



Infolettre sur les obligations de sociétés

Mars 2020

S'extirper de l'épave

Le 3 mars dernier, les autorités de la Réserve fédérale ont voté à l'unanimité de sauter devant le train du coronavirus. Inquiets du fait que le COVID-19 présentera des « risques évolutifs » à ce qui s'avère être une économie américaine autrement « forte », la Réserve a réduit les taux directeurs de 50 pb. Les enquêteurs continuent de passer les décombres au crible, mais aux dernières nouvelles, le champ de débris était plutôt large.

L'accident s'est produit en plein jour et a abasourdi les spectateurs. Au nombre de victimes, on compte un mélange de marchés financiers confus, déçus et incrédules. Des rapports non confirmés mais plausibles circulent à propos de l'effritement de la crédibilité de la Réserve à la suite de l'accident. Le FOMC a survécu à l'impact et tiendra malheureusement sa réunion planifiée le 18 mars. Des catastrophes similaires ont également été rapportées au Canada (la BCD a réduit les taux de 50 pb le 4 mars) et en Australie (la RBA a réduit ses taux de 25 pb le 3 mars).

Peignez-le en noir

Le coronavirus continue de dominer les médias, les conversations et les comportements. Les faits à propos du COVID-19, publiés par l'Organisation mondiale de la santé le 4 mars dernier, indiquent notamment qu'il y a 3 198 décès confirmés, 93 090 cas confirmés et que des milliards de personnes sont inquiètes de ce qui se produira. COVID-19 n'est pas un sujet de plaisanteries et présente une menace médicale grave qui ne semble être prise au sérieux par l'administration Trump que maintenant.

Tandis que les nouvelles à propos du coronavirus passent du compte-goutte au déluge, les marchés financiers ont d'abord pris une pause, cligné des yeux et puis ils ont paniqué. Après avoir atteint un sommet historique à la troisième semaine de février, le TSX et le S&P 500 ont dégringolé. Les marchés ont ensuite effectué une reprise, encouragés par l'espoir d'un assouplissement imminent de la banque centrale, pour ensuite rechuter de nouveau lorsque la Réserve a procédé à son assouplissement et finalement remonter en raison d'une forte démonstration de Joe Biden au Super Mardi, imaginez-vous. Pour l'année, le TSX est en baisse de -1,7% et le S&P 500, de -3,1%.

Le tableau à la page suivante illustre les niveaux et changements actuels et de fin d'année des taux des obligations gouvernementales canadiennes et américaines et des écarts de crédit des obligations de sociétés depuis le début de l'année (ACJ).



Description	Marchés canadiens		Marchés américains		Changements COVID-19 (ACJ)	
	04/03/2020	31/12/2019	04/03/2020	31/12/2019	Canada	États-Unis
Taux directeur	1.25%	1.75%	1.25%	1.75%	-50pb	-50pb
CDOR/LIBOR	1.50%	2.08%	1.31%	1.91%	-57pb	-59pb
Taux 2 ans	0.94%	1.69%	0.70%	1.57%	-75pb	-88pb
Taux 5 ans	0.90%	1.68%	0.78%	1.69%	-78pb	-91pb
Taux 10 ans	1.01%	1.70%	1.05%	1.92%	-69pb	-87pb
Taux 30 ans	1.31%	1.76%	1.70%	2.39%	-45pb	-69pb
Écart de crédit QS	122pb	112pb	132pb	101pb	10pb	31pb
Écart de crédit A	113pb	100pb	102pb	76pb	13pb	26pb
Écart de crédit A long	158pb	140pb	140pb	109pb	18pb	31pb
Écart de crédit BBB	158pb	149pb	166pb	130pb	9pb	36pb
Écart de crédit BBB long	230pb	211pb	227pb	184pb	19pb	43pb
Écart de crédit - RÉ	381pb	347pb	484pb	360pb	34pb	124pb

Source: Bloomberg, Indices ICE BofAML

L'histoire est simple. La fuite de l'incertitude vers ce qui est perçu comme de la qualité a fait en sorte de faire chuter les taux des obligations gouvernementales, élargir les écarts de crédit des sociétés et dégringoler les cours boursiers. Le taux de volatilité est élevé. Ces chutes de taux infectés de virus font suite à une baisse substantielle des taux en 2019. Les cours des obligations gouvernementales étaient fixés en fonction d'un Armageddon économique en 2019, malgré une expansion économique raisonnablement solide et un faible taux de chômage aux États-Unis. Le marché des titres d'emprunt de qualité supérieure n'a presque pas changé année-après-année, tandis que l'écart des titres à rendement élevé américains s'est élargi de presque 100pb comparativement à l'an dernier à pareille date.

Description	Marchés canadiens		Marchés américains		Changements DDM*	
	04/03/2020	31/12/2019	04/03/2020	31/12/2019	Canada	États-Unis
Taux directeur	1.25%	1.75%	1.25%	2.50%	-50pb	-125pb
CDOR/LIBOR	1.50%	2.09%	1.31%	2.61%	-58pb	-129pb
Taux 2 ans	0.94%	1.74%	0.70%	2.54%	-80pb	-185pb
Taux 5 ans	0.90%	1.76%	0.78%	2.53%	-86pb	-174pb
Taux 10 ans	1.01%	1.89%	1.05%	2.72%	-88pb	-167pb
Taux 30 ans	1.31%	2.17%	1.70%	3.09%	-86pb	-139pb
Écart de crédit QS	122pb	131pb	132pb	127pb	-9pb	5pb
Écart de crédit A	113pb	124pb	102pb	95pb	-11pb	7pb
Écart de crédit A long	158pb	161pb	140pb	137pb	-3pb	3pb
Écart de crédit BBB	158pb	169pb	166pb	165pb	-11pb	1pb
Écart de crédit BBB long	230pb	220pb	227pb	226pb	10pb	1pb
Écart de crédit - RÉ	381pb	403pb	484pb	390pb	-22pb	94pb

Source: Bloomberg, Indices ICE BofAML *Douze derniers mois



La même vieille rengaine

L'ampleur de la chute des taux découlant du coronavirus est plus importante que celle qui s'est produite au cours de l'épidémie du SARS, qui avait duré de janvier à juin 2003. Durant cette période, les taux des obligations gouvernementales avaient certes chuté, mais de niveaux beaucoup plus élevés au départ. La Réserve a réduit les taux de 25pb une seule fois durant le SARS, alors que la Banque du Canada avait augmenté les siens de 50pb.

Description	Marchés canadiens		Marchés américains		Changements SARS*	
	30/06/2003	31/01/2003	30/06/2003	31/01/2003	Canada	États-Unis
Taux directeur	3.25%	2.75%	1.00%	1.25%	50 pb	-25pb
CDOR/LIBOR	3.19%	2.95%	1.12%	1.35%	24pb	-23pb
Taux 2 ans	3.02%	3.54%	1.30%	1.69%	-52pb	-39pb
Taux 5 ans	3.61%	4.31%	2.41%	2.93%	-70pb	-52pb
Taux 10 ans	4.45%	5.02%	3.52%	3.96%	-57pb	-45pb
Taux 30 ans	5.09%	5.47%	4.56%	4.84%	-38pb	-28pb
Écart de crédit QS	85pb	99pb	123pb	174pb	-14pb	-51pb
Écart de crédit A	78pb	88pb	80pb	122pb	-10pb	-42pb
Écart de crédit A long	127pb	139pb	98pb	133pb	-12pb	-35pb
Écart de crédit BBB	150pb	199pb	179pb	251pb	-49pb	-72pb
Écart de crédit BBB long	157pb	219pb	201pb	249pb	-62pb	-48pb
Écart de crédit - RÉ	606pb	1049pb	613pb	829pb	-443pb	-216pb

Source: Bloomberg, Indices ICE BofAML

Contrairement aux élargissements des écarts durant le récent COVID-19, les écarts des obligations de qualité supérieure et à rendement élevé avaient plutôt rétréci au cours du SARS et pour ce qui est des titres à rendement élevé, de manière substantielle. À cette époque, les marchés financiers et de crédit récupéraient toujours de la chute de la bulle technologique et des faillites de Enron et de WorldCom.

Où aller maintenant que je suis trop loin?

Avant le coronavirus, Canso estimait que la situation économique aux États-Unis et, à un degré moindre au Canada, était beaucoup plus optimiste que ce que les cours des marchés obligataires gouvernementaux démontraient. À notre avis, le faible taux de chômage et la croissance économique ne donnaient aucune raison à la Réserve fédérale ou à la Banque du Canada de changer les taux directeurs en 2020.

En fait, aux États-Unis, la guerre commerciale avec la Chine, les énormes incitatifs gouvernementaux et les 3 réductions de taux d'intérêts « préventives » de la Réserve fédérale en 2019 suggéraient plutôt que l'inflation représenterait une plus grande inquiétude que ne le laissait croire les cours obligataires gouvernementaux.

Avec le COVID-19, les réductions préventives de taux de 50 pb de la BDC et de la Réserve et les taux de 10 ans aux États-Unis à des planchers records, on peut se demander quelle sera la prochaine étape?

Canadian and U.S. 10-Year Government Bond Yields



La suggestion que les défis posés par le coronavirus peuvent être résolus par des interventions des banques centrales n'est pas simplement erronée, mais ridicule. Les perturbations de chaînes d'approvisionnement sont une réalité de la vie dans un monde interconnecté. Des consommations et dépenses d'affaires différées se produiront en raison d'un manque d'inventaire disponible, de prudence des consommateurs et de contraintes liées à la quarantaine. Comme l'a admis le président de la Réserve M. Powell lorsqu'il a annoncé les « réductions d'urgence », aucun de ces facteurs n'est lié au niveau des taux d'intérêt.

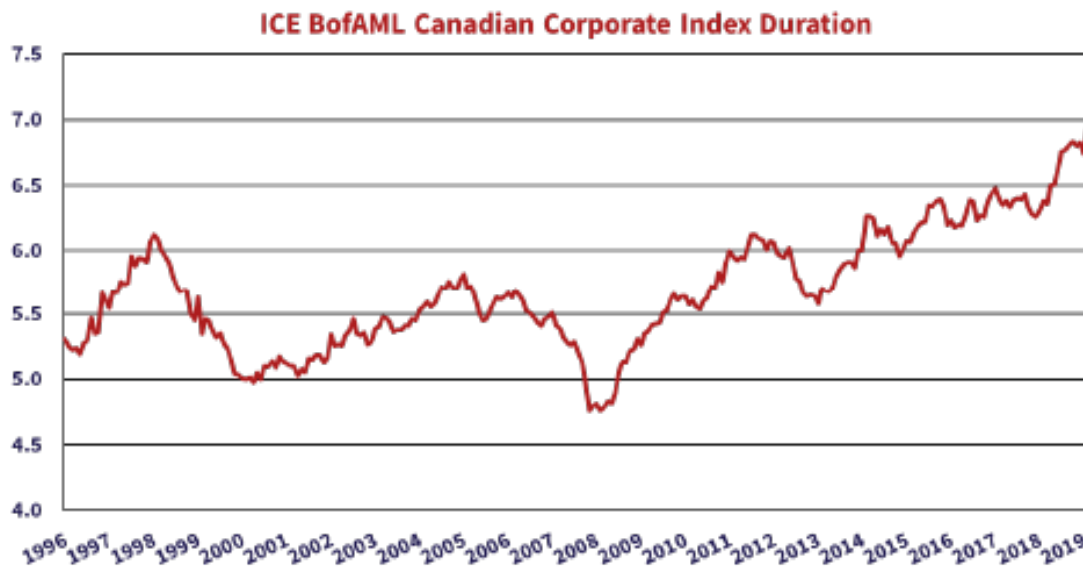
Il faut probablement s'attendre à vivre un ralentissement économique et à une éventuelle contraction durant une certaine période. Certains impacts à prévoir sont notamment des perturbations des chaînes d'approvisionnement, des étagères vides, des dépenses et investissements reportés, des licenciements temporaires et des embauches différées. Bien que ces facteurs soient probablement tous temporaires, les choses s'empireront avant de s'améliorer. Lorsque le coronavirus sera sous contrôle, la croissance économique reviendra et vraisemblablement à un rythme accéléré, lorsque les consommateurs et les entreprises voudront « se rattraper ».

Les ajustements de taux d'intérêt par les banques centrales devraient être effectués dans le but d'influencer l'activité économique et d'atteindre des objectifs de politiques monétaires. Puisque le fait de réduire les taux d'intérêt n'aura aucune incidence sur le ralentissement économique causé par le COVID-19, la réponse adéquate des banques centrales dans ce contexte aurait été de ne rien faire. Or, compte tenu de l'enthousiasme des banquiers centraux à intervenir, peu importe comment, nous anticipons donc que d'autres banques centrales emboîteront le pas de la Banque du Canada, de la Réserve et de la RBA et réduiront également leurs taux.

Veille de la destruction

L'impact sur les marchés financiers des plachers records des taux des obligations gouvernementales canadiennes et américaines est significatif. Les émetteurs solvables devraient emprunter pour la plus longue échéance possible et ceux-ci semblent tirer parti de la chute inattendue des taux obligataires. À titre d'exemple, en date du 25 février 2020, Hydro One a fixé le cours d'une émission structurée qui comprenait une obligation à longue échéance du 28 février 2050 à un coupon de 2,71% (écart de crédit de 140pb)! Nous croyons qu'il s'agit du coupon le plus faible pour une obligation de société à longue échéance jamais émis dans les marchés de capitaux canadiens.

Le graphique ci-dessous illustre l'indice des obligations de sociétés ICE BofAML Canada d'une durée de 7 ans. La chute de taux au cours des 12 derniers mois a contribué à la prolongation de son échéance qui est maintenant plus d'une année complète plus longue que les niveaux antérieurs à la crise du crédit. Cette prolongation est causée par la chute des taux gouvernementaux, le rétrécissement des écarts de crédit et le fait que les émetteurs favorisent les émissions à longue échéance pour profiter des emprunts à faibles taux fixes.



Source : Bloomberg

De toute évidence, la prochaine question à se poser est : pourquoi cela est-il important? L'échéance plus longue augmente significativement le risque dans le marché obligataire, puisque les hausses de taux gouvernementaux et les élargissements d'écarts de crédit ont un impact plus grand sur les investisseurs que par le passé. Les investisseurs évalués par rapport aux indices d'obligations de sociétés seront confrontés à des rendements plus sensibles que jamais aux mouvements des taux gouvernementaux et des écarts de crédit. Les investisseurs devront choisir entre une prolongation pour suivre les indices ou une déviation face aux indices.

Je suis né dans une petite ville

Perdu au milieu des inquiétudes face au COVID-19, de la panique des marchés financiers, des feux de forêt horribles en Australie et de la victoire aux Oscars du film Parasite, on trouve le parrainage de l'auteur-compositeur John Mellencamp de la candidature démocratique de Michael Bloomberg à la présidence. Les racines de Mellencamp dans la ville de Seymour en Indiana (population de 19 480) en aurait fait un choix naturel pour endosser plutôt la candidature du maire Peter Buttigieg dans cet État.

Preuve que peu de choses demeurent prévisibles de nos jours, le chanteur de Farm Aid a placé tout son poids *anti-establishment* derrière un candidat décidément *establishment*. Après le Super Mardi, Mellencamp peut s'en tenir à chanter et Bloomberg peut s'en tenir à posséder sa société éponyme. Que ce soit le puissant Joe Biden ou le gauchiste Bernie Sanders, espérons que le candidat démocrate offrira une solide compétition au Président actuel en novembre. La bonne nouvelle? Il ne reste que 8 mois avant le jour du scrutin!

J'ai si hâte d'être roi

En parlant de petites villes, M. Harry, Mme Meghan et maître Archie ont finalement décampé de Londres, Angleterre pour s'installer à Victoria, en Colombie-Britannique, laissant derrière eux tout le glamour et les rigueurs de leur vie royale. À leur arrivée, l'âge moyen de la population de la capitale de la Colombie-Britannique a chuté considérablement. Madonna a suggéré que le Canada était trop ennuyeux pour les royaux nouvellement libérés, démontrant qu'elle n'a manifestement rien suivi des nouvelles dernièrement. Qu'y a-t-il d'ennuyeux à regarder les Maple Leafs perdre leur chauffeur de Zamboni de 42 ans? Ailleurs, Jack Welch, une célébrité de General Electric, est décédé. L'équipe Liverpool s'est rapprochée du titre Premier League, les Houston Astros ont offert de tièdes excuses pour avoir triché (nous y reviendrons un peu plus loin) et les Raptors réussissent sans Kawhi Leonard. Apparemment, c'est un jeu facile.

Hot Dog

Le jour de la Saint-Valentin, Fitch et S&P ont déclassé le titre de Kraft Heinz de BBB- à BB+, écartant ainsi l'un des meilleurs fabricants de condiments au monde de l'indice des sociétés de qualité supérieure à compter de la fin du mois. Selon le tableau à la page suivante, Kraft Heinz se positionne maintenant comme le troisième plus important émetteur dans le marché des titres à rendement élevé de 1.25\$ billions aux États-Unis.

Plus importants émetteurs dans le marché à rendement élevé aux États-Unis

Émetteur	Valeur marchande (millions)
Charter Communications Inc.	26,267.92\$
Sprint Corporation	24,385.93\$
Kraft Heinz Foods Company	22,736.17\$
Bausch Health Companies Inc.	19,123.19\$
Centene Corporation	16,615.79\$
CSC Holdings LLC	16,185.46\$
HCA Inc.	15,492.55\$
Tenet Healthcare Corporation	15,361.08\$
Community Health Systems Incorporated	12,673.40\$
Centurylink Inc.	12,413.04\$
Grand Total	181,254.53\$

Source: Indices ICE BofAML

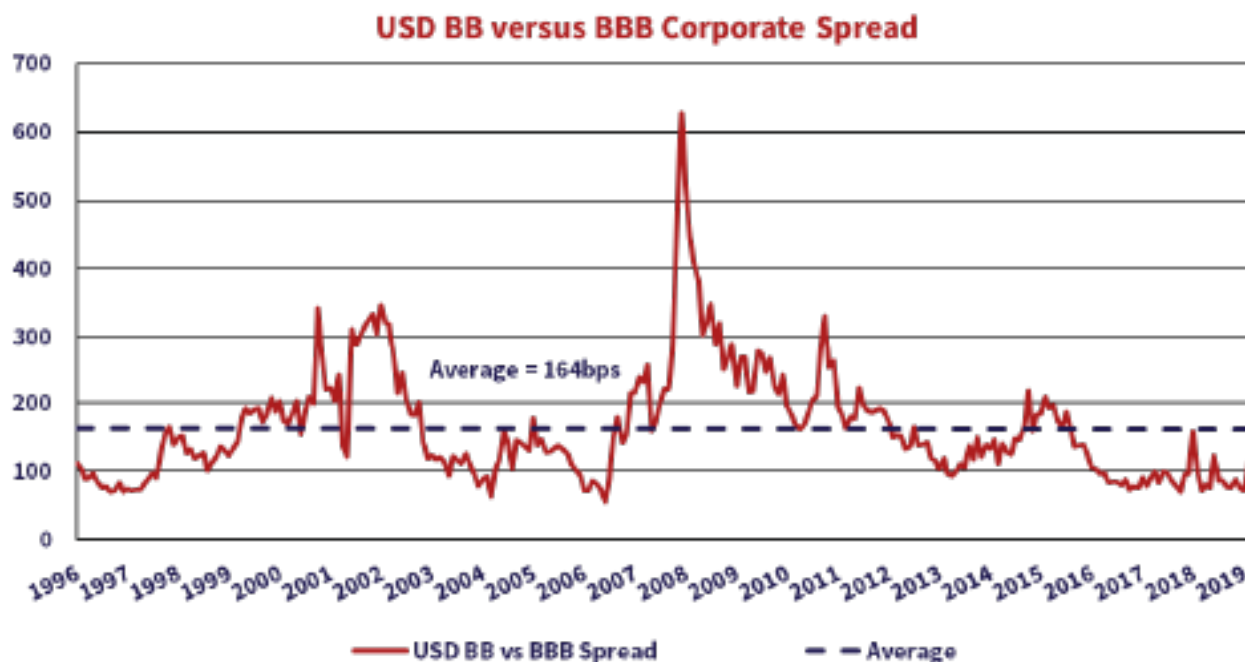
Les titres de sociétés déclassés à la cote BBB à rendement élevé, appelées anges déchus, peuvent ou non perturber les écarts de l'émetteur ou du marché plus large à rendement élevé. L'incidence dépend d'une foule de facteurs, incluant le point du cycle de crédit où le déclassement se produit, la nature des titres de crédit individuels déclassés et le déséquilibre dans l'offre et la demande au moment du déclassement.

Le déclassement de Kraft s'est produit lorsque les écarts de crédit étaient serrés et les craintes liées au coronavirus déferlaient sur les marchés financiers. L'élargissement significatif des écarts de crédit des titres à rendement élevé illustré au graphique ci-dessous est probablement moins lié à Kraft qu'à la volatilité généralisée des marchés.



Source: Indices ICE BofAML

Alors que Kraft Heinz s'ajustait à sa vie comme titre de crédit plus faible, l'écart entre les obligations de sociétés BB et BBB s'est significativement élargi. Encore ici, cela a peu à voir avec Kraft, mais est plutôt dû au fait que les investisseurs se sont réfugiés vers les titres présumés sûrs en raison du COVID-19. Les écarts de crédit des titres à rendement élevé se sont élargis considérablement davantage que les écarts des titres de qualité supérieure.



Source: ICE BofAML Indexes

Le «Big Daddy» de tous

Le marché des nouvelles émissions à rendement élevé est limité à 10 ans et moins. Des 1,25\$ billions d'obligations à rendement élevé aux États-Unis dans l'indice à rendement élevé ICE BofAML, seulement 84,9\$ milliards ont une échéance supérieure à 10 ans. La plupart, sinon toutes ces obligations, avaient été émises à titre de qualité supérieure. En comparaison, 34% du marché de qualité supérieure comporte une échéance supérieure à 10 ans.

Le déclasserement de Kraft Heinz est notoire en raison de la durée substantielle qu'il a apporté à l'indice des titres à rendement élevé. Le tableau à la page suivante illustre le nombre d'obligations emportant une échéance de 10 ans et plus. Kraft Heinz est de loin le plus important émetteur d'obligations à plus longue durée

Plus importants émetteur d'obligations à longue échéance dans le marché des titres à rendement élevé aux États-Unis

Émetteur	Valeur marchande (millions)
Kraft Heinz Foods Company	14,646.43\$
Charter Communications Inc.	6,503.43\$
Telecom Italia Capital S.A.	4,882.99\$
HCA Inc.	2,975.40\$
Sprint Corporation	2,855.44\$
Centurylink Inc.	2,751.85\$
Freeport McMoran Inc.	2,600.77\$
CF Industries Inc.	2,540.98\$
L Brands Inc.	2,384.54\$
Vodafone Group pie	2,366.49\$
Grand Total	44,508.29\$

Source: Indices ICE BofAML

Les obligations cotées BBB constituent 41% et 50% des indices d'obligations de sociétés de qualité supérieure ICE BofAML au Canada et aux États-Unis respectivement. Il y a vingt ans, les BBB constituaient respectivement 8% et 34% de ces indices. À mesure que le pourcentage des BBB dans les indices d'obligations de sociétés augmente, les inquiétudes à l'égard de la capacité du marché des titres à rendement élevé à absorber les déclassements des obligations cotées BBB montent.

Comme l'illustre le graphique de la page précédente, le marché des titres à rendement élevé a fait preuve de résilience à absorber ces anges déchus dans le passé. Bien sûr, tout est une question de bon moment et si les marchés de crédit sont dispendieux et les investisseurs sont nerveux, le processus d'absorption risque de devenir un peu moins facile. Au cours des 5 dernières années, la valeur absolue en dollar des obligations à rendement élevé s'est contractée de 150\$ milliards, puisque l'émission d'obligations a fait place au marché en croissance rapide de prêts à effet de levier. Il est probable que la contraction du marché de titres à rendement élevé indique une demande latente pour de nouvelles émissions de titres à rendement élevé ou pour des anges déchus.

Durée- Indice des obligations de sociétés de QS aux États-Unis

Notation de crédit	< 10 ans	>10 ans	Grand Total
AAA	47,618.80\$	67,898.68\$	115,517.48\$
AA	389,229.87\$	201,857.66\$	591,087.53\$
A	2,063,041.91\$	1,048,502.64\$	3,111,544.56\$
BBB	2,480,724.80\$	1,291,531.87\$	3,772,256.67\$
BBB1	932,570.48\$	629,848.66\$	1,562,419.14\$
BBB2	813,295.12\$	424,896.08\$	1,238,191.20\$
BBB3	734,859.20\$	236,787.12\$	971,646.33\$
Grand Total	4,980,615.38\$	2,609,790.85\$	7,590,406.24\$

Source: Indices ICE BofAML

Le tableau ci-dessus fait la ventilation de l'indice des obligations de sociétés de qualité supérieure, selon une échéance inférieure ou supérieure à 10 ans. L'absorption du déclassement d'un titre BBB à longue durée pourrait représenter un plus grand défi pour le marché à rendement élevé.

LVMH dans le ciel parée de diamants

Juste à temps pour la Saint-Valentin et en avance des marchés, le conglomérat de produits de luxe LVMH a bombardé le marché obligataire européen en vue de lever des fonds pour son acquisition de 16,6\$ milliards pour Tiffany & Co. Dans le cadre de cette deuxième plus importante transaction obligataire de l'histoire européenne, la société LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE, cotée A+, a levé plus de 9€ milliards sur 9 catégories d'échéances. Ce qui est une véritable révélation à propos de cette transaction n'est pas sa taille, mais les taux auxquels les obligations ont été fixées.

Taille de la catégorie d'échéance	Échéance	Taux à l'échéance
EUR 1,750,000,000	2 ans	-0.27%
EUR 1,250,000,000	4 ans	-0.07%
EUR 1,250,000,000	6 ans	0.07%
EUR 1,750,000,000	8 ans	0.23%
EUR 1,550,000,000	11 ans	0.45%
GBP 700,000,000	3 ans	1.01%
GBP 850,000,000	7 ans	1.24%

Source: Bloomberg

Penny Lane

Tel qu'illustré au tableau ci-dessus, LVMH a émis 3€ milliards d'obligations à des taux négatifs et 4,55€ milliards additionnels à des taux sous 0,50%. Les investisseurs obligataires européens ont donc été forcés hors de la courbe pour une période de 6 ans avant de recevoir un rendement positif. Pour démontrer comment ce rendement positif de 0,07% sera atteint, un « investisseur obligataire » ayant avancé 99,59€ à la société aujourd'hui recevra 100.00€ en février 2026. Aucun paiement d'intérêt en cours de route. Aucun coupon. Pas de dividendes. Un gain cumulatif sur 6 ans de 41 centimes euro.

À l'aide!

Nous aurions besoin que quelqu'un, qui que ce soit, nous explique en quoi le programme d'achat de la BCE sera bénéfique à la santé à long terme des marchés de crédit européens. Le programme d'achat d'actifs (PAA) de la BCE remonte à 2014 et comprend des programmes d'achat de titres adossés à des actifs, d'obligations de sociétés, d'obligations sécurisées et de titres du secteur public.

Le programme d'achat d'obligations entreprises (PAOE) confère à la BCE depuis 2016 l'autorité d'acheter des obligations libellées en euros et émises par des sociétés non financières. L'acquisition d'obligations de sociétés par le BCE fausse le cours des obligations de sociétés, tout comme c'est le cas pour les marchés d'obligations gouvernementales européennes et d'obligations sécurisées. L'achat d'obligations par des fonds publics fait baisser les taux jusqu'en terrain négatif. Comment les investisseurs à long terme peuvent-ils accepter les risques lorsque la BCE achète sans discernement et les investisseurs sont garantis de ne récupérer aucun rendement?

Tous les arbres ont disparu...

Le tableau ci-dessus illustre la quantité de titres d'emprunt à rendement négatif dans l'ensemble de l'indice mondial des marchés à large spectre ICE BofAML. À la fin de février, environ 14\$US billions des titres d'emprunt offraient un rendement négatif. La majorité de ceux-ci provient des pays de l'Union européenne et du Japon. L'UE et le Japon ont deux points en commun, des banques centrales avec des taux directeurs sous zéro et des programmes agressifs d'achat d'obligations.

Fin d'année	Sommes des titres d'emprunt négatifs (millions)	Somme de la valeur marchande (millions)
29-02-2020	14,235,701.31\$	57,327,340.35\$
31-12-2019	10,992,593.46\$	55,676,458.76\$
31-12-2018	8,101,380.48\$	51,056,838.10\$
31-12-2017	8,043,043.46\$	50,988,664.67\$
31-12-2016	7,695,686.59\$	46,630,970.18\$
31-12-2015	3,370,851.25\$	44,921,107.22\$
31-12-2014	2,556,231.94\$	45,759,484.57\$

Source: Indices ICE BofAML

Ils ont été placés dans un musée d'arbres

Le tableau ci-dessous souligne l'ampleur des achats par la BCE de titres d'emprunt émis par les pays et sociétés du marché européen. 6,4€ billions des 10,8€ billions de l'indice du marché à large spectre européen ICE BofAML offrent un rendement négatif. En raison du PAA de la BCE, 37% des obligations sécurisées éligibles de l'indice, presque 14% des obligations de sociétés et 25% des obligations souveraines et quasi-souveraines sont maintenant détenues par la BCE. Ces chiffres sont remarquables. L'effet de distorsion causée par l'achat d'instruments de créance de pays membres par la BCE, jumelée à une politique de taux d'intérêt administrés négatifs ne saurait être sous-estimé.

Description	Rendement négatif	Total de l'indice	Achats de la BCE	% total de la BCE
Oblig. sécurisées	601,904€	713,021€	267,296€	37.5%
Obli. de sociétés	453,003€	1,575,393€	217,235€	13.8%
Souveraines	5,382,679€	8,462,315€	2,115,262€	25.0%
Total	6,437,586€	10,750,730€	2,599,793€	24.2%

Source: Indices ICE BofAML, Banque centrale européenne

Voici maintenant ma prochaine expérience

L'expérience des rendements négatifs n'est que cela, une expérience. Une expérience dont les effets demeurent inconnus, menée par un nombre relativement restreint de banques centrales, dont le Danemark, l'Union européenne, le Japon, la Suède et la Suisse.

Les taux négatifs sont l'effet de la défaillance des politiques monétaires traditionnelles – réduire les taux directeurs pour stimuler la croissance économique. En Europe et au Japon, réduire les taux n'a pas fait en sorte de faire croître l'économie significativement. Ainsi, les banques centrales ont eu recours à des mesures non-traditionnelles, dont l'achat d'énormes quantités d'obligations gouvernementales et, dans le cas de la BCE, d'obligations de sociétés et la réduction des taux directeurs jusqu'en terrain négatif. Bien que la Réserve ait également acheté de grandes quantités de titres du Trésor américain, elle n'a pas réduit les taux au point de les rendre négatifs et n'a pas acheté d'obligations de sociétés.

Est-ce que deux négatifs font un positif?

Ces phénomènes sont nouveaux et nous croyons que personne ne comprend entièrement les bénéfiques (en matière de stimulation économique) ou les désavantages (pour les institutions financières et les investisseurs) des taux négatifs sur les économies où ils existent.

Nous savons que, efficaces ou non, ces méthodes non conventionnelles sont insoutenables et sont appelées à être temporaires. Éventuellement, les taux doivent se normaliser, ce qui signifie non seulement de se rendre en terrain positif, mais positifs selon le taux réel. À noter que la banque centrale de la Suède (Risbank) a offert un cadeau de Noël anticipé à ses citoyens en portant les taux à 0%!

Quels sont les catalyseurs de ce mouvement de négatif à positif? Deux choses. D'abord, lorsque la situation du coronavirus sera résolue, le retour vers une croissance positive aux États-Unis, qui viendra soutenir la croissance économique mondiale. Puis, les réponses fiscales agressives des gouvernements qui permettront le retrait des stimulations monétaires.

La réponse face à la stagnation économique européenne s'est avérée largement monétaire pour la Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre. Ce qui manque, c'est une réponse fiscale coordonnée. Nous pourrions nous attendre à ce que Christine Lagarde, la nouvelle présidente de la BCE, utilise son énorme influence et sa crédibilité pour exercer les pressions voulues sur les gouvernements réticents, en vue de mettre en place des mesures fiscales plus agressives.

À l'aide, je passe de l'autre côté du miroir

Les choses vont si vite qu'il est difficile de suivre le rythme de cette folie. Les réductions des banques centrales et les taux d'intérêt négatifs n'en sont que quelques exemples. Ne négligeons pas le fait que Micheal Milken, roi des obligations de pacotille et l'artisan de la Crise des Savings and loan, ait été gracié par le Président. Pour votre information, M. Milken avait plaidé coupable, purgé sa peine, conservé l'essentiel de son fric et était libre depuis longtemps. Il va très bien merci.

Mentionnons également la candidate à la présidence de la Réserve fédérale, Judy Shelton, qui estime apparemment que la Réserve ne devrait pas exister. C'est l'équivalent d'appliquer pour un emploi au 7-Eleven si vous ne croyez pas aux Slurpees™. Bon d'accord, c'est bien pire que cela, mais vous voyez ce que nous voulons dire. Les entourloupettes entourant les marchés financiers font paraître la société Boring Company d'Elon Musk et son rêve de transporter les touristes en état d'ébriété de Las Vegas dans un tube sous-terrain à 155 mph plutôt lucide.

Un port particulier

En temps incertains, plusieurs investisseurs évitent le risque et se réfugient vers les transactions de qualité. Le gouvernement américain est perçu comme un bon port en temps incertains. Chez Canso, un aspect important de notre processus d'analyse fondamentale ascendante consiste à évaluer l'équipe de gestion d'une entreprise et la probabilité (ou pas) que cette équipe de gestion exécute son plan d'affaires de manière à s'assurer que nos investisseurs recevront le capital et les intérêts de leur placement à l'échéance. Nous investissons avec l'idée de recevoir un rendement.

Le plus important débiteur au monde, le gouvernement américain, souffre actuellement d'une gestion particulièrement déficiente. L'irresponsabilité fiscale avec laquelle le Président et son cabinet exécutent son plan est remarquable. Un investisseur devrait donc se demander s'il souhaite vraiment prêter de l'argent au gouvernement américain pour 10 ans au taux actuel de 1,05%? Celui-ci devrait également se demander si, en cas de changement potentiel de gestion au cours de l'année, il souhaite vraiment prêter de l'argent à l'un ou l'autre des candidats opposants pour 10 ans à 1,05%? À notre avis la réponse à ces deux questions est un NON retentissant!

Cette bague à diamants ne brille plus pour moi

Pour illustrer notre inquiétude, vous trouverez un comparatif à la page suivante de certains indicateurs principaux aujourd'hui et en février 2003, près du début de la crise du SARS. Aujourd'hui les taux d'intérêt sont faibles et le taux réel est négatif. Avant le coronavirus, l'économie était en bonne santé et dans une économie en expansion, la situation fiscale du pays devrait s'améliorer. Les paramètres de crédit aux États-Unis continuent de se détériorer et même les projections économiques optimistes continueront de s'affaiblir dans un proche avenir. Quelle différence quelques années et un dirigeant différent peuvent faire. Nous ne croyons pas que les É.-U. méritent leur note de crédit AAA/Aaa chez Fitch and Moody's.

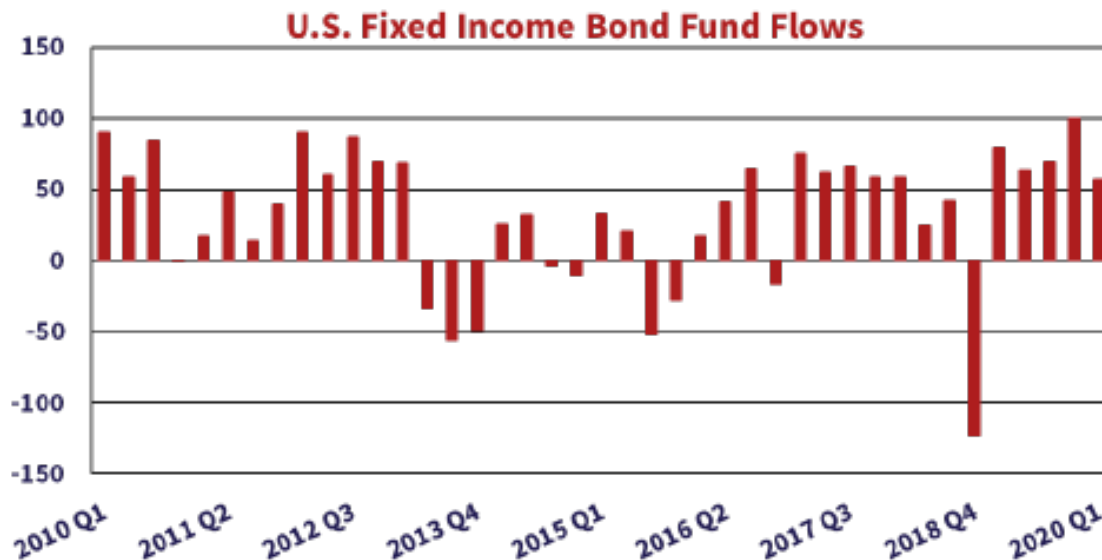
Statistiques vitales des États-Unis d'Amérique

Description	COVID-19 04/03/2020	SARS 04/03/2003
Taux du bon du Trésor de 10 ans É.-U.	1,05%	3,65%
Taux à un jour de la Réserve	1,25%	1,25%
IPC année-après-année aux É.-U.	2,50%	3,00%
Taux de chômage	3,60%	5,90%
Taux de croissance du PIB	2,10%	0,60%
Déficit effectif de l'année précédente (milliards)	(\$984)	(\$158)
Déficit projeté/effectif (milliards)	(\$1,000)	(\$378)
Déficit projeté/effectif comme % du PIB	-4,60%	-3,30%
Ratio dette publique aux É.-U. au PIB	81,0%	34,7%
Ratio dette publique projeté/effectif aux É.-U. au PIB dans 10 ans	98,0%	72,2%
Croissance moyenne projetée/effective du PIB 10 ans	3,8%	1,9%
Cote de crédit (Fitch/ Moody's/ S&P)	AAA/Aaa/AA+	AAA/Aaa/AAA

Source: Bloomberg

Tout le monde fait cette nouvelle danse maintenant

Le graphique ci-dessous illustre l'injection de liquidités dans les fonds américains d'obligations à revenu fixe aux États-Unis depuis 2010. Au cours des derniers 12 mois, quelques 290\$US milliards ont été versés dans ces fonds à revenu fixe. Il s'agit d'un très gros montant. Heureusement, le gouvernement américain se dit prêt à vendre plus de 1\$ billion de nouveaux bons du Trésor à chaque année. N'arrêtons pas ces flux de rentrer! À titre de rappel, la première édition du nouveau bon du Trésor américain de 20 ans sera en vente aux enchères du 15 juin. Seulement 10\$ milliards seront offerts, alors préparez vos commandes maintenant!



Source : Bloomberg

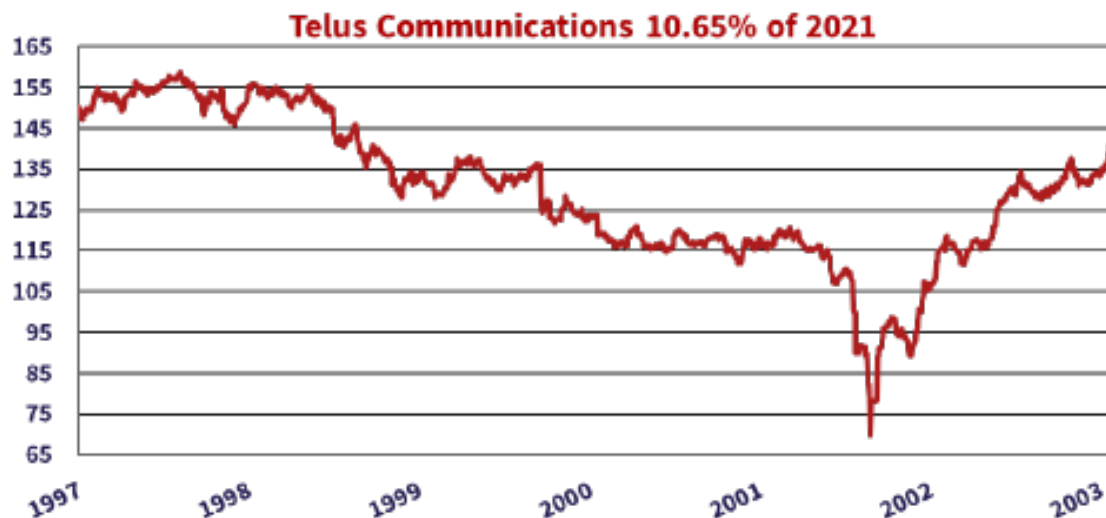
Avions, trains et automobiles

Plusieurs personnes se privent de chocolat durant le carême. Dans le cadre d'une épuration causée par son endettement, Bombardier a cédé deux gros aspects, changeant ainsi le profil complet de la société. D'abord, elle a cédé l'avion connu précédemment sous le nom C-Series à Airbus, en échange de liquidités et pour éliminer les exigences de dépenses en capital. Elle a également convenu de vendre le segment ferroviaire à Alstom. Si Bombardier avait une entreprise d'automobiles, elle l'aurait probablement vendue aussi. La société se concentrera sur son entreprise rentable de jet d'affaires.

Est-ce que je vous mentirais?

Le décès de Bernie Ebbers nous a fait réfléchir à l'impact de la faillite de WorldCom sur les marchés de crédit. La faillite de WorldCom en 2002, la plus importante de l'histoire à cette époque, a produit une onde de choc dans les marchés de crédit qui récupéraient toujours de la chute d'Enron quelques six mois auparavant. Après la révélation du scandale comptable, les investisseurs se sont mis à questionner les pratiques comptables de toutes les sociétés de télécommunications, particulièrement celles ayant un niveau d'endettement élevé.

La panique a créé des opportunités pour les investisseurs. Les obligations de Telus Communications à 10,65% 2021 sont un exemple illustrant ce point. Ces obligations se négociaient aux alentours de 110\$ avant le scandale de WorldCom et au cours du mois suivant, elles se négociaient à 70\$. Moins d'un an après la révélation des anomalies comptables, les obligations de Telus avaient remonté à 140\$.



Source: Indices ICE BofAML

Nous sommes toujours surpris de constater à quel point les investisseurs se laissent emporter par une bonne histoire, racontée par un bon narrateur. Bernie Ebbers, Bernie Madoff et Eke Batiste ne sont que quelques-uns des menteurs célèbres qui, pour une longue période, étaient perçus comme plus intelligents que les marchés. Nous sommes également surpris de voir que les problèmes

d'une société particulière peuvent être confondus sur une industrie entière. Telus était un parfaitement bon investissement qui s'est trouvé contaminé par WordCom. Pour ceux qui étaient en mesure de voir clairement à travers ce brouillard, une opportunité d'investissement incroyable s'était créée.

Je veux juste taper sur le tambour toute la journée

Parlant de fraude, alors que les entraînements du printemps débutent en prévision du sport préféré des américains, les Astros de Houston demeurent à l'avant-plan pour toutes les mauvaises raisons. Il semble que les Astros aient systématiquement dérobé les monticules au cours des saisons 2017 et 2018. Les vols de monticules par les frappeurs sont aussi vieux que le baseball lui-même, mais les singeries des Astros étaient sordides et sans discrétion. La technologie vidéo a capté chacun des signes des attrapeurs. Des fichiers Excel ont déchiffré ces signes. Les lanceurs prévus se relayaient sur les gradins pour observer les frappeurs. Ces combines sophistiquées, connues sous le nom de Décryptage, impliquaient de frapper sur un tambour pour une balle lente et de ne rien faire pour une balle rapide. Swing !

Des pubs comme on en connaît

Nous nous demandons bien comment les fichiers Excel des Astros déchiffreraient les entrées suivantes :

1. La propagation du virus COVID-19;
2. La réduction des taux d'un jour par la Banque du Canada et la Réserve de 50 pb et ce, par pur désespoir.
3. Les niveaux records de la dette corporative et de consommation
4. Les politiques d'assouplissement quantitatif déformantes des banques centrales en Europe et au Japon.
5. Les taux des bons du Trésor américain à un plancher record
6. Les déficits américains et émissions de bons du trésor records aux États-Unis
7. Les écarts de crédit des titres à rendement élevé bien en dessous des moyennes à long terme
8. Les diminutions d'engagements de protection pour des titres de crédit de qualité moindre
9. La mode des titres de crédit privés

Nous croyons que l'analyse Décryptage aurait donné plusieurs messages d'erreur et références contradictoires. Les frappeurs des Astros seraient demeurés paralysés sur le banc. Les marchés boursiers et d'obligations gouvernementales suggèrent que le fichier mondial est tout aussi endommagé. Les banques centrales tentent de sauver le monde en rendant l'argent moins dispendieux pour contrebalancer ce qui ne peut pas l'être. Tout ceci est de mauvais augure selon nous.

Laisse-moi jouer entraîneur, je suis prêt

Canso est un gestionnaire actif et la complexité et la composition de nos portefeuille change en fonction des opportunités qui se présentent. Nous ne surperformerons pas toujours, mais au cours d'un cycle, nous sommes confiants que nous y arriverons. Il n'est pas difficile d'agir lorsque nous

avons déjà vécu tout cela. Nous achetions Telus il y a 18 ans en 2002 à des rabais incroyables et avons récupéré un joli rendement sur une très courte période.

Contrairement aux Astros, nous nous fions sur le bon vieux travail acharné pour surpasser les marchés à long terme. Aucun fichier ne peut substituer l'expérience et la gestion d'emprunts à travers les cycles de crédit et nous avons la chance de posséder l'ampleur et la profondeur de l'expérience de notre équipe d'investissement. Les résultats de Canso sont le reflet de gens qui sont toujours avec nous et continuent d'y contribuer.

Le succès des marchés financiers dépend de quel agenda l'on suit. La plupart des investisseurs se font dicter et acceptent les conditions et les cours portés par les marchés, les sociétés qui font partie du marché et les courtiers en placement qui reçoivent des commissions à négocier ces marchés. Les croyances d'aujourd'hui à cet égard sont que les taux d'intérêt se rendront à zéro et qu'il convient de se réfugier vers la sûreté des bons du Trésor américain.

Nous prenons des risques lorsque nos investisseurs en sont adéquatement compensés. Les niveaux extraordinairement faibles des taux administrés, la probabilité d'une hausse substantielle de l'inflation à la suite du coronavirus, l'érosion du niveau de solvabilité du gouvernement américain et l'érosion générale des normes d'emprunt produisant des obligations de sociétés de moindre qualité, sont tous des éléments qui nous préoccupent. Nous craignons que la chute récente violente des taux pourrait se changer en une hausse toute aussi violente des taux. Or, tout ceci est très négatif pour les actifs à taux fixe de longue durée.

MARS 2020

INFOLETTRE DES

OBLIGATIONS DE

SOCIÉTÉS

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 votre intérêt et votre support envers Canso.

Inscrivez-vous sur LinkedIn et Twitter pour suivre de près les derniers commentaires de Canso

