



# Infolettre sur les obligations de sociétés

Décembre 2018

---

## Dinde et Trump

À l'approche de la fin de l'année, nos voisins du sud ont célébré leur propre Action de Grâce et pleuré le décès de George Herbert Walker Bush, 41<sup>e</sup> président des É.-U. George "HW" a reçu de nombreux discours élogieux à titre de politicien et fonctionnaire dévoué. Le contraste était frappant avec les inquiétants problèmes légaux et revirements politiques du 45<sup>e</sup> président actuel, Donald J. Trump. Le "Président T.", comme il aime bien se nommer, a créé un héritage aux antipodes de celui de HW, avec une administration engluée de scandales, d'intérêts personnels et d'apitoiements sur Twitter.

## Esquive furtive

De l'autre côté de l'Atlantique, les dirigeants politiques font face au ressentiment de leur public. Angela Merkel a démissionné comme chef du parti SPD, un prélude à son éventuelle sortie de la politique allemande et une répudiation directe de sa gestion de la crise des migrants en Europe. Le président français, Emmanuel Macron, a fléchi devant les protestations publiques généralisées des "Gilets Jaunes". Ces protestations, qui avaient débuté à propos des hausses de taxes pétrolières, se sont rapidement transformées en plaintes à l'égard de ses politiques au style "impérialiste". Macron a simplement jeté la serviette et décidé qu'il était préférable de défoncer les limites budgétaires européennes, plutôt que d'avoir une "Prise de la Bastille".

Même ceux qui étaient opposés à l'idée d'une Europe unie se sont fait mépriser. La première ministre britannique Theresa May a tenté d'emmener le Brexit au-delà de l'objectif visé et s'est fait brusquement arrêter par une opposition résolue de tous les côtés. Elle vient tout juste de survivre à une course au leadership du parti conservateur pour obtenir le grand honneur de supplier ces sordides européens de les aider à sortir de l'Europe. Est-ce sensé selon vous??

Pour leur part, les Canadiens ont bien célébré leur Coupe Grey, allumé leurs joints en toute légalité pour aller avec leurs festivités traditionnellement bien arrosées de bière. La couverture médiatique des rapports de dépenses énormes et dispendieuses de l'ancienne gouverneure générale Adrienne Clarkson n'a rien fait pour arranger leur gueule de bois. Les réductions d'impôts de sociétés financées par le déficit de Justin Trudeau sont passées plutôt inaperçues, lorsque la neige et les vents d'hiver se sont installés à travers le pays. Les prix pétroliers ont chuté à des niveaux de crise, laissant les albertains encore plus à eux-mêmes. Les hausses des prix pétroliers de Noël et du Nouvel An sont donc fortement attendues dans ce secteur pétrolier de l'Ouest canadien.

## Les choses peuvent changer

Les choses peuvent rapidement changer dans les marchés financiers et ce, dans une courte période de temps. Les derniers mois en sont un exemple éclatant. En septembre, juste au moment où l'on croyait que les marchés boursiers se dirigeaient vers une fin d'année positive et que les taux s'orientaient vers des niveaux normaux, le risque a effectué un retour en force.

Nous vous avons mis en garde dans cette infolettre que toute notion de prudence avait été écartée par les investisseurs désespérés "d'être investis". Nous avions prédit que, compte tenu des hausses importantes de prix dans les marchés de crédit, les rendements potentiels n'en valaient pas la chandelle. Nous l'admettons, nous aimons bien avoir raison mais la violence de la "correction" nous a impressionnés! La course effrénée des investisseurs de détail naïfs vers les emprunts bancaires indexés et obligations de pacotilles a soudainement pris la tournure inverse et les offres ont disparu au même moment que les rachats sont montés en flèche.

Les marchés boursiers ont également chuté à travers le monde et les taux obligataires ont diminué, puisque les investisseurs obligataires prenaient refuge dans des obligations gouvernementales. Entre le 30 septembre et le 11 décembre, le S&P 500 a chuté de 9,1%, se rendant en territoire négatif pour l'année. Les écarts de crédit, plus particulièrement des titres à rendement élevé, se sont significativement élargis. Les investisseurs ont fait monter les obligations du Trésor américain et, au cours de la même période, les taux des Obligations des États-Unis de 10 ans ont chuté de 0,18% ou de 18 points de base (pb) pour les investisseurs obligataires comme nous. *Suite*

---

### Les dernières nouvelles du marché obligataires

Nous insérons habituellement un tableau des rendements obligataires canadiens du dernier trimestre dans cette infolettre, mais nous avons décidé cette fois-ci de briser cette tradition. Les taux plus élevés des obligations gouvernementales canadiennes ont fait en sorte d'ancrer les rendements négatifs dans l'ensemble des marchés canadiens de titres à revenu fixe, au cours des 3 mois se terminant au 30 septembre mais depuis, les taux ont dramatiquement chuté. Le tableau ci-dessous illustre les rendements mis-à-jour au 30 novembre, afin de vous tenir au courant des "dernières nouvelles" du marché obligataire.

<b>Rendements du FTSE Debt Market Index</b>									
<b>Périodes se terminant le 30 novembre 2018</b>									
<b>Indice</b>	<b>1 mois</b>	<b>3 mois</b>	<b>À CJ</b>	<b>1 an</b>	<b>2 ans</b>	<b>3 ans</b>	<b>4 ans</b>	<b>5 ans</b>	<b>10 ans</b>
Canada	1.3	(0.1)	0.7	0.0	(0.0)	0.5	1.2	2.2	2.9
Provincial	1.3	(0.9)	(0.6)	(0.8)	1.5	2.4	2.6	4.2	5.2
Sociétés	0.4	(1.0)	0.0	(0.3)	1.6	2.6	2.5	3.4	5.6
<b>Universel global</b>	<b>1.0</b>	<b>(0.6)</b>	<b>0.1</b>	<b>(0.4)</b>	<b>1.0</b>	<b>1.8</b>	<b>2.1</b>	<b>3.2</b>	<b>4.3</b>
Canada-longue durée	2.5	(1.3)	(0.1)	(0.8)	0.1	1.3	2.1	4.5	5.2
Provincial-longue durée	1.7	(1.9)	(1.9)	(1.7)	2.3	3.5	3.4	5.9	6.6
Sociétés-longue durée	0.4	(3.2)	(1.9)	(1.9)	3.0	4.6	3.8	5.9	9.2
<b>Universel-longue durée</b>	<b>1.5</b>	<b>(2.1)</b>	<b>(1.5)</b>	<b>(1.5)</b>	<b>2.0</b>	<b>3.3</b>	<b>3.2</b>	<b>5.5</b>	<b>6.7</b>
Haut rend. (\$CAN)	(1.0)	(1.3)	2.4	3.0	7.0	8.8	5.3	5.5	7.6
S&P/TSX	1.4	(5.8)	(3.7)	(2.5)	3.4	7.2	3.8	5.7	8.2

Source: FTSE TMX Global Debt Capital Markets

### De sans faille à sans espoir

Howard Marks est l'un de nos scribes favoris. Il est le fondateur de la société Oaktree Capital Management, spécialisée en créances en difficultés. À notre avis, cette citation tirée de son livre "The Most Important Thing", résume parfaitement les revirements récents dans les marchés financiers.

*"... dans le monde réel, les choses fluctuent généralement entre "assez bien" et "pas si terrible", alors que dans le monde de l'investissement, la perception passe de "sans faille" à "sans espoir" (traduction)*

Howard Marks, *The Most Important Thing*

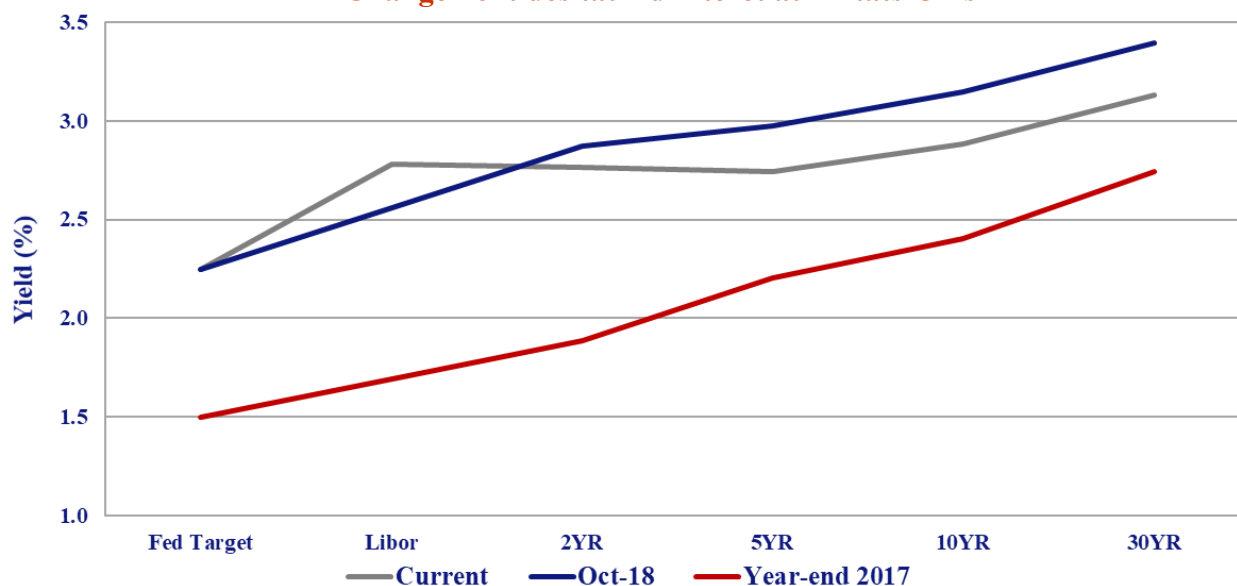
Il semble que le monde de l'investissement se situe actuellement dans la phase "sans espoir". Ceci pourrait s'avérer être une crise passagère ou encore le début d'un déclin prolongé. Ce qui est certain cependant, c'est que lorsque les marchés implosent, des opportunités se créent et de bons titres se vendent à des prix dérisoires.

### L'union des taux fait la force

L'incertitude et le bouleversement des marchés boursiers ont fait en sorte de faire descendre les taux des obligations du Trésor américain. Les investisseurs se sont réfugiés vers la sûreté des obligations gouvernementales, faisant monter les prix et chuter les taux aux niveaux du début de l'année 2018.

Continued

Changement des taux d'intérêt aux États-Unis



Source: Bloomberg Finance L.P.

Le graphique ci-dessus illustre la courbe de rendement actuelle de l'obligation des États-Unis, les taux des différents termes et un positionnement comparatif à la fin du mois d'octobre et à la fin de l'année 2017. Après avoir monté de manière constante au cours des 3 premiers trimestres de l'année, les taux des obligations de 2 à 30 ans ont significativement chuté en octobre, novembre et jusqu'en décembre. Malgré cela, les taux des indices de référence de tous les marchés obligataires aux États-Unis sont toujours en hausse et ce, de façon substantielle, depuis le début de l'année. Le taux cible de la Réserve est en hausse de 0,75%, après trois augmentations de 0,25% jusqu'à maintenant en 2018. Le FOMC se rencontrera à nouveau le 19 décembre et devrait annoncer une autre augmentation des taux.

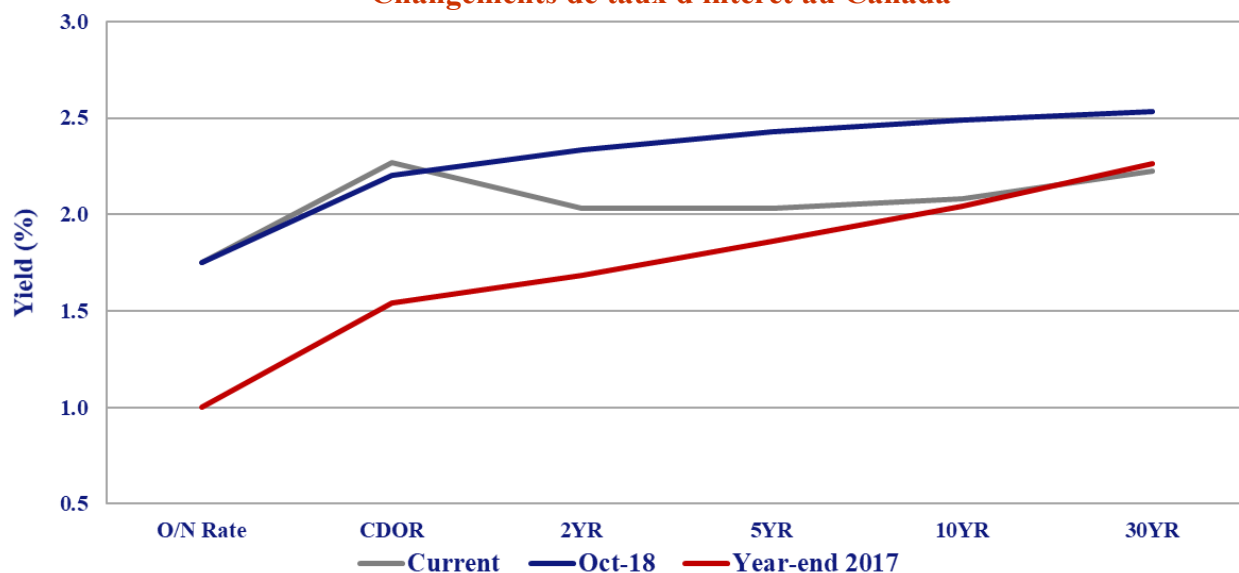
Les actualités des marchés obligataires ne modifient en rien notre opinion que les taux monteront. Dans nos infolettres précédentes, nous avons exposé notre argumentaire en regard de l'augmentation des d'intérêt aux États-Unis. Il y existe un nombre important de stimulus, que ce soit sous forme de faibles taux d'intérêt (bien que plus élevés qu'auparavant), de réductions fiscales et de dépenses gouvernementales. Ainsi, nous croyons que les taux d'intérêts continueront à se normaliser, ce qui signifie, selon notre estimation, que les taux d'intérêt à court terme seront similaires à l'inflation (qui se situe actuellement autour de 2%), plus 1% à 2%. Par conséquent, le taux de l'obligation des É.-U. de 2 ans devrait être de 3% à 4%. Une courbe de rendement positive suppose que le taux de l'obligation de 30 ans serait alors de 4% à 5%.

**Clipper albertain**

La Banque du Canada a augmenté le taux d'intérêt à court terme de 0,25% à trois reprises en 2018. Elle a cependant mis ces hausses en suspens lors de sa rencontre du 7 décembre invoquant, comme motif pour conserver son taux directeur à 1,75%, ses inquiétudes en regard de l'incidence économique de la chute des prix pétroliers en Alberta.

Suite

Changements de taux d'intérêt au Canada



Source: Bloomberg Finance L.P.

Même en partant d'un niveau plus bas, les taux d'intérêt canadiens ont surpassé les taux d'intérêts aux États-Unis au cours des trois premiers trimestres de 2018. La chute des taux obligataires en novembre s'est avérée beaucoup plus dramatique au Canada qu'aux États-Unis. Par conséquent, les taux de l'obligation du Canada de 10 ans et de 30 ans sont demeurés virtuellement au même niveau qu'au début de l'année.

L'expansion économique est plus lente et moins élevée au Canada. Nous continuons de croire que l'économie canadienne croîtra, bien qu'à un rythme plus modeste que celui de nos voisins du sud. La Banque du Canada continuera d'augmenter les taux plus lentement qu'aux États-Unis. Selon nous, les taux d'intérêt au Canada devraient se normaliser comparativement à ceux de nos voisins du sud.

**Passivement abordable**

Canso a été fondé sur la croyance que les marchés financiers sont intrinsèquement inefficients. Ce point de vue semble plutôt pittoresque et démodé dans la vague actuelle de gestion de placement "passive et abordable".

La mise en marché de la théorie de l'efficacité des marchés par les sociétés financières a donné lieu à une prolifération de véhicules d'investissement passifs, connus sous le nom de Fonds négociés en bourse ("FNB") et ayant pour objectif d'imiter les rendements de ces marchés efficients. Vantant de faibles frais de gestion et une liquidité instantanée, les endosseurs des FNB ont attiré des milliards de dollars de titres passifs et véhicules à revenu fixe dans ces placements "miraculeux". Ces véhicules seraient extraordinaires si les marchés étaient réellement aussi efficients que le prétendent leurs promoteurs. Nous ne sommes pas de cet avis.

**Un désastre généralisé**

De temps à autre, nous nous rappelons à quel point les marchés sont inefficients. Citons l'exemple la débâcle du titre de General Electric ("GE"). La fondation de cette société remonte à 1892 et compte parmi ses fondateurs le légendaire Thomas Edison et l'investisseur de renom J.P.Morgan. La société opère dans de nombreuses domaines d'entreprises, notamment l'aviation, les soins de santé, l'électricité et l'industrie du pétrole et du gaz.

Puisqu'il s'agit de l'une des sociétés les plus anciennes et les plus importantes au monde, GE est également l'une des sociétés les plus scrutées et analysées de la planète. On pourrait s'attendre à ce que l'efficacité des marchés financiers en aient saisi tous les renseignements possibles, comme le suppose la théorie de l'efficacité des marchés.

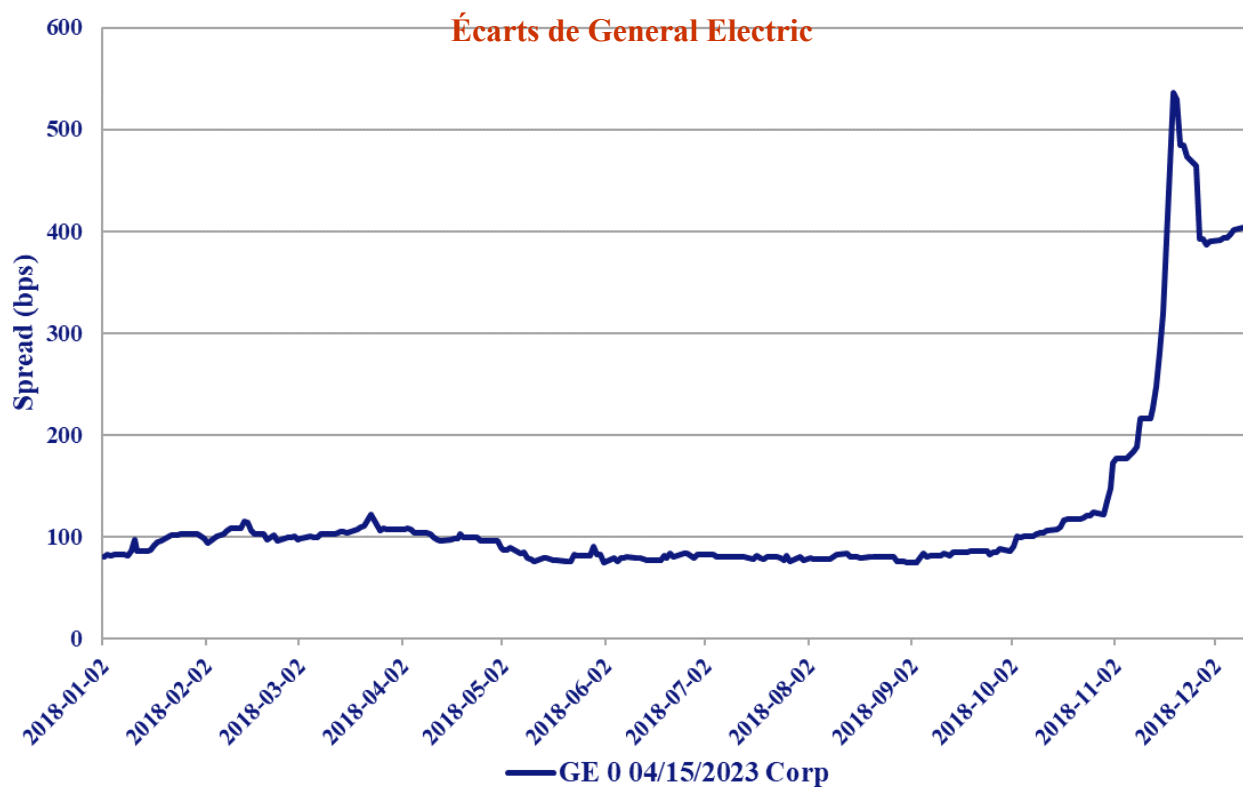
Ce n'est malheureusement pas le cas, GE est passé d'une culture visant à "ne jamais produire de gains décevants" dans les années 1990, sous la direction de son précédemment célèbre (dorénavant infâme) PDG Jack Welch, à ce qui est devenu une suite d'appels conférence les plus désastreux les uns que les autres. La culture de comptabilité magique de Welch a été étalée au grand jour avec sa profusion d'amortissements et d'ajustements. Les revers de fortune de GE ne sont rien de moins qu'une tragédie grecque. L'important bras financier de GE Capital, qui a menacé le système financier aux États-Unis au cours de la Crise du crédit est passé d'un portefeuille de 1,5\$ billions au niveau actuel de 125\$ milliards.

Suite

La réalité Culp

Le tout nouveau PDG de GE, Lawrence Culp, a tenu son premier appel conférence sur les gains trimestriels avec les analystes en date du 30 octobre. M. Culp a trahi publiquement la société lors de cet appel et étalé la vérité à propos des démarches nécessaires requises afin que GE demeure une entreprise prospère. Il a indiqué que GE affrontait plusieurs défis qui, dans l'ensemble, exigent une réduction du dividende trimestriel et le remaniement de ses entreprises énergétiques sous performantes. L'action a chuté. M. Culp a poursuivi sa performance du 30 octobre, lors d'une entrevue le 11 novembre au cours de laquelle il a insisté sur l'importance de vendre des actifs pour réduire les dettes et maintenir la solidité des bilans financiers de la société et sa flexibilité financière. Or, tout ce qu'a indiqué M. Culp nous semble très logique, bien réfléchi et nécessaire.

C'est la réaction des marchés face à l'appel du 11 novembre de M. Culp qui devrait faire réfléchir les détracteurs de la gestion active et les promoteurs de véhicules d'investissement passifs. Malgré toute la puissance analytique ayant passé au peigne fin les divulgations volumineuses de GE, il semble que la plupart des investisseurs boursiers et obligataires n'avaient "rien vu venir". L'action a chuté et les écarts de crédit de GE se sont significativement élargis.



Source: Bloomberg Finance L.P.

GE émet des obligations dans divers marchés à travers le monde. Le graphique ci-dessus illustre l'écart de crédit (prime de risque) d'une obligation à taux variable libellée en dollars américains au cours de la dernière année. La magnitude des mouvements récents des écarts n'est rien de moins que monumentale. En octobre et en novembre, les agences de notation de crédit ont rétrogradé le titre de GE à BBB. Avec des écarts de crédit dans la fourchette des 400 à 500, GE se négocie plutôt à des niveaux de type "B".

Toute personne suivant le titre de GE ne devrait se surprendre de rien de ce que M. Culp a indiqué lors de son appel et de son entrevue. Il n'existe aucun doute que GE a besoin de réduire son endettement, de rationaliser et de vendre certaines entreprises. Elle doit également gérer son exposition aux entreprises de GE Capital et réduire son important déficit des pensions. Il faudra un certain temps pour régler tous ces problèmes. Tous les points apportés par M. Culp semblent raisonnables et rationnels. Or, les marchés ont réagi comme si la société était sur le point de faire faillite. Rien dans les prix de négociation actuels de l'actions et des obligations de GE ne nous semble particulièrement efficient.

Suite

### Personne n'est parfait

Nous aimons bien GE, même avec tous ses défauts, aux prix actuels de ses titres. Nous avons donc augmenté considérablement notre position de GE lorsque les écarts se sont élargis et que les prix de l'action ont chuté. Nous n'exigeons pas que les sociétés soient parfaites, mais simplement d'être compensés pour les risques que nous assumons et nous croyons que ce sera le cas avec GE.

GE explique pourquoi nous aimons tant les "anges déchus". Il y a tant d'obligations de GE que les vendeurs surpassent largement les acheteurs comme nous. GE est tombée en disgrâce auprès des banques d'investissement et des analystes en notation de crédit, lorsqu'elle a effectivement assumé sa situation. Les analystes étaient embarrassés d'avoir failli de reconnaître ce qui se produisait et ont évidemment sur-corrigé et "puni" GE. Nous trouvons fort intéressant de constater que les analystes sont si investis professionnellement dans leur "relation" avec un émetteur qu'ils se sentent "floués" lorsque les choses se détériorent. Ils sont tellement investis dans leur relation avec une société que lorsque la situation prend une tournure négative, ils se mettent en mode de "mauvaise rupture". John Coates a exploré la biochimie de la négociation de valeurs dans son ouvrage intitulé "The Hour Between the Dog and the Wolf". Peut-être devrait-il se tourner vers le genre répandu de "Conseils sur les relations", pour effectuer une nouvelle étude d'analyse sur les émotions en investissement.

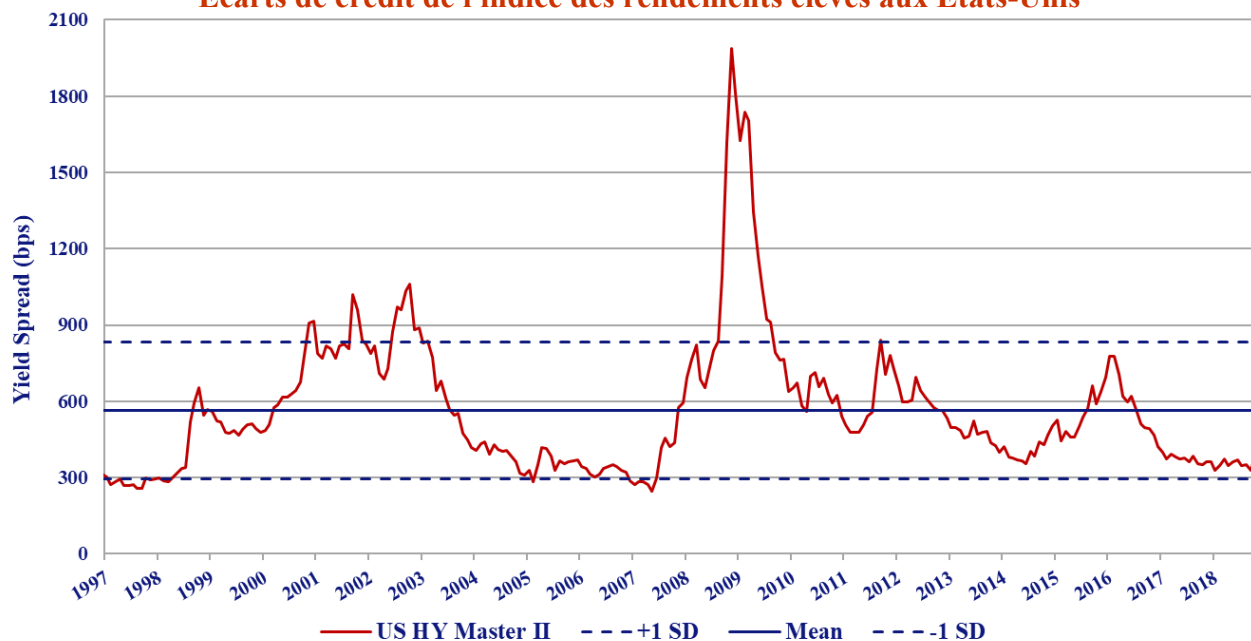
Clairement, les émotions des marchés ont pris des proportions incontrôlables avec GE. Techniquement, il ne s'agit même pas d'un ange déchu. Certes, le titre a été rétrogradé d'un statut A à un statut BBB, mais il s'agit toujours d'un placement de qualité supérieure. Le moment était terrible. GE est devenu la mal-aimée lorsque les marchés de crédit et les marchés boursiers se livraient à des ventes massives, alors les choses se sont vraiment détériorées, puisqu'il n'y avait aucun acheteur mais de nombreux vendeurs et des prix en chute libre.

### Achetez l'achat

Chez Canso, nous avons vu la réaction du marché à l'annonce de GE comme une opportunité d'achat. L'écart moyen sur les 48\$ milliards en actions dans l'indice ICE des sociétés de qualité supérieure s'est élargi de 0,96% à 2,67% en seulement 2 mois. Les obligations de GE étaient en baisse de 1% à 2% pour les obligations à très court terme et en hausse de 30% pour les obligations à plus long terme. Tout cela s'est produit dans le plus important et efficient marché d'obligations de sociétés au monde.

Nous répétons depuis longtemps que la course aux rendements dans la gamme des titres de crédit fera en sorte de causer de l'inconfort. Détenir du crédit semblait facile de 2016 à 2018. Comme l'illustre le graphique ci-dessous, les obligations spéculatives obtenaient de très bons résultats puisque les écarts de crédit se sont resserrés de près de 4,5% au cours des deux dernières années. Les écarts de crédit se sont élargis depuis le début de l'année 2018 et cette tendance s'est accélérée au cours des dernières semaines.

Écarts de crédit de l'indice des rendements élevés aux États-Unis



Source: ICE BofAML Indexes

Suite



**Tu n'illuminés pas notre vie**

Les maigres rendements n'étaient pas le seul problème que nous avons rencontré avec les crédits de qualité inférieure. Nous avons abondamment écrit sur notre inquiétude croissante en regard des prix agressifs et des protections réduites, tant dans les titres à rendement élevé que dans les marchés des prêts à effet de levier. Lorsque les investisseurs insistent pour "être investis" coûte que coûte, les prix et les engagements favoriseront invariablement les émetteurs aux dépens des prêteurs.

Selon J.P. Morgan, environ 80% des prêts à effet de levier sont maintenant "à faibles engagements", c'est-à-dire qu'ils ne sont assortis d'aucun engagement contractuel permettant un test financier tels que:

- Endettement/BAIIA devant être maintenus jusqu'à la fin de l'emprunt;
- Clauses restrictives contrôlant l'endettement total et des test financiers tels que l'endettement/BAIIA devant être rencontrés lorsqu'une nouvelle dette est encourue.
- Restrictions sur les paiements aux actionnaires aux dépens des crédateurs.

Une autre problème est que ces ratios sont fréquemment fondés maintenant sur les calculs de BAIIA, ce qui peut ne pas refléter les gains réels potentiels de l'entreprise, mais plutôt avoir été définis aux fins de "flexibilité" d'emprunt. Les dérogations aux engagements restrictifs ou "exclusions" pour des dividendes, futures acquisitions et titrisation d'actifs qui étaient jadis l'exception sont devenus la règle.

Nous avons critiqué avec virulence cette "innovation" financière. Plus récemment, des financiers notables, incluant la Banque d'Angleterre et l'ancienne présidente de Réserve fédérale, Janet Yellen, se sont joints au mouvement d'appel à la prudence en regard du marché des prêts à effet de levier.

**Des images d'obligations de sociétés bonbons plein la tête**

Chez Canso, nous employons une stratégie de gestion active, visant à exploiter les inefficiences des marchés financiers. Nous sommes heureux lorsque les marchés sont motivés par la peur, puisque c'est le moment de dénicher des titres à bon marché. Les marchés financiers semblent être dans l'une des phases "sans espoir" de Howard Mark. Les marchés boursiers sont en chute libre, les écarts de crédit s'élargissent et les investisseurs prennent la fuite vers ce qu'ils perçoivent être un lieu sûr: les obligations gouvernementales.

Nous ne souscrivons pas au consensus populaire de "sans espoir". Nous sommes plutôt optimistes à la perspective de titres grandement réduits, tels que les obligations de GE que nous achetons à l'heure actuelle. On nous a cité à la suite de la Crise du crédit à mentionner que les obligations étaient tellement bon marché que nous nous sentions "comme des enfants dans un magasin de bonbons". On peut dire que le Noël des obligations est arrivé plus tôt cette année et des images d'obligations de sociétés bonbons dansent devant nos yeux et dans nos portefeuilles.

Il y a seulement quelques mois, nous vous avisions que les investisseurs avaient collectivement perdu la tête dans un frénésie spéculative. Or, nos portefeuilles étaient à leur point le plus conservateur depuis la Crise du crédit. On nous demandait fréquemment comment nous allions arriver à obtenir des résultats supérieurs, lorsque les taux obligataires et les écarts de crédit étaient si faibles. Nous répondions toujours que notre travail consiste à attendre l'inévitable modification des prix et de se tenir prêts à investir lorsque les autres seront figés de peur.

Et c'est exactement ce que nous faisons!!

De la part de toute l'équipe de Canso, nous vous souhaitons, à vous et vos proches, un très joyeux temps des fêtes et une excellente année 2019.

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 LTD.**

*est un gestionnaire spécialisé en fonds obligataires, basé à Richmond Hill, 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*

**Avis de non responsabilité**

Source: FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc. Tous droits réservés. FTSE® est une marque de commerce des sociétés du Groupe London Stock Exchange Group et fait l'objet d'une licence d'utilisation. "TMX" est une marque de commerce de TSX Inc. et fait l'objet d'une licence d'utilisation. Tous les droits liés aux indices du FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc. et/ou les notations du FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc. appartiennent à FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc et/ou à ses concédants. FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc. et ses concédants n'assument aucune responsabilité en regard de quelque erreur ou omission dans ces indices et/ou notations ou données sous-jacentes. Il est interdit de distribuer toute donnée de FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc. sans l'accord exprès et écrit de FTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc.

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.

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'ESPECE". 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.

Cette publication est communiquée des fins indicatives seulement et ne doit pas être considérée comme une offre ou une sollicitation de placement. Les rendements passés ne sont pas indicatifs de rendements futurs. Cette publication se fonde sur des sources et des renseignements que nous croyons fiables mais nous n'offrons aucune garantie ou représentation, expresse ou tacite, en regard de leur exactitude ou intégralité. Toutes les opinions et estimés représentent l'opinion de Canso en date de publication des présentes, sont sujets à changement sans préavis et sont fournis de bonne foi, mais sans aucune responsabilité légale.