | 2.08% | 0.35% | 1.22% | 1.91% | -98pb | -151pb | -87pb | -156pb |
| Rendement à 2 ans | 0.28% | 0.53% | 1.69% | 0.16% | 0.32% | 1.57% | -24pb | -141pb | -15pb | -141pb |
| Rendement à 5 ans | 0.39% | 0.69% | 1.68% | 0.30% | 0.41% | 1.69% | -30pb | -129pb | -11pb | -139pb |
| Rendement à 10 ans | 0.53% | 0.79% | 1.70% | 0.65% | 0.79% | 1.92% | -26pb | -117pb | -14pb | -127pb |
| Rendement à 30 ans | 1.12% | 1.26% | 1.76% | 1.41% | 1.36% | 2.39% | -15pb | -65pb | 5pb | -98pb |

Source : Bloomberg

Marges supérieures

Le tableau ci-dessous met en évidence l'accroissement spectaculaire des primes de risque et le repli partiel sur les marchés des obligations de sociétés au Canada et aux États-Unis.

| Description | Canada | | | É.U. | | | Canada | | É.U. | |
|------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|-------|---------|-------|
| | 29-Mai-20 | 23-Mar-20 | 31-Déc-19 | 29-Mai-20 | 23-Mar-20 | 31-Déc-19 | vs Mini | DDA | vs Mini | DDA |
| Écart de crédit Qualité supérieure | 197pb | 244pb | 112pb | 187pb | 401pb | 101pb | -47pb | 85pb | -214pb | 86pb |
| Écart de crédit A | 177pb | 220pb | 100pb | 140pb | 332pb | 76pb | -43pb | 77pb | -192pb | 64pb |
| Écart de crédit A Long terme | 205pb | 231pb | 140pb | 184pb | 309pb | 109pb | -26pb | 65pb | -125pb | 75pb |
| Écart de crédit BBB | 250pb | 301pb | 149pb | 244pb | 490pb | 130pb | -51pb | 101pb | -246pb | 114pb |
| Écart de crédit BBB Long terme | 295pb | 351pb | 211pb | 280pb | 462pb | 184pb | -56pb | 84pb | -182pb | 96pb |
| Écart de crédit Rendement élevé | 593pb | 596pb | 347pb | 654pb | 1087pb | 360pb | -3pb | 246pb | -433pb | 294pb |

Source : Indices ICE BofA

Vente en panique et peu d'acheteurs

Qu'est-il donc arrivé à la liquidité sur les marchés des obligations de société quand la panique s'est installée ? Alors que les marchés boursiers s'effondraient, les investisseurs ont liquidé les actifs plus risqués. Ces liquidations ont eu pour origine une variété d'acteurs du marché aux motivations diverses. Cela inclut les petits investisseurs paniqués à propos des avoirs à « risque plus élevé » dans les FNB obligataires et les fonds communs de placement; les ventes par les courtiers principaux qui ont émis des appels de marge à des participants influents mais aussi le rééquilibrage consistant à changer les titres à revenu fixe pour des actions. En outre, il y avait très peu d'acteurs sur le marché désireux de profiter des opportunités d'arbitrage, Canso en a fait partie.

« Pas d'offre » pour les obligations de sociétés à court terme

Au Canada, quels que soient le type ou la motivation des investisseurs, cela les a conduit à se tourner vers les courtiers en valeurs mobilières pour vendre leurs actifs les plus liquides, les obligations

sécurisées (des banques) à court terme et de haute qualité et les billets de dépôt. Les courtiers en valeurs mobilières ont rapidement vu leur capacité et leur volonté d'acheter des obligations, y compris celles émises par leurs maisons mères, diminuer à mesure que leurs stocks augmentaient puis s'évaporaient. Ce recours à la capacité est mis en évidence dans les statistiques des opérations fournies par l'OCRCVM pour le mois de mars montrant près de 15 milliards de dollars d'obligations dans les mains des courtiers en valeurs mobilières contre 3,3 milliards de dollars en moyenne au cours des 14 mois précédents. Alors que les stocks d'obligations grimpaient en flèche, les courtiers en valeurs mobilières se sont retrouvés « sans offre ». La liquidité des obligations de société, même celles de très haute qualité, avait disparu.

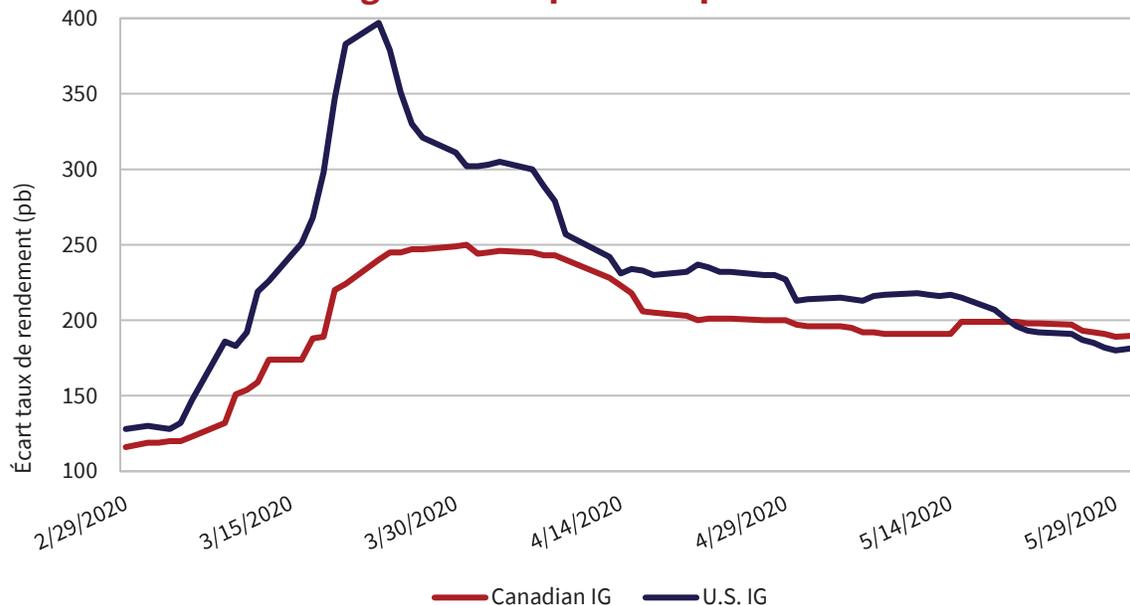
Fin 2008, au plus profond de la crise du crédit, les traders en obligations de société au sein de plusieurs maisons de courtage détenues par des banques canadiennes ont refusé de soumissionner sur les billets de dépôt de leurs propres banques. Cela s'est reproduit lors de la liquidation du marché du crédit à la mi-mars, quand un courtier canadien majeur a refusé de soumissionner sur les obligations sécurisées, notées AAA, de sa propre maison mère.

Le Prix n'est pas Correct

Le graphique ci-dessous montre le différentiel dans les écarts entre les marchés de sociétés de bonne qualité au Canada et aux États-Unis. On pourrait soutenir que le manque de liquidité sur le marché canadien des obligations de société a fini par moins endommager les prix canadiens, mais il n'en reste pas moins que cela résulte d'une incapacité à faire des opérations. Est-ce quelqu'un a été blessé ? Eh bien, quiconque achète ou vend des parts de fonds communs de placement ou de FNB ne contenant que des sociétés canadiennes le fait à des prix « fictifs » et pendant cette période il y a eu beaucoup de transactions dans des fonds communs de placement et FNB. Le vendeur a obtenu un prix beaucoup plus élevé que le montant justifié pour ses parts et l'acheteur a trop payé.

Aux États-Unis, le marché secondaire et celui des nouvelles émissions sont tous deux restés largement ouverts et fonctionnels, bien qu'au départ, avec des volumes beaucoup plus faibles et des écarts acheteur-vendeur beaucoup plus larges. Nous pensons que les écarts relatifs aux obligations américaines de bonne qualité dans le graphique ci-dessous illustrent avec précision la variation des primes de risque survenue en mars.

Écarts obligations de qualité supérieure Canada et É.U



Source : Indices ICE BofA

Je suis pris au piège et je ne peux pas m'en sortir

La suppression de la liquidité sur le marché canadien des obligations de société aurait pu être évitée, ou du moins minimisée, si :

1. Les courtiers en valeurs mobilières avaient reconnu qu'une refacturation importante du crédit s'était produite et avaient vendu leurs titres à prix réduit aux acteurs du marché, acceptant des pertes sur des positions récemment acquises;
2. Les courtiers s'étaient montrés disposés à effectuer des opérations dans le cadre d'un placement pour compte à des écarts plus larges que la valeur d'inventaire. Cela aurait allégé une partie de la pression sur la liquidité du marché. Cela ne s'est pas produit car les maisons de courtage détenues par des banques auraient été « valorisées au prix du marché » en fonction des niveaux d'opérations de placement pour compte et leurs traders ne voulaient pas prendre de pertes sur le compte de résultat; et
3. Il existait au Canada un équivalent de MarketAxess, ce qui aurait permis une négociation électronique entre les participants. Canso a largement eu recours à MarketAxess aux États-Unis et les obligations se sont négociées sur cette plateforme tout au long du mois de mars. Les prix étaient connus de tous les participants car ils étaient divulgués via TRACE, ce qui a créé de la liquidité.

La liquidité est revenue progressivement sur le marché canadien des obligations de sociétés, la Banque du Canada ayant fourni de la liquidité au système bancaire grâce à la version révisée du Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés (PAPHA). Rogers Communications, TransCanada Pipelines et The Walt Disney Company ont effectué de nouvelles émissions au Canada.

Décourager le stockage : sauf si vous êtes le gouvernement

Alors que les entreprises fermaient leurs portes et que les travailleurs étaient confrontés à l'incertitude d'un confinement à domicile à durée indéterminée, les rayons ont été dévalisés. Les politiciens ont appelé les citoyens à éviter le stockage car ces pratiques étaient égoïstes, nuisibles à la communauté et inutiles.

Concernant le stockage, aucune règle de ce type ne s'applique aux responsables politiques ni aux membres des Banques centrales. En vérité, les marchés ont applaudi lorsque les Banques Centrales ont annoncé plan après plan visant à rétablir le « fonctionnement normal » des marchés. Ce « fonctionnement normal » est un euphémisme car « pas d'inquiétude, si personne n'en veut, nous l'achèterons ».

Distorsion sur les marchés des obligations de société

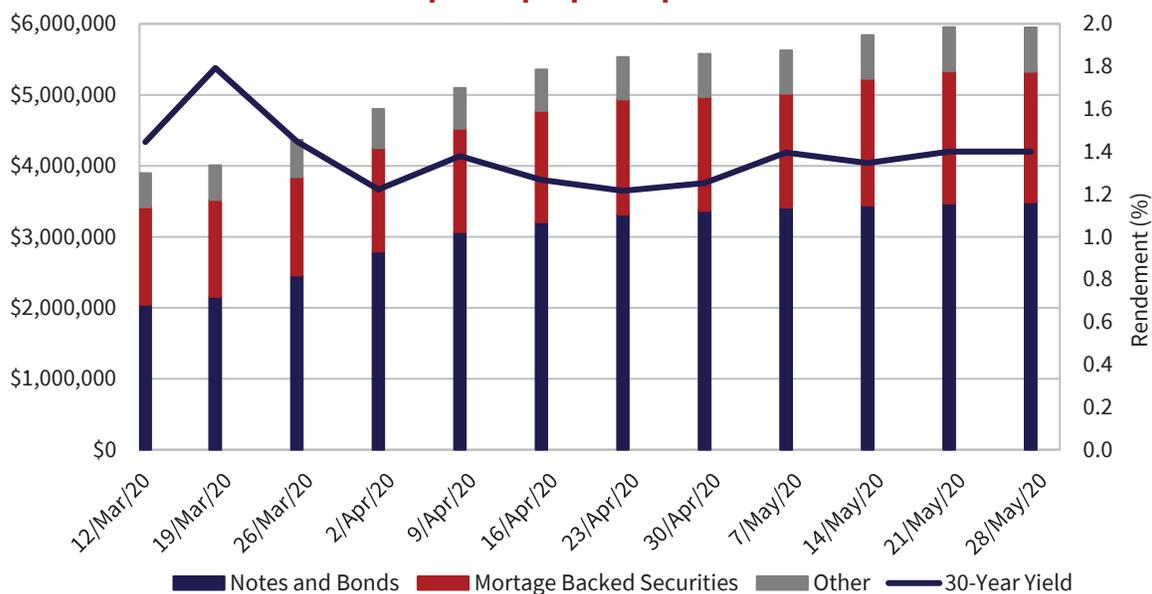
Dans notre infolettre de mars, nous avons noté que la Banque Centrale Européenne détenait 24% des marchés européens des obligations de société et souveraines sécurisées, comme les indices ICE l'ont mesuré. L'effet de distorsion que les achats de la BCE ont eu sur les marchés européens des titres à revenu fixe ne saurait être exagéré.

Pour ne pas être en reste, la Réserve est passé à l'action début mars. Lorsque les États-Unis ont quelque chose en tête, impossible de faire mieux ou plus grand qu'eux. En 2 mois et demi, la Réserve a acheté pour plus de 2 000 milliards de dollars de valeurs mobilières - principalement des bons du Trésor américain, des obligations et des titres adossés à des créances hypothécaires. Il est probable que ce ne soit qu'une entrée pour la Réserve. En effet les déficits américains gonflent et la taille d'adjudication du Trésor américain augmente proportionnellement.

Aplanir la courbe : le style Powell

Les docteurs Birx et Fauci se sont efforcés « d'aplanir la courbe », mais seule la Réserve semble en maîtriser l'art et la manière de façon catégorique. Jerome Powell, président de la Réserve fédérale, veille sur un capital illimité et n'a pas peur de l'utiliser. Ses actions rapides ont maintenu les rendements américains à long terme à un taux impressionnant de 1,4% au cours des 2 derniers mois.

Titres détenus en pleine propriété par la Réserve Fédérale



Source : Indices ICE BofA

L'argent est roi

Il fut un temps où cacher de l'argent sous un matelas était de la folie. L'argent était fait pour être dépensé ! Une entreprise publique devait acheter quelque chose ou un fonds de couverture activiste venait frapper à sa porte et renversait l'étagère de la direction dans sa hâte de générer de la « création de valeur ».

Si cela ne fonctionnait pas, la pression retombait alors sur les entreprises pour qu'elles « distribuent de l'argent aux actionnaires » en rachetant des actions pour en faire monter le cours. Emprunter pour verser des dividendes était une politique d'entreprise réfléchie.

Désormais « L'argent est Roi ». Comme les temps ont changé ! À mesure que la pandémie se propage, il est devenu presque impossible de prévoir l'impact sur les revenus et les flux de trésorerie futurs. À l'unanimité, les trésoriers des grandes sociétés ont répondu au confinement pour cause de coronavirus en cherchant désespérément de l'argent pour remplacer leurs revenus en train de disparaître. Les sociétés emprunteuses ont puisé dans leurs crédits rotatifs à terme et émis des obligations de sociétés. Selon LCD, depuis le 5 mars, 737 emprunteurs ont prélevé 298 milliards de dollars sur des contrats de crédit renouvelable. À date c'est plus de 900 milliards de dollars US d'emprunts de bonne qualité.

Les trésoriers qui n'avaient pas besoin d'argent ont ignoré l'élargissement des écarts des obligations de société et se sont concentrés sur les rendements globaux très bas. Grâce au président Powell qui a ramené les rendements des titres d'État à des niveaux historiquement bas, les trésoriers prudents ont bloqué de l'argent à très long terme à des taux très bas.

Le tableau ci-dessous montre quelques exemples des activités de collecte de fonds des grandes sociétés.

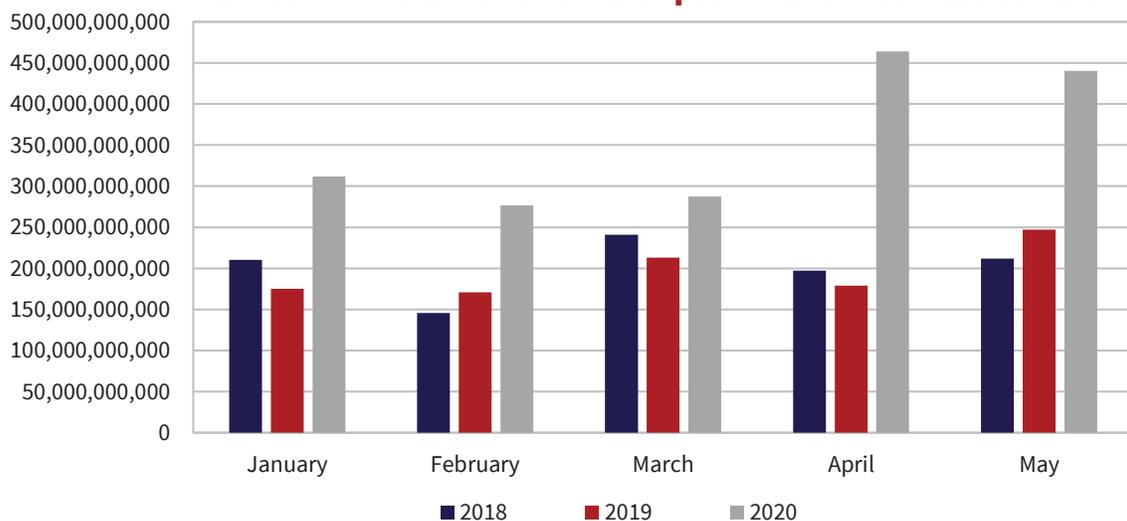
| Entreprise | Trésorerie de départ | Emprunt renouvelable | Émissions d'obligations | Liquidité Pro-forma |
|------------|----------------------|----------------------|-------------------------|---------------------|
| AB InBev | 7.3 milliards \$ | 9 milliards \$ | 10 milliards \$ | 26.3 milliards \$ |
| Boeing | 10 milliards \$ | 13.8 milliards \$ | 25 milliards \$ | 48.8 milliards \$ |
| Ford | 34 milliards \$ | 15.4 milliards \$ | 8 milliards \$ | 57.4 milliards \$ |

Source : Rapports des Entreprises

Averses en avril

Avec une tempête économique en approche, la frénésie autour de la dette américaine s'est poursuivie. La combinaison parfaite mêlant écarts de taux de crédit stabilisés et rendements de titres d'État au plus bas a entraîné 464 milliards de dollars d'émissions en avril et 440 milliards de dollars de plus en mai, soit plus de 2,1 fois le total des deux mois au cours de la même période en 2019. Certaines entreprises ont remplacé leurs revenus disparus, mais beaucoup y ont vu une occasion unique de réduire le coupon de leur dette active.

Nouvelles émissions d'entreprise en dollars américain



Source : Bloomberg

Ruée vers les titres sécurisés

Cette frénésie de dettes ne s'est pas produite au nord de la frontière. Comme indiqué précédemment, au mois de mars, une grande banque opérant sur les marchés des titres à revenu fixe a refusé de soumissionner sur ses propres obligations sécurisées. La situation a rapidement changé au cours de la dernière semaine de mars, lorsque la Banque du Canada a rendu les obligations sécurisées bancaires admissibles à leur programme de rachat, libérant ainsi de la liquidité dans les banques.

Au cours de la dernière semaine de mars, les banques canadiennes ont procédé à l'émission de 59 milliards de dollars canadiens d'obligations sécurisées. La grande majorité des émissions a été effectuée en interne, de la banque au courtier en passant par la garantie via la Banque du Canada. Pour remettre ce chiffre en perspective, il faut noter que les émissions d'obligations sécurisées en dollars canadiens totalisaient 4 milliards de dollars pour l'ensemble de 2018 et 2019, combinés !

Pendant la deuxième moitié de mars, la faible liquidité du marché secondaire, mêlée au choc, a engendré moins de 5 milliards de dollars canadiens d'émissions d'obligations de sociétés non sécurisées au Canada.

Boeing, Boeing, Pouf disparu !!

Le 1er mai, Boeing Co. a émis pour 25 milliards de dollars d'obligations aux échéances variées. L'émission multi-tranche a rencontré une forte demande. Il est étonnant de constater que les 25 milliards d'obligations, couplés aux 20 milliards de dette à long terme de la société, ne fassent pas de Boeing le plus grand émetteur des marchés obligataires - en fait, ils en sont bien loin. Ci-dessous, la liste des 20 plus grands émetteurs d'obligations de société non-financières de bonne qualité (IG) sur les marchés des capitaux au Canada et dans le monde selon les indices ICE BofA. Les montants sont en dollars américain.

| Émetteur | MM USD | Émetteur | MM USD |
|------------------------------------|-------------------|-------------------------|---------------------|
| Enbridge | \$ 18,603 | AT&T Inc | \$ 148,149 |
| Bell Canada | \$ 14,411 | Anheuser-Busch | \$ 109,324 |
| TransCanada Pipelines | \$ 10,158 | Comcast | \$ 106,312 |
| Hydro One Inc. | \$ 9,786 | Verizon | \$ 100,923 |
| TELUS Communications | \$ 9,242 | Apple Inc. | \$ 98,002 |
| 407 International | \$ 7,146 | AbbVie Inc. | \$ 82,255 |
| Canadian Utilities | \$ 7,109 | Oracle Corporation | \$ 78,756 |
| Pembina Pipeline Corporation | \$ 6,380 | CVS Health Corp | \$ 67,249 |
| Greater Toronto Airports Authority | \$ 5,798 | Volkswagen | \$ 64,155 |
| Fortis | \$ 5,571 | Microsoft Corporation | \$ 59,384 |
| North West Redwater Partnership | \$ 4,791 | Shell | \$ 58,783 |
| Rogers Communications | \$ 4,598 | Daimler | \$ 58,339 |
| AltaLink | \$ 4,062 | IBM | \$ 58,051 |
| Shaw Communications | \$ 3,820 | BP | \$ 55,532 |
| Choice Properties REIT | \$ 3,550 | General Electric | \$ 54,655 |
| Loblaw Companies Limited | \$ 3,405 | Duke Energy | \$ 51,120 |
| Suncor Energy Inc. | \$ 3,266 | The Walt Disney Company | \$ 50,505 |
| TOYOTA | \$ 3,247 | General Motors | \$ 48,084 |
| Bruce Power | \$ 2,846 | UnitedHealth Group | \$ 47,475 |
| Ontario Power Generation | \$ 2,738 | Walmart | \$ 47,428 |
| Grand Total | \$ 130,529 | Grand Total | \$ 1,444,481 |

Source : Indices ICE BofA

Regarder en bas

Les baisses de notation de Ford, Kraft Heinz et Occidental ont accru la taille du marché des titres à haut rendement. C'est arrivé à une époque où très peu d'investisseurs souhaitaient augmenter leur

exposition aux titres à haut rendement. Le graphique ci-dessous montre les 20 plus grands émetteurs du marché des titres à rendement élevé. Les ajouts récents sont indiqués en gras.

| Émetteur | MM USD |
|-----------------------------|-------------------|
| Ford | \$ 53,565 |
| Kraft Heinz Foods | \$ 29,317 |
| Charter | \$ 23,408 |
| Sprint | \$ 23,342 |
| Bausch Health Companies | \$ 22,043 |
| Occidental Petroleum | \$ 21,512 |
| Telecom Italia | \$ 20,934 |
| Altice Holdings SA | \$ 17,142 |
| Cablevision Systems | \$ 16,904 |
| Netflix Inc. | \$ 16,765 |
| Electricite de France | \$ 16,234 |
| Tenant Healthcare | \$ 15,943 |
| Centene | \$ 15,769 |
| PEMEX | \$ 14,116 |
| Virgin Media | \$ 13,482 |
| HCA | \$ 13,332 |
| CenturyLink | \$ 12,198 |
| TransDigm | \$ 12,029 |
| T-Mobile USA | \$ 11,569 |
| Community Health Systems | \$ 11,077 |
| Grand Total | \$ 380,683 |

Source : Indices ICE BofA

Retour à la normale ?

Ci-dessous, le graphique des écarts relatifs aux obligations américaines à rendement élevé (HY) met en évidence l'ampleur des ventes sur les marchés du crédit depuis la mi-mars en comparaison aux niveaux historiques. Les écarts ont atteint 1 087 points de base le 23 mars, un niveau inégalé depuis la crise du crédit.

Écart de l'indice à rendement élevé É.-U. à travers les crises



Source : Indices ICE BofA

Les écarts ont diminué de manière significative avec une clôture à 654 pb le 31 mai. Le tableau ci-dessous compare les mouvements des écarts relatifs aux obligations à rendement élevé (HY) pendant la crise de la COVID-19 avec ceux des crises précédentes.

| Crises | Début | Fin | Écart Début | + large écart | Différentiel | 0.25 | | 0.50 | | | |
|------------------------|-----------|-----------|-------------|---------------|--------------|----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|------|-----|
| | | | | | | Réduction de l'écart | Délai réduction (jrs) | Réduction de l'écart | Délai réduction (jrs) | | |
| Crise Asie/Russie/LTCM | 2-Jui-97 | 16-Oct-98 | 277 | 657 | 380 | 13-Nov-98 | 562 | 28 | 30-Avr-99 | 467 | 196 |
| Bulle technologique | 10-Mar-00 | 10-Oct-02 | 499 | 1116 | 617 | 18-Nov-02 | 962 | 39 | 9-Jan-03 | 808 | 91 |
| Crise du crédit | 9-Oct-07 | 12-Déc-08 | 403 | 2069 | 1666 | 6-Jan-09 | 1653 | 25 | 7-Mai-09 | 1236 | 146 |
| Crise de la Dette Euro | 1-Juin-11 | 4-Oct-11 | 523 | 885 | 362 | 12-Oct-11 | 795 | 8 | 27-Oct-11 | 704 | 23 |
| Février 2016 | 4-Jan-16 | 11-Fév-16 | 591 | 888 | 297 | 23-Fév-16 | 814 | 12 | 2-Mar-16 | 740 | 20 |
| COVID-19 | 19-Fév-20 | 23-Mar-20 | 370 | 1082 | 712 | 27-Mar-20 | 904 | 4 | 20-Mai-20 | 726 | 58 |

Source : Indices ICE BofA

Contrairement aux 25 jours qu'ils leur a fallu pendant la crise du crédit pour retracer 25% de l'écartement, les écarts n'ont mis que 4 jours à compter du grand différentiel de 1082 pb du 23 mars. L'ajustement rapide a suivi l'annonce faite par la Réserve que certains anges déchués étaient éligibles à l'achat dans le cadre de ses plans de soutien au marché. Il n'a fallu que 58 jours pour retracer 50%

de l'écartement contre 146 jours pendant la crise du crédit. Les opportunités en temps de crise sont importantes. Les investisseurs doivent agir rapidement et de manière décisive pour maximiser les opportunités pendant ces crises.

Mis au tapis

La COVID-19 associée à un effet de levier a signé la fin de plusieurs sociétés déjà vacillantes. Le tableau ci-dessous répertorie les plus grandes faillites annoncées depuis le début de la pandémie. Nous avons fourni les cours acheteurs indicatifs parmi la hiérarchie des créanciers. Selon J.P. Morgan, en 2009, les recouvrements auprès des prêteurs garantis de premier rang étaient en moyenne de 61,4%. Si on se base sur les prix ci-dessous, il semblerait que dans ce cycle, il soit difficile d'obtenir des recouvrements en ligne avec les niveaux de 2009 parmi les créanciers de premier rang.

| Entreprise | CR et Emprunts à terme | Dettes garanties de 1er rang | Dettes non garanties | Autre dont ABS | Total Dettes | Ratio d'endettement total | Ratio de levier financier garanti | Prix Emprunt à terme | Prix garantie de 1er rang | Prix non garanti |
|-------------------------------------|------------------------|------------------------------|----------------------|----------------|--------------|---------------------------|-----------------------------------|----------------------|---------------------------|------------------|
| Diamond Offshore Drilling, Inc. | 0\$ | | 2 000\$ | 154\$ | 2 154\$ | 29.0x | 2.1x | | | 11\$ |
| Frontier Communications Corporation | 2 454\$ | 3 363\$ | 11 699\$ | 421\$ | 20 391\$ | 6.4x | 2.7x | 99\$ | 95\$ | 30\$ |
| Hertz Global Holdings, Inc. | 856\$ | 350\$ | 2 700\$ | 14 256\$ | 19 018\$ | 19.9x | 17.1x | 63\$ | 35\$ | 17\$ |
| Intelsat S.A. | 3 073\$ | 1 825\$ | 9 572\$ | 349\$ | 17 892\$ | 12.5x | 5.8x | 100\$ | 100\$ | 62\$ |
| J. Crew Group, Inc. | 1 444\$ | 347\$ | | 0\$ | 3 235\$ | 27.3x | 27.3x | 47\$ | 50\$ | |
| J.C. Penney Company, Inc. | 1 540\$ | 900\$ | 1 319\$ | 1 175\$ | 6 474\$ | 10.6x | 8.5x | 35\$ | 35\$ | 3\$ |
| Neiman Marcus Group, Inc. | 3 243\$ | 1 739\$ | | 0\$ | 8 225\$ | 20.0x | 20.0x | 35\$ | 25\$ | 4\$ |
| Whiting Petroleum Corporation | 375\$ | | 2 444\$ | 61\$ | 3 255\$ | 3.9x | 1.0x | 88\$ | | 12\$ |

Source : Bloomberg, Rapports des Entreprises

Selon J.P. Morgan, au cours des cinq premiers mois de l'année, 41 entreprises ont fait défaut pour un total de 71\$ milliards d'obligations et de prêts. À date, le total des défauts et des échanges de créances en difficulté se classe déjà au quatrième rang des défaillances annuelles les plus élevées jamais enregistrées. Seuls les totaux pour les années 2009, 2008 et 2014 sont plus élevés avec respectivement 205,0 milliards de dollars, 84,4 milliards de dollars et 72,9 milliards de dollars.

Oops...I Did It Again (Oops... J'ai recommencé)

Des millions de Japonais employés dans les coopératives agricoles, forestières et de pêche dépendent pour les prêts et l'épargne de la Norinchukin Bank, « Nochu » pour les intimes. Jusqu'à il y a encore quelques mois, à l'autre bout du monde, ils étaient quelques milliers à Wall Street à dépendre de la Nochu pour fournir des capitaux aux opérateurs sophistiqués qui se cachent derrière les titres adossés à des prêts (CLO). À leur tour, ces opérateurs sophistiqués ont acheté des prêts spéculatifs, le tout arrangé et distribué par les banques de Wall Street.

Le 27 mai, la Nochu a annoncé une perte à la valeur du marché de 3,7 milliards de dollars sur la valeur de ses 71 milliards de dollars US de titres adossés à des prêts notés AAA. La direction de la Nochu a déclaré qu'elle n'était plus intéressée par l'achat de nouveaux titres adossés à des prêts. Cela vous rappelle quelque chose ? Au beau milieu de la crise du crédit, la Nochu avait annoncé des pertes de près de 3 milliards de dollars sur des titres hypothécaires résidentiels en dollars US. Dupe-moi une fois, honte à toi, dupe-moi deux fois...

La situation de la Nochu met en évidence la relation précaire entre les investisseurs détenteurs de dette en titres adossés à des prêts, les gestionnaires de ces titres, les banques d'investissement et le marché des prêts à effet de levier. Grâce au soutien apporté par la Nochu (et d'autres investisseurs) et financé par l'endettement, de nouveaux titres adossés à des prêts ont été créés, générant une demande supplémentaire en prêts à effet de levier. Ce cercle vertueux de facilitation et de distribution a fourni des capitaux aux sociétés de capital-investissement, et des frais aux banques de Wall Street pour des risques supportés à des milliers de kilomètres. Sans financement par emprunt de la part de la Nochu (et d'autres investisseurs), le nombre de nouveaux titres adossés à des prêts sera moindre. Moins de nouveaux titres adossés à des prêts équivalent à moins de demande de prêts à effet de levier. Moins de prêts à effet de levier se traduisent par un financement moins spéculatif à disposition des capitaux privés.

Sur la période allant de mars à mai, J.P. Morgan a signalé 14,1 milliards de dollars en création de titres adossés à des prêts. En comparaison, sur l'ensemble de 2019, les émissions de titres adossés à des prêts représentaient 119 milliards de dollars. La diminution de nouveaux titres adossés à des prêts couplée à des tensions liées aux déclassements et aux défauts sur les titres déjà existants, limitent la probabilité d'une émission de nouveaux prêts à effet de levier.

Lean on Me (Prend appui sur moi – Adieu Bill Withers)

Ces dernières années, Canso avait misé sur une meilleure qualité pour ses placements. Des primes de risque limitées combinées à des normes fragilisées en matière de prêt s'étaient révélées être des conditions idéales pour les emprunteurs aux dépens des prêteurs. Cela n'avait pas grand sens pour nous. Le 23 mars, les marchés boursiers ont touché le fond et les écarts de crédit ont atteint des niveaux sans précédent depuis la crise du crédit. Alors que les marchés reprenaient leur cours, la panique régnait. Des opportunités significatives sont nées du manque de liquidité, de la réduction des risques forcée par les investisseurs à levier et de la panique générale sur le marché.

Les marchés ont rapidement évolué. La transparence et la technologie ont permis à tout le monde de mesurer l'ampleur des événements en temps réel. Mais il y a une grande différence entre être spectateur et saisir une opportunité. Alors que les primes de risque grimpaient en flèche, Canso a vendu des TH-LNH de haute qualité et des obligations bancaires pour acheter de nouvelles émissions de haute qualité en dollar américain, puis canadien et des titres orphelins sur le marché secondaire.

Comme lors des perturbations précédentes, l'opportunité à saisir s'est avérée de courte durée. Les marchés ont touché le fond et se sont redressés légèrement lorsque les Banques Centrales et les responsables politiques ont fourni un soutien sans limite. Malgré la reprise des primes de risque, nous continuons de penser qu'il s'agit du bon moment pour acheter des titres BBB à un prix attractif et des crédits de qualité inférieure.

Bien choisir ses titres est primordial. Dans cet environnement, les investisseurs devraient envisager d'augmenter leur dotation en crédits aux sociétés. Nous concentrons toute notre énergie à confirmer la solvabilité des émetteurs pour s'assurer qu'ils peuvent survivre ou qu'il ne s'agit pas de mots en l'air derrière leur « promesse de payer ».

Et c'est comme ça que ça marche. *(Adieu Walter Cronkite)*

Juin 2020

Infolettre sur les obligations de société

Coordonnées

Patrick McCalmont

Gestionnaire de Portefeuille
pmccalmont@cansofunds.com
(905) 881-8853

Tim Hicks

Gestionnaire de Portefeuille
thicks@cansofunds.com
(905) 881-8853

Richard Usher-Jones

Gestionnaire de Portefeuille
rusherjones@cansofunds.com
(905) 881-8853

Brian Carney

Gestionnaire de Portefeuille
bcarney@cansofunds.com
(905) 881-8853

Comme toujours nous apprécions le soutien et l'intérêt porté à Canso.

Rendez-vous sur LinkedIn et Twitter pour être au courant des derniers commentaires de Canso sur les marchés.



Ce document a été préparé par Canso Investment Counsel Ltd., uniquement à des fins d'information. Les renseignements contenus aux présentes ne doivent pas être interprétés comme constituant des conseils légaux, fiscaux ou de placement et sont fournis "en l'état". Canso Investment Counsel Ltd. ne fournit aucune garantie ou représentation quant aux renseignements contenus aux présentes. Ces renseignements sont sujets à changement sans préavis et Lysander n'assume aucune obligation de mettre à jour ces renseignements, en tout ou en partie.

Certains renseignements proviennent de sources présumées fiables et/ou crédibles. Canso Investment Counsel Ltd. n'assume aucune responsabilité en regard de l'exactitude, l'actualité, la fiabilité ou la justesse de renseignements provenant de sources externes.

Cette publication ne doit en aucun cas être considérée comme une recommandation d'achat, de vente ou de vente à découvert d'un titre en particulier. Toute référence spécifique à un titre ne se veut qu'une illustration du processus de sélection de titres du gestionnaire de portefeuille. Le fonds peut vendre ces titres en tout temps ou acheter des titres qui avaient préalablement été vendus. Ces titres ou positions courtes pourraient augmenter ou diminuer de valeur après la date des présentes et les fonds pourraient ainsi gagner ou perdre de l'argent sur l'investissement effectué en regard de ces titres. Les énoncés des gestionnaires de portefeuille dans leurs commentaires ne se veulent qu'une illustration de leur approche de gestion des fonds et ne doivent pas être utilisés à d'autres fins.

Cette présentation pourrait contenir des hypothèses constituant des «énoncés prospectifs». Les énoncés concernant les objectifs, buts, stratégies, intentions, projets, convictions, attentes et estimations d'un fonds ou d'une entité et leurs affaires, activités, rendements financiers et conditions constituent des énoncés prospectifs. Les termes «croire», «attendre», «prévoir», «estimer», «entendre», «viser», «être», «devoir», «pouvoir» et tout autre expression similaire, de même que leur forme négative, sont destinés à identifier les énoncés prospectifs, bien que les énoncés prospectifs ne contiennent pas tous ces termes identifiables. Ces énoncés prospectifs sont assujettis à divers risques et incertitudes qui pourraient faire en sorte que les résultats soient considérablement différents des résultats prévus. Le lecteur ne devrait pas se fier indûment sur ces énoncés prospectifs. Bien que Canso Investment Counsel Ltd. considère ces risques et incertitudes comme étant raisonnablement fondées sur les renseignements actuellement disponibles, ceux-ci pourraient s'avérer inexacts.

Source: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® est une marque de commerce et de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées (collectivement "Bloomberg"). BARCLAYS® est une marque de commerce et de service de Barclays Bank Plc (collectivement, avec ses sociétés affiliées: "Barclays"), utilisées sous licence. Bloomberg ou les parties concédantes de Bloomberg, incluant Barclays, détiennent tous les droits exclusifs dans les indices Bloomberg Barclays. Bloomberg et Barclays n'approuvent pas ni n'endossent ce document, ne garantissent d'aucune façon l'exhaustivité et l'exactitude des renseignements aux présentes ou les résultats qui pourraient en découler et dans la mesure permise par la loi, se dégagent de toute responsabilité pour quelque perte ou dommage lié au présentes.

Source: London Stock Exchange Group et les sociétés du Groupe (collectivement le « Groupe LSE ») © LSE Group 2019. FTSE Russell est une appellation commerciale de certaines des sociétés du Groupe LSE. "FTSE" est une marque de commerce de sociétés pertinentes du Groupe LSE et est utilisée sous licence. Tous les droits ou les données dans les indices FTSE Russell appartiennent aux sociétés pertinentes du groupe LSE qui possèdent les indices ou les données. Le Groupe LES et ses parties concédantes se sont aucunement responsables de quelque erreur ou omission dans les indices ou les données et personne ne devrait se fier aux indices ou aux données contenus dans cette communication. Il est interdit de distribuer des données appartenant au groupe LES sans avoir obtenu le consentement exprès et écrit des sociétés pertinentes du Groupe LES. Le Groupe LES n'effectue ni la promotion, ni la commandite ni l'endossement de quelque contenu que ce soit de la présente communication.

Toute utilisation ou divulgation non-autorisée est interdite. Rien aux présentes ne doit être interprété comme modifiant les droits et obligations légaux contenus aux ententes conclues entre quelque entité de ICE Data Services ("ICE") et leurs clients, à l'égard de tout indice ou produit ou service indiqué aux présentes. Les renseignements fournis par ICE et contenus aux présentes sont sujet à changement sans préavis et ne constitue aucune forme de représentation ou d'engagement. ICE et ses sociétés affiliées n'offrent aucune garantie que ce soit, expresse ou tacite, quant à la commercialité et la convenance pour un but particulier ou tout autre sujet en lien avec les renseignements fournis. Sans limiter la portée de ce qui précède, ICE et ses sociétés affiliées n'effectuent aucune représentation et n'offrent aucune garantie d'exhaustivité ou de d'absence d'erreur, d'omissions ou de défauts en regard des renseignements fournis aux présentes. Tout renseignement fourni par ICE appartient à ICE ou fait l'objet d'une licence concédée à ICE. ICE conserve la propriété exclusive des indices ICE, incluant les indices ICE BofAML et les données analytiques utilisées pour créer cette analyse. ICE pourra, à son entière discrétion, sans préavis et en tout temps, réviser ou mettre fin aux renseignements des indices et données analytiques de ICE. Les renseignements indiqués dans cette analyse ne sont destinés qu'à l'usage interne et toute rediffusion de ces renseignements est expressément interdite.

Ni l'analyse, ni les renseignements contenus aux présentes ne constituent un conseil d'investissement, une offre ou une invitation à offrir d'acheter ou de vendre tout titre ou toute option, contrat à terme ou produit dérivé lié à ces titres. Les renseignements et les calculs contenus dans cette analyse ont été obtenus de diverses sources, incluant des sources autres que ICE et ICE n'en garantit pas l'exactitude. Avant de vous fier à tout renseignement de ICE et/ou d'exécuter une opération sur titre sur la base de tels renseignements de ICE, vous êtes invités à consulter votre courtier ou autre représentant financier, afin de vérifier les renseignements tarifaires. Il n'existe aucune assurance que les résultats hypothétiques seront identiques aux résultats réels sous quelque conditions de marché que ce soit. LES RENSEIGNEMENTS DE ICE SONT FOURNIS "EN L'ESPÈCE". NI ICE, NI SES SOCIÉTÉS AFFILIÉES, NI LEURS FOURNISSEURS DE DONNÉES EXTERNE NE SERONT RESPONSABLES ENVERS TOUT USAGER OU TOUTE AUTRE PERSONNE, POUR L'INTERRUPTION, L'INEXACTITUDE, LES ERREURS OU LES OMISSIONS, QUELLE QUE SOIT LA CAUSE, EN REGARD DE TOUT RENSEIGNEMENT FOURNI PAR ICE OU POUR TOUT DOMMAGE EN RÉSULTANT. En aucun cas ICE ou ses sociétés affiliées, leurs employés, dirigeants, administrateurs ou agents n'assumeront quelque responsabilité que ce soit envers toute personne ou entité, en lien ou découlant de ces analyses des renseignements ou des indices contenues aux présentes.