



# Infolettre sur les obligations de sociétés

août 2016

## Je me suis refait une beauté pour ça?

Un autre trimestre de terminé et la confusion, les doutes et la trouille des investisseurs à propos des titres à revenus fixes demeure. En bref, le trimestre peut se résumer par la procrastination sans fin de la banque centrale, la chute des taux des obligations gouvernementales et les modestes compressions des écarts de crédit. Les investisseurs de type "au diable les risques", qui avaient investi dans des actifs à plus longue durée ou dans des obligations de sociétés à haut rendement, ont réussi à obtenir les meilleurs rendements.

La Grande Bretagne, supposément où l'on retrouve certains des citoyens les plus rationnels d'Europe, a opté pour le choix irrationnel en votant pour une sortie de l'UE. Malheureusement, les gens qui ne croyaient pas que quitter l'UE était une superbe idée n'ont pas pris la peine de concocter un plan sur ce que cela signifierait. Tout de suite après le vote, les taux obligataires ont chuté à l'échelle mondiale et les marchés boursiers ont sombré avant de rebondir puisque dans le doute, il faut acheter! Et dans le marché obligataire, achetez-en beaucoup avant que votre banque centrale locale ne se place devant vous!

Au moment d'écrire ces lignes, les obligations gouvernementales canadiennes de 30 ans étaient au taux de 1,69%, après avoir atteint un plancher record de 1,55% le 8 juillet dernier. Les taux des obligations de 30 ans sont plus faibles de 46 pb comparativement au début de l'année. L'obligation de société canadienne moyenne est au taux de 2,5% avec une durée de 6,3 ans. Ce marché est absolument dingue! Comme le chantait Patsy Cline dans les années '50 – *Crazy!* Ou, si vous préférez un peu plus d'ampères, pensez aux années '80 et à la chanson *Hell's Bell's* de AC/DC.

Indice de rendements du marché des titres de créance							
Se terminant le 30 juin 2016							
Indice canadien FTSE TMX	3 mois	ACJ	1 an	2 ans	3 ans	5 ans	10 ans
Canada	2,0	3,2	4,9	5,2	4,7	4,3	5,0
Provincial	3,6	5,3	6,7	7,6	7,2	6,5	6,5
Sociétés	2,5	4,0	4,5	4,7	5,2	5,4	6,0
<i>Universel global</i>	<b>2,6</b>	<b>4,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>	<b>5,6</b>
Canada à long terme	5,1	8,0	12,0	11,1	9,1	8,4	7,7
Provinciales à long terme	5,8	8,3	9,6	10,5	9,6	8,4	7,7
Sociétés à long terme	5,2	8,7	9,0	7,9	8,5	6,6	8,1
<i>Universel à long terme</i>	<b>5,5</b>	<b>8,3</b>	<b>9,9</b>	<b>10,0</b>	<b>9,2</b>	<b>8,5</b>	<b>7,8</b>
BAML de sociétés (\$US)*	3,5	7,6	7,4	4,1	5,4	5,4	6,2
BAML de sociétés (Euro)*	1,7	4,1	8,5	2,4	4,7	6,0	4,7
FTSE haut rendement (\$CAN)	5,8	6,7	-1,3	-0,6	3,0	3,7	6,4
BAML haut rendement (\$US)*	5,9	9,3	1,7	0,6	4,2	5,1	7,4
S&P/TSX	5,1	9,8	-0,2	-0,7	8,3	7,2	4,9
S&P 500 (\$US)	2,4	3,8	3,9	5,7	11,7	12,1	7,4

Source: Marchés mondiaux des titres de créances FTSE TMX /\*Données de l'indice BAML

Suite

**Laissez-moi vous dire, c'est du long terme**

Dans le trimestre et le semestre se terminant le 30 juin, les obligations de sociétés canadiennes de grande qualité ont procuré des rendements respectifs de 2,5 et 4%, surpassant les rendements des obligations gouvernementales canadiennes de 2,0% et 3,2%. Dans ce thème devenu familier, les obligations de sociétés connaissent des rendements inférieurs aux obligations provinciales à plus longue échéance lesquelles sont à 3,6% et 5,3%. L'indice universel a connu des rendements de 2,6% et 4,1% pour les mêmes périodes.

Dans les marchés des titres de grande qualité, il s'est avéré une fois de plus que ce sont les titres à plus longue échéance qui ont procuré les meilleurs rendements. Les obligations de sociétés à long terme ont produit des rendements de 5,2% et 8,7% respectivement pour ce trimestre et semestre se terminant le 30 juin, comparativement aux obligations canadiennes à long terme qui ont produit des rendements de 5,1% et 8,0% et aux obligations provinciales à long terme, de 5,8% et 8,3%

Après un début d'année terrible, les titres américains à haut rendement ont produit les meilleurs rendements de tous les titres obligataires, avec des taux de 5,9% et 9,3% respectivement, pour le trimestre et le semestre se terminant le 30 juin. Les titres à haut rendements ont également battu tous les autres titres des marchés obligataires et boursiers, surpassant le rendement de 3,6% du S&P 500 d'un retentissant 5,5%.

**Je me demande...**

Le lendemain du jour où le rendement des obligations gouvernementales canadiennes de 30 ans a atteint le plancher de 1,55%, nous avons tenu notre rencontre matinale habituelle chez Canso. Après avoir passé plusieurs minutes à regarder nos chaussures, nous nous sommes demandés si nous ne nous étions pas trompés gravement.

Les taux chutaient à de nouveaux planchers à travers le monde. Dans plusieurs parties du monde, les prêteurs payaient maintenant les emprunteurs pour le plaisir de posséder des titres à revenus fixes. Comment une agence spécialisée dans les titres de créances se devait-elle d'agir lorsque le monde entier semblait dénué de sens?

Exploiter les inefficiences des marchés des titres de créance? Pourquoi faire, quand les rendements des titres de créances gouvernementaux étaient au tapis! Pourquoi ne pas aller à fond dans les obligations à long terme et prendre le reste de la décennie de congé? Quel client ne délaisserait pas des revenus d'intérêts pour l'énorme gain en capital à obtenir lorsque les prix des obligations canadiennes de 30 ans atteindront 203\$ quand les taux deviendront négatifs!

Ou, encore mieux, pourquoi ne pas investir dans les marchés boursiers? Dans le capital-investissement? Dans l'industrie du bois? Des licornes? Dans le BL- combinant bois et licornes? Sûrement que, si les prix des obligations gouvernementales étaient en route pour la stratosphère, les autres classes d'actifs étaient destinées pour la Lune! Personne n'admet avoir investi dans les titres à revenus fixes de toute manière. Avec les marchés dénués de sens, pourquoi ne pas rouler les dés avec tous les autres?

**Arrêtons-nous ici!**

Canso n'a pas vu le jour pour suivre la masse. De même, le rythme lent et constant de Canso ne lui a pas valu la réputation d'être avant-gardiste. Chez Canso, notre approche de placement rigoureuse s'assure de ne pas courir les rendements, à moins d'être adéquatement compensés pour le risque assumé. Nous nous en tenons à notre stratégie - analyser les émetteurs, les flux de liquidités et les actes de fiducie. Par ailleurs, les marchés difficiles nous permettent très souvent de réaliser notre meilleur travail.

Les marchés difficiles ne sont pas nouveaux et ne sont certainement pas une nouvelle notion chez Canso. Nous en avons déjà traversé auparavant. En 1997, John Carswell a fondé Canso avec la conviction que les marchés sont horriblement inefficients. L'utilisation d'une approche fondamentale de bas en haut permet d'exploiter ces inefficiences (d'une bonne manière), par le biais d'une sélection individuelle de titres pour le compte des clients de Canso.

Canso a été fondé alors que les titres de créance traversaient une période très difficile. Afin de mettre sur pied une firme d'investissement viable, Canso s'est concentré sur les obligations de sociétés. Même avec le recul, le fait de créer une firme d'investissement viable en se concentrant exclusivement sur les obligations de sociétés semblait être un défi de taille.

En 1997, la valeur du marché canadien des obligations de grande qualité était de l'ordre de 29 milliards de dollars, à travers 165 émetteurs. Le marché canadien des hauts rendements représentait un minuscule 3,6 milliards de dollars, à travers 18 émetteurs. Les sociétés cotées BBB ne représentaient que 5% du marché canadien des titres de créance. Les écarts de crédit des titres de grande qualité étaient à 40 pb et à 67 pb, les écarts de crédit des sociétés BBB n'étaient pas vraiment attirants.

En 1997, grâce à son processus de détermination de la valeur relative, Canso a effectué des placements dans le FPI Legacy, dans NAV Canada et Saskatchewan et dans Wheat Pool, pour n'en nommer que certains. Canso a survécu, grandi et les investisseurs ont obtenu de bons rendements avec l'approche de placements rigoureuse de Canso dans des conditions de marchés difficiles. Canso privilégie toujours la même approche aujourd'hui. *Suite*

## Lorsque les choses se corsent

Chez Canso, nous testons continuellement nos hypothèses et conclusions quant aux titres de créances que nous détenons et ceux que nous avons choisi de ne pas détenir. Nous perdons du sommeil la nuit à nous demander si nous avons manqué quelque chose dans notre analyse. Voilà pourquoi vous reprenez les services d'un gestionnaire actif et, plus spécifiquement, de Canso.

Ainsi qu'en serait-il si Canso Investment Counsel était fondé aujourd'hui? Une table rase, du capital à investir et des marchés difficiles. Quels seraient les facteurs déterminants d'une composition de portefeuille? À quoi le portefeuille ressemblerait-il?

## Tabula Rasa

D'abord, comparons les marchés de crédit d'aujourd'hui avec ceux de 1997. Les marchés canadiens des titres de grande qualité et à haut rendement totalisent respectivement 438 et 9 milliards, soit 13 fois plus qu'en 1997, lorsque l'époux d'Hillary Clinton était président. Les sociétés cotées BBB représentent maintenant 39% du marché canadien.

De plus, malgré nos racines, notre clientèle et notre patriotisme canadien, Canso cherche des opportunités de placements à travers le monde. Partout où la règle de droit permet au gouvernement d'appliquer nos recours contractuels à titre de prêteur, constitue un terrain fertile de placement pour Canso.

Selon le tableau ici-bas, la taille des marchés mondiaux de crédit et donc, de l'univers du potentiel d'investissement, est renversante. En incorporant les estimations de Canso aux données des indices BAML, nous estimons que les marchés mondiaux des titres de créance représentent 30 billions de dollars (en excluant les marchés émergents).

### Taille des marchés des titres de créance

Données des indices en date du 31 juillet 2016 (\$US en millions)	Mondial	É.U.	Canada
De grande qualité	8 686 986\$	5 532 695\$	305 614\$
Obligations non indexées (Estimé)	1 737 397\$	1 106 539\$	61 123\$
Haut rendement	2 160 644\$	1 362 727\$	7 271\$
Capital-investissement (Estimé)	901 041\$	572 911\$	26 539\$
Prêts bancaires (Estimé)	11 625 739\$	7 390 036\$	332 337\$
Crédit non bancaire autre (Estimé)	5 293 442\$	3 364 838\$	151 320\$
<b>Total</b>	<b>30 405 250\$</b>	<b>19 329 745\$</b>	<b>884 203\$</b>

Source: Données des indices BAML, Estimations de Canso Investment Counsel Ltd.

En d'autres mots, les marchés des titres de créance sont plus importants que jamais et les inefficiences existent à travers tous les marchés et toutes les localisations. Notre équipe chevronnée, composée de 27 professionnels en investissement, est amplement en mesure de fournir l'expertise pour dénicher les opportunités et ce, peu importe où elles se trouvent.

## Il y a de l'or dans ces montagnes!

Le modèle d'affaires principal de Canso est de prêter de l'argent. Nous prêtons de l'argent à des sociétés, petites ou grandes, publiques ou privées, canadiennes ou étrangères. Canso effectue ses prêts sous forme d'obligations ou d'emprunts, à taux fixe ou variable, à longue ou à courte échéance, garantis ou non. À titre de prêteur, l'élément central de notre processus analytique est de déterminer si nous sommes adéquatement compensés pour le risque que nous assumons, c'est-à-dire si l'emprunteur ne nous rembourse pas. Il s'agit du risque de crédit.

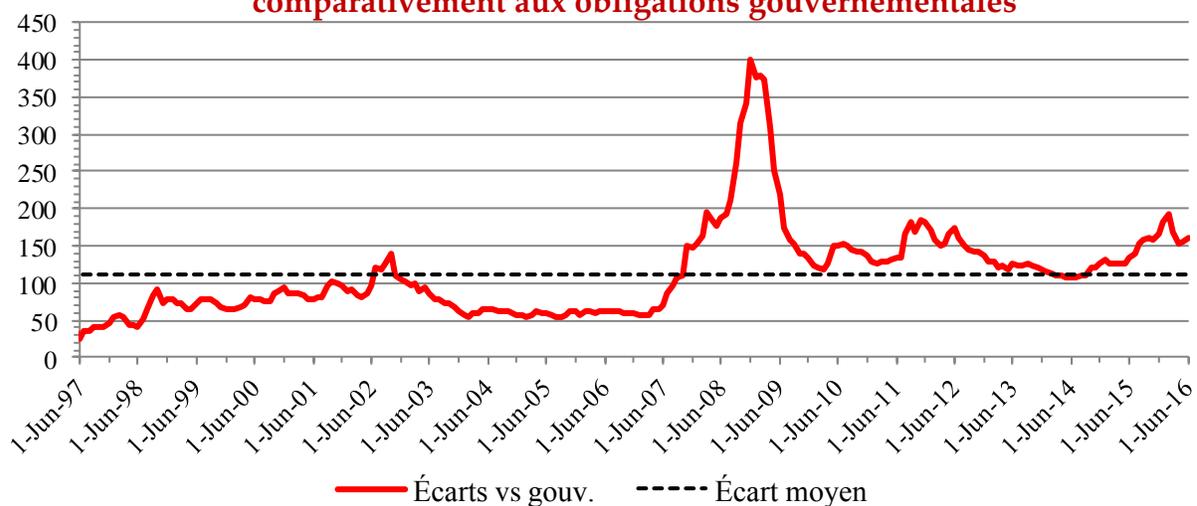
Le risque de crédit se reflète dans l'écart de crédit pour l'émetteur. Le tableau à la page suivante illustre une activité récente d'écarts de crédit pour les marchés canadiens et américains de grande qualité et à haut rendement.

Indice des écarts de crédit des sociétés canadiennes									
Catégorie	30 juin 2014	31 déc. 2014	30 juin 2015	31 déc. 2015	29 fév. 2016	31 mars 2016	30 juin 2016	Moyenne Long terme	Vs. Moy. Long terme
De grande qualité	107	126	134	167	192	170	162	110	+52
A	102	119	126	153	173	155	152	112	+40
A-long terme	150	165	170	196	213	189	190	141	+49
BBB	139	165	174	218	252	225	211	166	+44
BBB-long terme	196	229	235	278	305	278	265	219	+45
Haut rendement	518	711	518	807	913	868	699	573	+126
Indice des écarts de crédit des sociétés américaines									
De grande qualité	109	144	148	173	205	170	162	161	+1
A	84	107	116	125	155	131	128	136	-8
A-long terme	129	161	170	187	217	191	185	156	+29
BBB	144	198	193	241	282	231	213	207	+6
BBB-long terme	185	239	252	302	353	296	281	222	+59
Haut rendement É.U.	353	504	500	695	775	705	621	584	+37

Source: Données des indices BAML

Au 30 juin, l'écart de crédit moyen des titres canadiens de grande qualité était de + 162 pb, soit substantiellement plus large que les +110 pb en 1997. Sauf pour la crise du crédit (2008) et la crise de la dette européenne (2011), les titres de créances canadiens n'ont jamais été aussi abordables et ce, pour toutes les qualités de crédit et toutes les échéances. Il y a de "l'or dans ces montagnes" pour ceux qui sont prêts à travailler pour le trouver!

### Écarts de crédit des obligations de sociétés canadiennes de grande qualité comparativement aux obligations gouvernementales



Source: Données des indices BAML

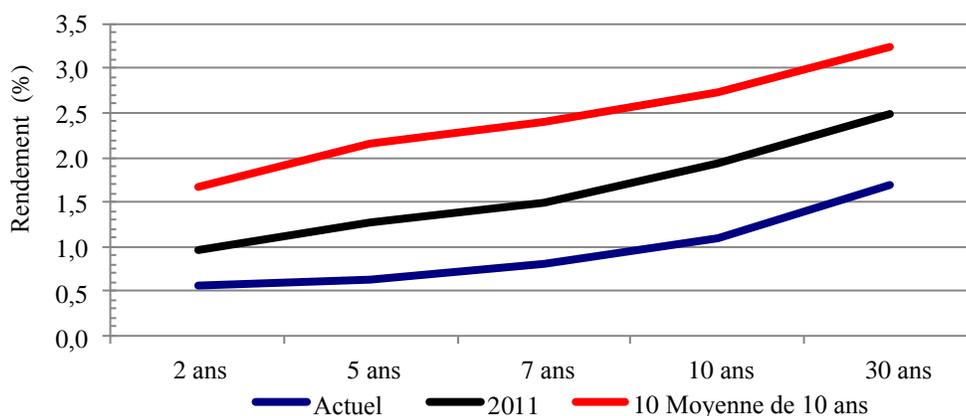
Les opportunités dans les titres de créances de sociétés si l'on se fie à la taille de l'univers d'investissements potentiels et sur les écarts actuels, sont plus attirantes en ce moment que lorsque John a accroché son aile Canso pour la première fois en 1997.

### Lorsque le volcan explose

Nous avons consacré une bonne partie du dernier numéro de *l'Observateur des marchés* de Canso à discuter des taux d'intérêts. En bref, nous croyons que les taux ultra bas des obligations gouvernementales canadiennes ne peuvent durer à long terme. L'inflation de base est à presque 2% au Canada et aux États-Unis et nous croyons que les taux d'intérêts devraient refléter un prime de 1 à 2% sur l'inflation. Ceci implique des taux directeurs et de marchés substantiellement plus élevés que ceux d'aujourd'hui.

Suite

## Courbe de rendement temporelle des obligations gouvernementales canadiennes



Source: Bloomberg

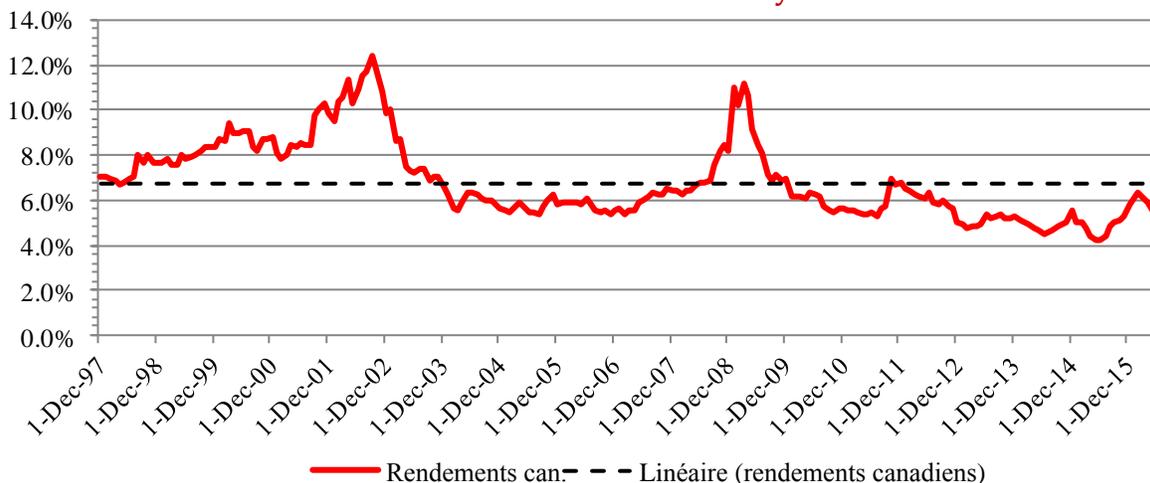
Le risque lié aux taux d'intérêts est plus élevé que jamais et les investisseurs sans méfiance sont sur le point de se faire avoir en cherchant des rendements dans les actifs à longue échéance. Plusieurs facteurs pourraient faire monter les taux. Ces facteurs peuvent inclure une augmentation des taux par la Réserve fédérale lors d'une de ses trois rencontres prévues en 2016 (soit un changement dans les taux directeurs) ou des changements dans les perceptions des investisseurs quant à la qualité du crédit au Canada par rapport aux États-Unis (soit un changement dans les taux déterminés par les marchés).

Nous chantons le même refrain depuis très longtemps. Nous préférons de loin être en avance sur ce sujet qu'accuser un retard. Le risque le plus important est lié à une hausse des taux et nous croyons que les taux vont éventuellement monter tant au Canada qu'aux États-Unis (mais peut-être pour différentes raisons). L'incidence dévastatrice qu'une longue échéance peut avoir sur un portefeuille en contexte d'augmentation des taux, combiné à une courbe de rendement relativement plane, plaide en faveur de billets à taux variable de plus grande qualité.

## Tout va bien, restez calme

Le monde est un lieu dangereux. Les taux obligataires sont négatifs à certains endroits en Europe et au Japon, les banques centrales ajoutent de plus en plus d'obligations de sociétés et Donald Trump est le candidat républicain à la présidence.

## Indice canadien des rendements hybrides



Source: Données des indices BAML

Nous avons discuté des risques liés au crédit et de ceux liés aux taux d'intérêts. Dans le graphique ci-dessus, nous illustrons le rendement d'un portefeuille pondéré également en titres canadiens de grande qualité et en obligations à haut rendement. Aujourd'hui ce rendement est de 4,5%, ce qui apparaît plutôt intéressant dans un monde où les rendements sont de l'ordre de 1,0% pour les échéances de 10 ans.

Suite

En bref, soyez patients, choisissez votre risque judicieusement et investissez pour le long terme (mais pas nécessairement dans des titres à long terme).

### **Anarchie au Royaume-Uni**

Le 23 juin, 52% des électeurs éligibles ayant exercé leur droit de vote au R.-U. ont coché la case pour sortir de l'U.E. Inutile de dire que nous avons été surpris du résultat. Notre expérience nous portait à croire que les Britanniques, parmi les gens les plus raisonnables d'Europe, choisiraient la voie de la raison de demeurer dans l'U.E. au lieu de s'en désengager.

Apparemment, il existe une certaine nostalgie, particulièrement chez les Britanniques plus âgés, pour un R.-U. libre de "dépenses, de blocages et de tyrannie" de Bruxelles. Alors que la génération plus âgée s'accroche aux jours où les inventeurs britanniques impressionnaient le monde entier avec des véhicules à vapeur, des batteuses et des cryptogrammes, la plus jeune génération semble préférer avoir un siège à la table des négociations et un mot à dire sur toute question portant sur la défense, l'économie et l'immigration.

Les Anglais ont néanmoins choisi la voie dénuée de raison. La Banque d'Angleterre a fait sa part pour s'assurer du bon fonctionnement du système financier, en diminuant les taux d'intérêts pour combattre ce qui semble être un arrêt en dérapage de l'économie du R.-U.

La première ministre Theresa May, laquelle privilégie une approche lente, semble être un choix raisonnable. Elle a judicieusement donné la responsabilité des négociations aux "Leavers", lesquels pourraient s'avérer coriaces. En bout de ligne, nous croyons que les Britanniques se retrouveront peut-être dans une union qui ne sera pas si différente de celle qui existe aujourd'hui, mais dénuée de l'influence dont ils jouissaient précédemment.

Si l'on met de côté les bouleversements économiques et politiques, nous ne pouvons passer sous silence la qualité du crédit de notre exposition au R.-U., qui demeure intact à la suite de la victoire des "Leavers". Heathrow et NatGrid se targuent de leurs flux de liquidités et de la stabilité de la qualité de leur crédit. Lloyds et RBS sont des banques solides possédant des niveaux de capitaux améliorés et des franchises bancaires domestiques stables.

### **Les "blues" du fermier**

Le processus d'investissement de Canso est conçu pour être dénué d'émotion. Ceci étant dit, nous ne pouvons nous empêcher d'être nostalgiques et sentimentaux lorsque certains de nos placements arrivent à échéance ou nous sont enlevés par une opération de société. À l'instar des fermiers l'automne venu, nous en sommes maintenant aux dernières étapes des récoltes des placements effectués durant et immédiatement à la suite de la Crise du crédit. Mais contrairement aux fermiers, notre saison de croissance se mesure souvent en années et non en mois, reflétant notre préférence à détenir nos placements jusqu'à leur échéance.

Parmi les titres récoltés et sur le point d'être récoltés nous retrouvons les obligations sécurisées de Depfa ACS 2025 et 2035 offertes en février 2016. GE Capital Canada a offert un certain nombre de titres canadiens en mai 2016. Les obligations permanentes (à taux variable) de la Banque Royale d'Écosse seront rachetées le 12 août 2016. Les obligations de KIMCO Realty ont été rachetées pour la fin du mois d'août 2016. Enfin, la Commerzbank et la Lloyds Bank se rapprochent toutes les deux de leurs échéances respectives.

### **Cette bonne vieille maison**

En juillet 2013, Canso prédisait la fin de la bulle immobilière canadienne dans son édition du *Canadian Housing Market Px*. Trois ans après une hausse dramatique des valeurs immobilières, notre prédiction pourrait bien s'avérer juste! Qui croit vraiment que la valeur d'un semi-détaché moyen à Toronto est réellement de 1,3 millions de dollars?

Nous remarquons que les législateurs et les politiciens commencent à ce concentrer sur les preuves anecdotiques que nous avons découvertes il y a trois ans. Ces preuves comprennent l'incidence que les investisseurs étrangers ont sur les marchés. Nous avons également appris de source sûre que certains intervenants des marchés, tant des acheteurs que des intermédiaires, exercent des pratiques douteuses. Il est rafraîchissant de voir que ces mêmes législateurs et politiciens effectuent maintenant une collecte de données statistiques pour découvrir ce qui se passe vraiment dans le marché immobilier.

Ces récentes activités intenses mettront sans doute en lumière ce que la plupart des gens savent depuis un certain temps. Les achats étrangers en matière résidentielle immobilière au Canada constituent l'un des leviers centraux des hausses de prix, à tout le moins dans les marchés métropolitains importants tels que Toronto et Vancouver.

Suite

Un autre levier important demeure les taux d'intérêts ultra faibles. La disponibilité d'hypothèques à taux variable a permis aux canadiens d'acheter des résidences qui auraient autrement été hors de leur portée, à des taux d'intérêts parfois aussi faibles que 0,50 ou 1,00% au-dessus des hypothèques à taux fixe.

### **Le travail c'est la santé**

Parfois, les choses ne se déroulent pas comme prévu. L'acquisition de Sun Media par Postmedia Network Inc. en 2015 en est un exemple. La demande des consommateurs pour les médias numériques et imprimés a rapidement évolué au cours des 18 derniers mois. Les annonceurs ont ajusté les sommes qu'ils sont prêts à déboursier et leur manière d'atteindre les consommateurs. Ces facteurs, de pair avec l'endettement substantiel de Postmedia, signifiait que quelque chose devait être fait.

Le 7 juillet, Postmedia Network Inc. annonçait une proposition d'opération de recapitalisation. Canso a travaillé avec Postmedia et des porteurs de billets de 2e rang sur cette proposition. Canso croit qu'il s'agit de la meilleure avenue pour complètement récupérer les billets de premier rang de Postmedia en circulation.

Les éléments principaux de cette proposition sont les suivants:

- Réduire le capital des porteurs de billets de 1er rang (Canso en est le plus important détenteur) à 225\$ millions de dollars, par le biais de paiements en espèces de 78 millions de dollars au pair.
- Une amélioration de l'excédent de liquidités au service de la dette.
- Des recettes estimées de 40 à 50 millions de dollars provenant de ventes d'actifs payables directement aux titulaires de billets de premier rang.
- Prorogation de la date d'échéance des porteurs de billets de 1er rang de 2017 à 2021. Le taux des coupons demeure à 8,25% et les garanties financières demeurent les mêmes.
- Les porteurs de billets de 2e rang détiendront 98% des capitaux propres de Postmedia

La mise en oeuvre de cette recapitalisation aura pour effet d'améliorer le niveau d'endettement et d'assurer une couverture des intérêts. Le plan de recapitalisation consensuel devrait être déposé devant les tribunaux en août pour une mise en oeuvre en automne.

L'approche "Perte Maximum" de Canso nous permet de prêter à des sociétés en difficultés, tout en s'assurant d'une pleine récupération en cas de revers. À titre de prêteur, nous pouvons améliorer la probabilité d'une récupération complète en prêtant en tête de structure du capital, tout en obtenant une protection appropriée en cas de baisse si les choses se détériorent. Postmedia en est un bon exemple.

### **Laisse-moi te dire**

La mission de Canso est de produire des rendements pour ceux qui nous ont confié leurs fonds à gérer. Des placements réussis produisent des rendements sur de longues périodes, à travers des situations économiques extrêmes et des cycles financiers. Canso exploite les inefficiences par le biais de placements dans des titres mal évalués dans la structure de capital d'émetteurs de partout dans le monde. En bref, grâce à une gestion active, nous achetons des titres à bon prix.

Les portefeuilles de Canso sont composés d'une série de décisions quant au choix de titres individuels, chaque décision comportant ses propres considérations de valeur relative. Nos portefeuilles actuels reflètent deux thèmes distincts issus de ces délibérations en matière de valeur relative.

D'abord, nous croyons que les taux d'intérêts au Canada sont trop faibles. L'inflation annoncée et le risque de crédit souverain nous indiquent que les taux des obligations du gouvernement du Canada devraient être égaux ou supérieurs à ceux des obligations du Trésor aux États-Unis.

En contexte de courbe plane avec le CDOR à 90 pb et des taux des obligations du Gouvernement du Canada de 10 ans à peine quelques points de base plus élevés, nous estimons qu'il est souvent plus logique de détenir des billets à taux variable, comparativement à des obligations à taux fixe. Dans des portefeuilles permettant une certaine latitude, les billets à taux variables devraient représenter plus de 30% de la valeur marchande totale. Ceci a pour effet de réduire la durée du portefeuille et de le protéger des hausses attendues des taux dans le marché.

Deuxièmement, nous croyons qu'il existe des opportunités dans plusieurs situations particulières du marché. Canso a été mis sur pied pour exploiter les inefficiences dans les marchés de crédit pour le compte de ses clients. Ces inefficiences se manifestent dans toutes sortes de conditions de marché, de localisations et d'industries. Nous continuons de croire que nos situations particulières offrent de la valeur intéressante, incluant Bombardier Inc., Navient et Yellow Media pour n'en nommer que certains.

*Suite*

Nous suivons une centaine de sociétés et de situations et nous investissons dans relativement peu d'entre elles. Dans nos portefeuilles, les 10 plus importants titres par émetteur représentent habituellement entre 50 à 60% de la valeur marchande du portefeuille. Nous ne souhaitons pas créer une diversification telle que le rendement potentiel de nos meilleures idées en sera dissout, mais nous nous assurons tout de même de ne pas "miser la terre " sur quelque position que ce soit.

Tout comme notre homonyme Canso, nous croyons que les résultats seront probants avec le temps.

Comme toujours nous apprécions votre intérêt et votre support dans Canso.  
Inscrivez-vous à LinkedIn et Twitter pour rester à l'affût des derniers commentaires de Canso sur les marchés.

**CANSO INVESTMENT COUNSEL LTÉE**

*est un gestionnaire de fonds d'investissement spécialisé situé à Richmond Hill en Ontario.*

*Coordonnées:*

*Heather Mason-Wood (heathermw@cansofunds.com)*

*Richard Usher-Jones (rusherjones@cansofunds.com)*

*Tim Hicks (thicks@cansofunds.com)*

*Brian Carney (bcarney@cansofunds.com)*

*(905) 881-8853*