



# Infolettre sur les obligations de sociétés

Jun 2018

---

## Arrivederci Roma

Les politiques "épiciées à l'italienne" ont certainement porté atteinte aux marchés financiers la semaine dernière. Après la montée des populistes lors de la dernière élection en Italie, la coalition gouvernementale proposée, composée du parti contre-pouvoir Five Star et du parti de droite League, a échoué dès son lancement. Les doutes à propos de son engagement auprès de l'UE ont mené à une répudiation du président italien et à une crise constitutionnelle potentielle. Les obligations italiennes, l'euro et les actifs à risque à l'échelle mondiale ont chuté en raison de la perspective peu probable que l'Italie sorte de l'UE. Les taux obligataires ont descendu, vu l'aversion au risque des marchés d'autres pays, tel que les États-Unis.

À l'intérieur des murs du Vatican, le Saint-Père avait qualifié les dérivés de crédit de "bombes à retardement" il y a quelques semaines, ce qui s'est avéré juste, puisque le coût d'assurance des institutions italiennes a "explosé". La bonne nouvelle est que les populistes hargneux d'Italie devraient former un gouvernement et qu'il se peut qu'ils ne soient pas aussi diaboliques envers l'Union européenne et l'euro que ne le craignent les marchés.

Le fiasco italien a, du moins temporairement, éclipsé l'absurde Brexit britannique. Les incertitudes face à des sujets critiques tels que l'immigration, la législation et le commerce à la suite du Brexit, n'ont pas empêché des millions de Britanniques de regarder le dernier mariage royal, lorsque le Prince Harry a scellé son union avec Meghan Markle. Qui a besoin de l'UE, lorsque vous avez la monarchie?

## Nous sommes ici pour avoir du bon temps

Parlant de royauté, pourquoi le Canada est-il le seul endroit au monde à célébrer l'anniversaire de la Reine Victoria? Entre leur barbecue et leur bière, les bons citoyens du Canada prennent rarement le temps de réfléchir sur la raison de célébrer l'anniversaire de la défunte reine, même si celle-ci était considérée comme la "Mère de la confédération". Le canadien James Paxton n'a pas frappé les Jays pour une victoire à Toronto ce qui, étrangement, était une occasion de célébrer, mais les spectaculaires séries éliminatoires des Jets se sont terminées à 3 victoires près de la finale de la Coupe Stanley.

## Qu'est-ce que les électeurs ontariens peuvent bien faire?

Les électeurs ontariens pourraient bien avoir besoin de prendre une bière. Comme l'indiquait le Globe and Mail, "*Qu'est-ce que les électeurs peuvent bien faire ?*" Les conservateurs progressistes ontariens, dirigés par le controversé Doug Ford, font tout leur possible pour ruiner leurs chances de former un gouvernement, alors que le NPD connaît une montée. Le fait que les conservateurs, qui sont normalement fiscalement prudents, aient indiqué des coûts dans leurs promesses électorales qui n'incluaient que peu de chiffres n'a rien pour aider!

La première ministre libérale Kathleen Wynne a annoncé qu'elle était consciente que la fête était terminée et qu'une défaite électorale s'avérait imminente. Ceci semble être une tentative des libéraux de rallier les votes anti-Ford. Puisque le NPD est maintenant à égalité avec les conservateurs dans les sondages et que la chef du NPD, Andrea Horwath apparaît raisonnable, comparativement au Trumpien Doug Ford, le vote "jamais-Ford" pourrait aller au NPD. Mais peu importe le sens que prendront les élections, les finances en Ontario semblent destinées à se détériorer. Que ce soit Ford ou Horwath qui forme le gouvernement, leurs promesses de dépenses ne feront qu'aggraver la situation du budget, déjà fort difficile.

---

Suite

### De l'autre côté du miroir

Dernièrement, les choses semblent surréalistes. On se demande vraiment ce qui cause ce détachement avec la réalité. Le gouvernement sensible à l'environnement dirigé par Trudeau au Canada, vient tout juste d'accepter de verser 4,5 milliards de dollars pour le réseau oléoduc Trans Mountain de Kinder Morgan et les Albertains s'en réjouissent! Nous sommes loin des huées d'il y a 40 ans, lorsque les fédéraux détestés avaient créé le champion national en énergie Petro-Canada. Les conservateurs albertains fulminaient alors contre le "communiste" Pierre Élliot Trudeau, le père de Justin, et préféreraient laisser les "Sal#@ds de l'Est geler dans le noir".

De l'autre côté du miroir, dans le monde de Trump à Washington, il ne fait aucun doute qui est le chapelier fou. Les États-Unis et les Républicains, qui étaient précédemment en faveur du libre-échange, lancent maintenant des barrières tarifaires à leurs proches alliés, tout en tentant de se lier d'amitié avec la CORÉE DU NORD!! Tout ceci pour gagner des points auprès de sa base CONSERVATRICE (??). Le Canada, les États-Unis et le Mexique continuent de débattre de l'ALÉNA, mais l'administration de Trump joue dur. Elle vient tout juste de laisser les tarifs sur l'aluminium et l'acier expirer. Ses proches alliés abasourdis planifient maintenant d'imposer leurs propres tarifs à titre de mesures de représailles. Nous saurons bientôt si l'affirmation de Trump via Twitter en mars, lorsqu'il a imposé ses tarifs, que *"les guerres d'échange sont bonnes et faciles à gagner"* est véridique.

Puisque nous aimons étudier l'histoire, nous avançons que, généralement, tout le monde est assez enthousiaste au début d'une guerre. Cette ferveur patriotique s'estompe toutefois assez rapidement lorsque les pertes commencent à s'empiler. Beaucoup de partisans de Trump seront mécontents lorsque les prix monteront et que leur emploi, leur entreprise et leur ferme écoperont. Le tarif sur l'acier nuit déjà aux manufacturiers américains qui utilisent les importations d'acier, puisque leurs clients importent des produits finis à moindre coût, fabriqués avec de l'acier étranger à prix plus bas.

### Le monde des obligations canadiennes est plat

Les rendements du marché obligataire canadien sont demeurés stables au cours du premier trimestre. L'indice universel FTSE a produit un rendement de 0,1% au premier trimestre et un maigre 1,45 pour les douze derniers mois se terminant au 31 mars. L'indice des sociétés FTSE a obtenu de meilleurs rendements que l'indice universel, produisant des revenus de 0,3% et de 1,8% pour les périodes de 3 et 12 mois respectivement, se terminant au 31 mars.

<b>Rendement du FTSE Debt Market Index</b>							
<b>Périodes se terminant le 31 mars 2018</b>							
<b>Indices</b>	<b>3 mois</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	0,4	(0,1)	(0,5)	0,2	2,2	1,7	3,2
Provincial	(0,3)	2,6	2,1	1,4	4,6	3,7	5,1
Sociétés	0,3	1,8	2,9	2,2	3,7	3,4	5,4
<b>Universel global</b>	<b>0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>3,4</b>	<b>2,9</b>	<b>4,4</b>
Canada-longue durée	0,9	2,6	(0,0)	0,6	5,0	3,2	5,4
Provincial-longue durée	(0,5)	5,6	3,6	2,0	6,6	5,0	6,3
Sociétés-longue durée	0,4	6,0	6,1	3,6	6,6	5,5	7,9
<b>Universel-longue durée</b>	<b>(0,0)</b>	<b>5,1</b>	<b>3,4</b>	<b>2,0</b>	<b>6,2</b>	<b>4,7</b>	<b>6,5</b>
Haut rend. (\$CAN)	1,5	8,1	13,7	7,4	5,5	6,0	7,2
S&P/TSX	(4,5)	1,7	9,8	4,1	4,8	6,9	4,5

Source: FTSE TMX Global Debt Capital Markets

Suite

### **Plus haut...toujours plus haut?**

Les taux d'intérêts et obligataires ont toujours une tendance générale à la hausse. La Réserve fédérale américaine a encore monté les taux en mars, invoquant le fait que le marché du travail est toujours en force. Il s'agit de la sixième hausse de la Réserve depuis qu'elle a commencé à augmenter ses taux en 2015 et il semble qu'on devrait en anticiper davantage, vu les statistiques économiques positives publiées récemment.

Tout se passe si bien que le président Trump n'a pas pu s'empêcher de parler de la bonne nouvelle du rapport sur l'emploi de BLS publié en mai sur Twitter : *"J'ai bien hâte de voir les chiffres sur l'emploi à 8h30 ce matin"*. Le roi du Tweet a malheureusement brisé des années de protocole en émettant ses commentaires avant la publication officielle du rapport et le marché a immédiatement réagi. Les taux obligataires et le dollar américain ont monté dans l'attente de bonnes nouvelles économiques. Le rapport était en effet très positif avec 223 000 nouveaux emplois créés et le taux de chômage chutant à 3,8%, soit au niveau florissant des années 1990. En fait, il n'a jamais été plus bas depuis 1969! Nous n'aimons pas être rabat-joie mais 1969 était juste avant que l'inflation monte en flèche dans les années 1970. La Réserve fédérale avait conservé des politiques monétaires souples en raison des dépenses gouvernementales importantes et des déficits. Ça vous rappelle quelque chose??

La Banque du Canada a débuté 2018 avec une hausse de taux de 25pb en janvier, soit la troisième initiative de la sorte de la BDC en moins de 7 mois. Les taux des obligations canadiennes à long terme se sont dirigées du côté opposé avec une chute de 4pb, puisque les inquiétudes face au commerce extérieur ont encouragé une offre pour des obligations à long terme de la part de sociétés d'assurances et de caisses de retraite.

### **Un jeu simple**

Nos amis et voisins nous rappellent constamment à quel point ils ont fait de l'argent dans les marchés. Il semble que tout le monde était un investisseur initial dans Bitcoin, pour se convertir sagement en vendeur à découvert juste à temps. Qu'ils soient des fumeurs de minuit ou non, ils semblent tous avoir fait un gros montant sur la folie de la marijuana dans des actions de cannabis. Et qui ne détenait pas des titres du détaillant en ligne Ocada lorsque celui-ci a monté de près de 50% après sa fusion avec Kroger! Dans un monde de satisfaction immédiate, les titres à revenu fixe semblent outrageusement sans imagination et vieux-jeu.

En bien, surprenez vos amis riches dans votre prochain party de rue, lorsque vous leur annoncerez que l'indice obligataire FTSE TMX (qui représentent le marché obligataire canadien) a produit un rendement moyen de 4,4% par année au cours des 10 dernières années, comparativement au rendement annuel du 4,5% obtenu par le S&P/TSX au cours de la même période. Si vous avez investi dans l'indice des obligations de sociétés FTSE TMX, votre rendement serait de 5,4%, soit 90pb supérieur au rendement de 4,5% obtenu par le marché boursier. Pas si mal pour un groupe de chasseurs de coupons.

Nous devons cependant admettre que ce rendement historique intéressant ne sera pas atteignable à partir des niveaux actuellement faibles des taux obligataires. En partant avec des taux d'obligations canadiennes à moins de 3% et avec la hausse des taux d'intérêt, il semble que même un rendement de 4% sera difficile à atteindre à l'avenir. Malgré cela, vous ne serez pas surpris d'entendre que nous croyons que les obligations ont toujours leur place dans le portefeuille de chacun. Nous avançons qu'une composante obligataire est aussi critique à un plan d'investissement sain, que la pluie ne l'est pour les fermiers. Sans en vouloir trop, trop peu pourrait tout ruiner.

### **Et la pluie tomba**

Pour continuer, on nous demande souvent "pourquoi devrais-je détenir des titres à revenu fixe?" Un problème est que les gens confondent "obligations" et "revenu fixe". Une obligation est une dette, une promesse négociable de payer des intérêts en cours de route et de récupérer le capital à l'échéance. Les titres à revenu fixe pour leur part réfèrent au coupon fixe en terme de dollars, le paiement d'intérêts sur la plupart des obligations négociables. Les obligations peuvent également avoir des coupons à taux variable qui changent de bas en haut en fonction des mouvements des taux d'intérêt à court terme.

Les obligations procurent une diversification. Les actions comportent un risque considérable de prix. La plupart des investisseurs ont besoin de placements à revenu ou ils se verraient forcés de liquider une partie de leur portefeuille lorsque les marchés financiers sont volatils et que les prix sont bas. *Suite*

Les portefeuilles négociables peuvent générer du revenu à partir d'obligations, d'actions qui versent des dividendes et d'instruments financiers à court terme. À l'intérieur des obligations, les investisseurs peuvent se tourner vers les obligations de sociétés pour augmenter leur revenu au-dessus de ce qui est versé par les obligations plus sûres gouvernementales.

Le choix entre les titres à revenu fixe et les obligations à taux variable est important. Lorsque les taux d'intérêt et obligataires augmentent, les obligations à taux variable obtiennent des revenus d'intérêts plus élevés, qui montent avec les taux du marché. Pour leur part, les obligations à taux fixe perdent de la valeur, alors que les nouvelles obligations deviennent disponibles à un taux d'intérêt supérieur. Les obligations à taux fixe augmentent de valeur lorsque les taux d'intérêts descendent, puisque les nouvelles obligations versent des taux d'intérêts moindres, ce qui rend les obligations existantes plus intéressantes. Ceci signifie qu'il y a une place tant pour les obligations à taux variable, qu'à taux fixe dans la portion revenu d'un portefeuille.

Pour réviser, voici le rôle des obligations dans la gestion d'un portefeuille:

- **Une production de revenus.** Nous croyons que certains d'entre vous se souviendront des années 1980, lorsque les obligations du Canada versaient près de 20% et que les coupons détachés exigeaient de gros ciseaux et signifiaient réellement quelque chose. Les faibles taux actuels à un seul chiffre procurent moins de revenu aux investisseurs (l'inflation est faible également), mais il s'agit de flux de liquidité et c'est ce qui aide à payer les comptes.
- **Une diversification du portefeuille.** La prudence dicte que même le plus agressif des investisseurs doit éviter de mettre tous ses oeufs dans le même panier. Les titres à revenu fixe procurent de la diversification et une diminution des risques comparativement aux autres classes d'actifs, dont notamment les actions et l'immobilier, qui ont tendance à dominer le portefeuille des investisseurs de détail.
- **Une préservation de capital.** Peu importe ce pourquoi vous épargnez, que ce soit pour l'achat d'une voiture, pour envoyer votre petite-fille à l'université dans 15 ans ou verser des pensions de retraite à des employés dans 30 ans, vous voulez vous assurer que l'argent que vous mettez de côté pour parvenir à ces objectifs ne diminue pas et augmente dans le temps. Les titres à revenu fixe peuvent et doivent jouer un rôle de préservation de capital.

### **On ne s'attend pas à perdre de l'argent dans les titres à revenu fixe**

Une autre question que l'on nous pose régulièrement est comment nous allons faire de l'argent à l'avenir et, plus important encore, combien? Ce que suppose cette question est le fait que nous n'allons jamais perdre d'argent. Les marchés ont connu 10 ans d'argent extrêmement facile, ce qui alimente la cupidité et la complaisance et mène tout droit vers des bulles d'actifs.

En période de faibles taux et d'écart de crédit étroits, les investisseurs sont tentés de chercher du rendement auprès de titres à plus long terme comportant des taux modestement plus élevés (et ils le font régulièrement, acceptant ainsi un risque plus élevé de taux d'intérêt), ou de se diriger vers des placements plus spéculatifs (assumant ainsi davantage de risque de crédit). Nous croyons que ces deux stratégies dans le contexte actuel des marchés mènerait au désastre. Malheureusement, plusieurs investisseurs suivent ces deux stratégies. Donc, ceux qui ne s'attendent pas à perdre de l'argent actuellement, se sont organisés pour que ce soit exactement ce qui leur arrive.

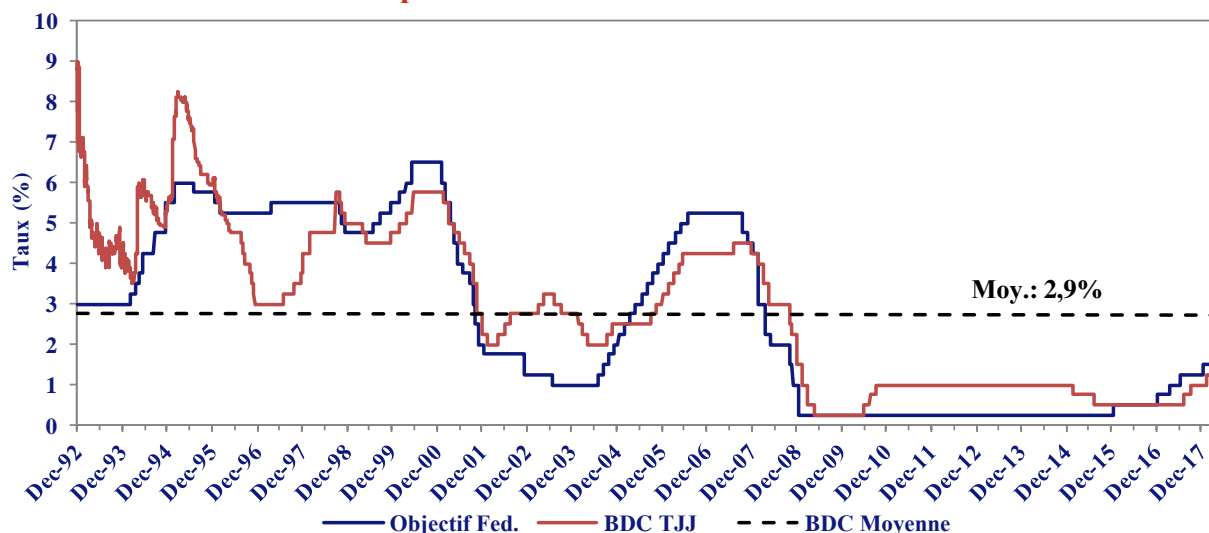
Il importe autant de comprendre comment ne pas perdre d'argent que de savoir comment en faire. Chercher des rendements à tout prix hors des courbes de rendement ou comportant une qualité de crédit moindre est très dangereux en ce moment. Ne croyez pas ceux qui vous disent qu'il s'agit d'une nouvelle ère ou encore que nous avons atteint une période de "nouvelle normalité".

### **One direction**

À quoi devraient s'attendre les Canadiens à l'avenir? Notre réponse se trouve dans le récent groupe démantelé de jeunes chanteurs masculins "One direction" (une direction)- plus haut. Au niveau des obligations, nous croyons que les taux suivront les taux d'intérêt à court terme plus élevés au Canada, aux États-Unis et éventuellement en Europe. Cette tendance est déjà grandement amorcée. Le graphique à la page suivante illustre les changements des taux directeurs au Canada et aux États-Unis. Les taux directeurs sont contrôlés par la Banque du Canada et la Réserve fédérale.

*Suite*

Taux de la BDC comparativement aux taux des Fonds fédéraux américains

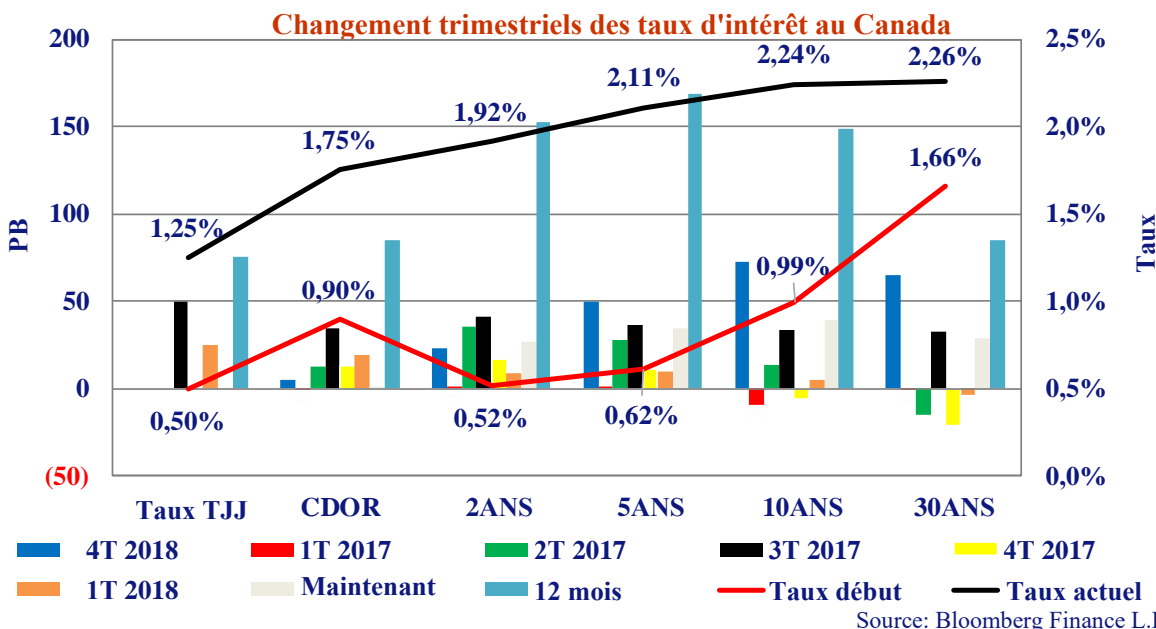


En réaction à la Crise du crédit, les banques centrales ont diminué leurs taux directeurs à des niveaux extraordinairement bas. Cette réponse visait d'abord à stabiliser le système financier et ensuite, à stimuler l'activité économique. Aux États-Unis et en Europe, les banques centrales ont poursuivi avec un assouplissement quantitatif, ou AQ, impliquant l'acquisition de billions de dollars d'obligations, afin de maintenir les taux faibles et même de les faire diminuer.

Ces mesures des banques centrales ont fait en sorte de garder les taux à des niveaux faibles durant près d'une décennie. Ce n'est que récemment, en raison d'une croissance économique constante aux États-Unis et au Canada, que les banques centrales ont décidé d'augmenter les taux directeurs, bien qu'avec beaucoup de réticence.

**Trop faible pour zéro**

Nous savons que la préoccupation actuelle des banques centrales est d'augmenter les taux à des niveaux "normaux". Or, la Banque du Canada et la Réserve fédérale ne contrôlent directement que les taux d'intérêt à court terme, par le biais de politiques monétaires. Les banques centrales mondiales ont recouru à l'acquisition d'obligations dans le cadre de leurs



Suite

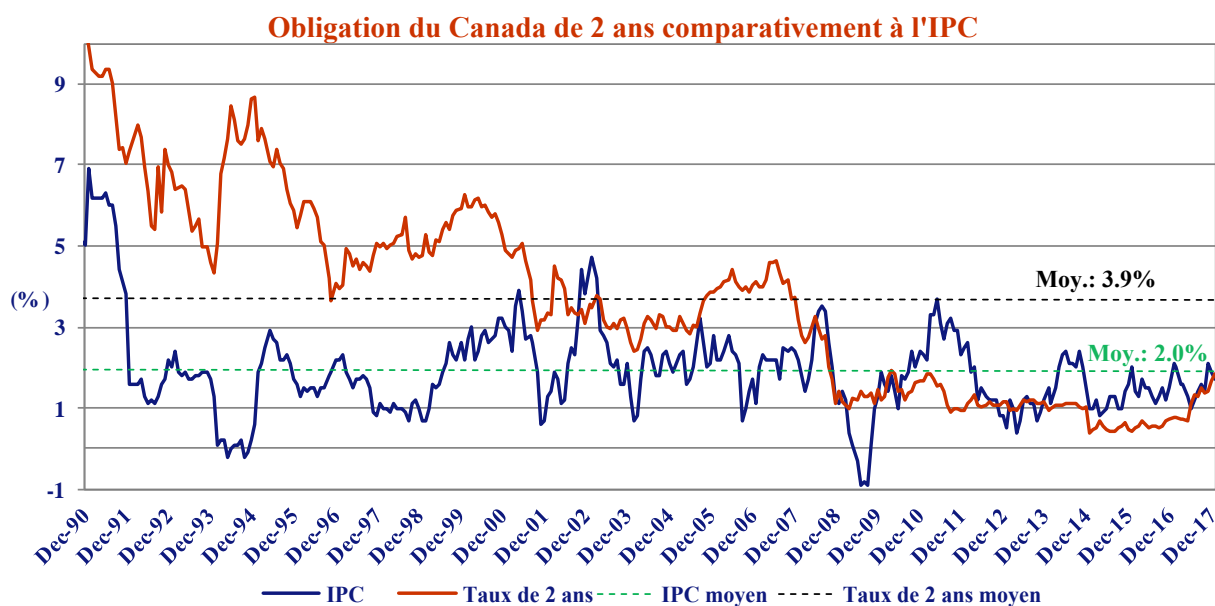
programmes d'assouplissement quantitatif, en réponse à la Crise du crédit et à la Crise de la dette européenne, mais en sont actuellement à réduire ces programmes.

Le graphique à la page précédente illustre les changements de taux par trimestre, depuis la fin du mois de septembre 2016, avec les courbes de cette époque et celle d'aujourd'hui superposées. Même s'ils sont très faibles, les taux d'intérêt au Canada sont loin des planchers. En 2016, le taux de l'obligation du Canada de 5 ans atteignait un plancher de 0,50% et celle de 30 ans, de 1,55%, comparativement aux taux respectifs de 2,1% et 2,3% aujourd'hui.

Nous ne suggérons pas que les taux actuels soient excessivement généreux, mais ils sont beaucoup plus élevés qu'ils ne l'étaient il y a quelques années à peine. Avec l'inflation à 2%, nous nous approchons maintenant au moins des taux réels à travers la plupart de la courbe de rendement. Ceci étant dit, le risque d'autres augmentations de taux est bien réel. Qu'est-ce qu'une hausse des taux directeurs et la fin d'acquisition d'obligations par les banques centrales impliquent pour les taux à plus long terme?

**Un pas vers l'avant...jusqu'au sommet**

Les taux se dirigent graduellement vers une normalisation. Au cours du cycle, les taux devraient s'approcher de l'inflation, se trouvant actuellement à mi-chemin dans la fourchette de 1 à 3% de la Banque du Canada, plus un ou deux pourcent. Cette relation suggère un taux de 3 à 4% pour l'obligation du Canada de 2 ans et une courbe de rendement favorable, implique des taux pour l'obligation du Canada de 4 à 5%.



Source: Bloomberg Finance L.P.

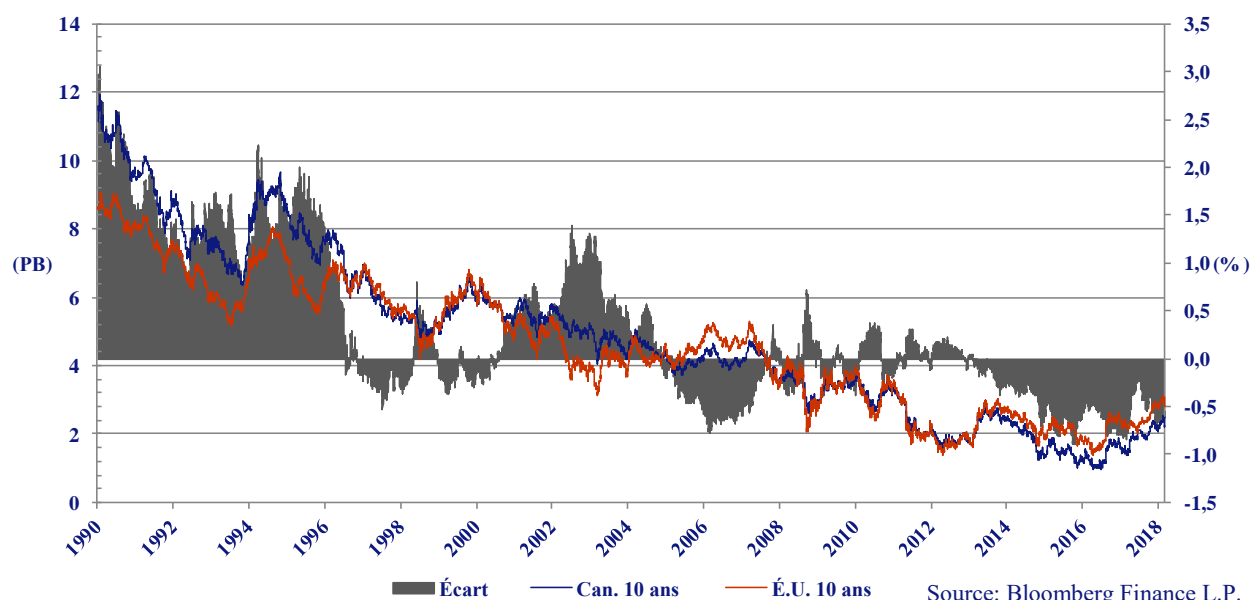
Tel qu'illustré au graphique ci-dessus, depuis que la Banque du Canada a commencé à viser l'inflation au début des années 1990, la moyenne des taux de l'obligation de 2 ans est de 3,9%, avec un taux d'inflation de 2,0%. Avec des taux de 1,9% et 2,3% respectivement pour les obligations de 2ans et de 30 ans, les marchés actuels ont du chemin à parcourir pour s'approcher d'une situation normale. Nous n'aurons peut-être pas d'obligation à long terme à 4-5% cette année, mais nous croyons que nous nous y trouverons éventuellement.

**Et une autre chose!**

Historiquement, le gouvernement canadien paie habituellement davantage pour emprunter de l'argent que les États-Unis. Or, à travers la courbe de rendement, les taux canadiens sont actuellement inférieurs aux taux américains. Le concept de normalisation s'applique tant à une hausse du niveau général des taux d'intérêt, qu'à l'élimination de la prime des obligations canadiennes comparativement aux bons du trésor américains.

Suite

## Taux des obligations du Canada et des États-Unis de 10 ans



Depuis 1990, les taux des obligations du Canada de 10 ans sont en moyenne 30pb plus élevés que celles de leurs homologues américaines. Elles sont en moyenne plus faibles de 22pb depuis la crise du crédit, alors qu'elle étaient précédemment 56pb plus élevées. Aujourd'hui, les taux des obligations du Canada sont 60pb plus faibles que les bons du Trésor américains correspondants.

Pourquoi? Durant la crise du crédit, le système financier canadien (et le Canada en général) était perçu comme ayant mieux traversé la crise que les États-Unis. Il y avait moins de risque et moins de prise de risque au Canada qu'aux États-Unis et le Canada en a tiré son épingle du jeu. La perception que le Canada était un endroit plus sûr pour investir s'est manifestée en des taux plus faibles pour les obligations gouvernementales canadiennes.

Les taux souverains devraient ultimement refléter la qualité de crédit d'un pays comparativement à d'autres. Bien que nous soyons patriotes, nous croyons que l'économie américaine est en meilleure posture que celle du Canada et a un meilleur risque de crédit. Les taux canadiens devraient revenir à des niveaux "normaux", c'est-à-dire, supérieurs à ceux des États-Unis.

Ainsi, nous constatons trois moteurs d'augmentation des taux d'intérêt canadiens. Premièrement, les augmentations des taux directeurs de la Banque du Canada, qui devraient suivre, sans toutefois imiter, les hausses de la Réserve fédérale. Deuxièmement, une normalisation des taux à plus long terme de +1 à +2% au-dessus de l'inflation. Troisièmement, une normalisation du crédit reflétant des fondamentaux économiques plus solides aux États-Unis qu'au Canada.

### Le vrai problème

Il existe des embûches potentielles aux hausses de taux. Les Canadiens sont lourdement endettés et, lorsque la Banque du Canada augmente les taux d'intérêt à court terme, les paiements d'intérêts sur les marges de crédit et sur les prêts hypothécaires à taux variable augmentent. Les taux hypothécaires fixes montent de pair avec le taux de l'obligation du Canada de 5 ans. Ces hausses de taux d'intérêt grugeront une grande partie du salaire net des Canadiens.

Chez Canso, nous avons annoncé le début de la fin de l'immobilier résidentiel canadien au milieu de 2013, donc inutile de dire que nous étions vraiment tôt. Près de cinq ans plus tard, les nuages menacent le marché immobilier résidentiel, avec Toronto et Vancouver dans la mire de la tempête. Les chiffres récents à Vancouver et à Toronto démontrent une chute du nombre de transactions et du prix de ces transactions. Le marché avait été entraîné vers des évaluations gonflées et des excès en raison de l'argent facile, mais ce dernier s'envole lorsque les taux d'intérêt montent. Ceci s'ajoute au resserrement de la législation, avec l'introduction des règles hypothécaires B20. La fraude de souscription hypothécaire, par le biais de la falsification des revenus et le blanchiment d'argent par

Suite

l'entremise de l'immobilier résidentiel, reçoivent tous les deux, quoique tardivement, l'attention des politiciens canadiens et des bureaucrates. Rien ne bat le fait de se faire interroger par son patron à propos d'une histoire de fraude hypothécaire dans les journaux, pour augmenter les standards de souscriptions hypothécaires. L'ampleur de la fraude hypothécaire est à couper le souffle et commence tout juste à être comprise.

Selon l'étendue et la profondeur du dénouement de cette fraude et son impact sur l'activité économique, les hausses de taux d'intérêt par la Banque pourrait ralentir, mais nous croyons toujours que nous nous dirigeons vers des taux plus élevés.

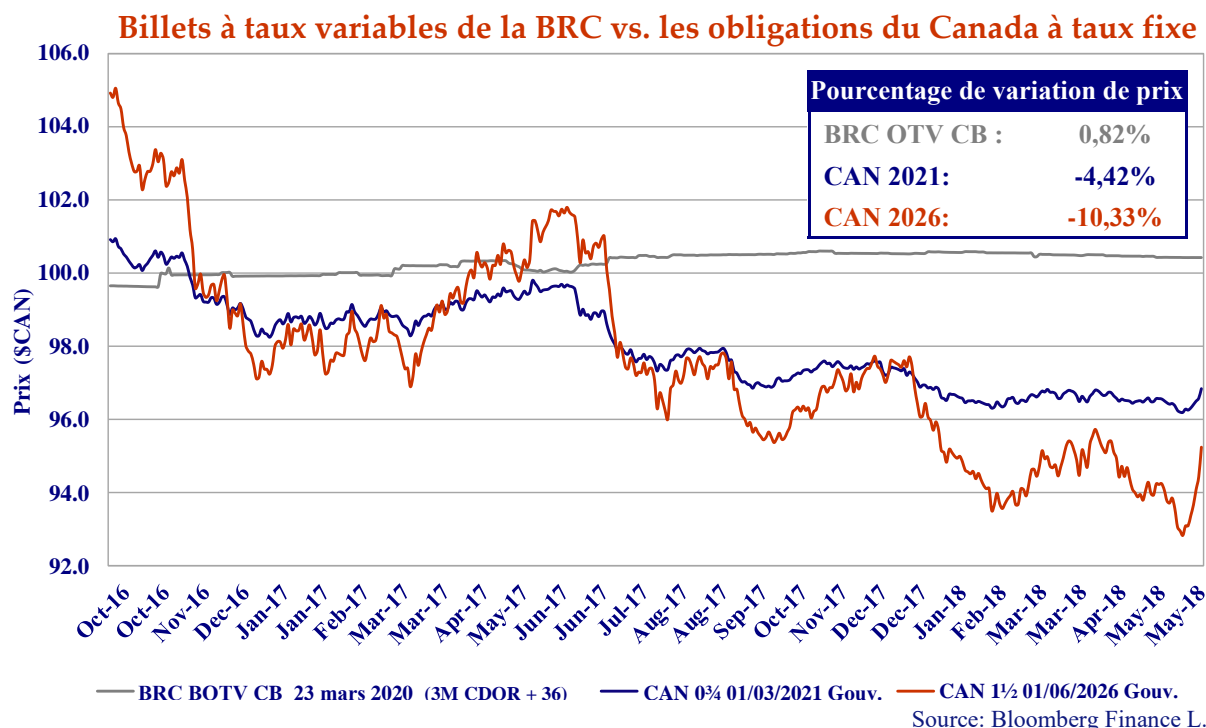
**La défense est la meilleure défense**

Donc, où en sommes-nous?

- Tout le monde devrait détenir au moins partiellement des titres à revenu fixe. ✓ Fait.
- Les taux d'intérêts devraient augmenter. ✓ Fait.
- Les taux d'intérêt plus élevés sont mauvais pour les titres à revenu fixe. ✓ Fait.

Les augmentations de taux d'intérêt ont une incidence négative sur les obligations à taux fixe. Plus l'obligation à taux fixe est de longue durée et plus cette obligation est à longue échéance, plus l'incidence sera négative. Par exemple, l'obligation du Canada de 30 ans a un taux de 2,3% aujourd'hui. Si les taux montaient à 3,3%, logiquement l'obligation avec un coupon fixe de 2,3% diminuera de valeur, en fait elle chuterait d'environ 20% de valeur. Le prix d'une obligation de 2 ans à taux fixe chuterait seulement de 2%.

Mais les choses ne sont pas aussi désespérées qu'elles n'apparaissent. Les obligations ne sont pas toutes égales et ne réagissent pas toutes de la même manière lorsque les taux augmentent. Au cours des dernières années, l'approche de valeur relative de bas en haut de Canso a donné lieu à des acquisition importantes en billets à taux variable. En contexte de hausses de taux, les billets à taux variable conservent leur valeur, puisque les coupons se rajustent à tous les 3 mois.



Le graphique ci-dessus illustre les rendements de l'obligation à taux variable de la Banque royale du Canada comparativement aux obligations du Canada de 5 et 10 ans. Dans une période où les taux de 5 ans ont haussé d'environ 170pb, l'obligation à taux variable de la BRC, qui se rajuste à tous les 3 mois, a augmenté de valeur, alors que les obligations du Canada à taux fixe ont chuté significativement.

Suite



**Payez et faites vos choix**

Comme on dit lors de fêtes foraines, "Payez et faites vos choix". Or, nous aimons bien savoir quels sont nos choix. Prêter de l'argent est risqué, mais Canso se spécialise dans les marchés du crédit aux entreprises. À titre de prêteurs aux sociétés, nous devons nous demander:

- La société va-t-elle nous rembourser?
- Sommes-mous adéquatement compensés pour le risque que la société ne nous rembourse pas?
- Qu'arrive-t-il si la société ne nous rembourse pas?

Être compensé pour assumer du risque de crédit de société constitue le frais différentiel lié aux prêts à des entités non-gouvernementales - c'est l'écart de crédit. Le tableau suivant illustre les écarts de crédit actuels au Canada, aux États-Unis et en Europe, en fonction de différentes catégories de notation et modalités. Les données comparatives couvrent des périodes mensuelles depuis décembre 1996.

	31 Mai 18	Max	Min	Moy.	Moy. à long terme	Il y a 1mois	Fin d'année	Il y a 12 mois	Ress. après la crise du crédit
<b>Écarts des indices des obligations de sociétés canadiennes</b>									
Qualité supérieure	113	400	24	111	2	3	7	-9	15
A	100	416	17	112	-12	4	7	-6	14
A - Long terme	142	383	40	142	0	1	7	-8	14
BBB	138	502	53	166	-28	1	4	-15	14
BBB - Long terme	206	497	105	220	-14	0	3	-8	14
Haut rendement	351	1554	200	560	-209	0	16	-64	27
Provincial	55	104	18	49	6	1	5	-11	5
<b>Écarts des indices des obligations de sociétés aux États-Unis</b>									
Qualité supérieure	122	641	54	157	-35	8	23	3	31
A	98	587	50	133	-35	6	21	2	26
A - Long terme	138	496	61	154	-16	10	25	1	32
BBB	154	766	74	202	-48	10	26	3	37
BBB - Long terme	209	622	84	221	-12	13	26	0	41
Haut rendement	363	1988	246	568	-205	17	0	-11	34
BB	254	1396	144	375	-121	26	36	18	58
B	387	1862	241	560	-173	20	18	18	50
CCC	722	3670	423	1165	-443	-6	-119	-112	83
<b>Écarts des indices des obligations de sociétés européennes</b>									
Qualité supérieure	119	434	21	111	8	26	32	9	44
Haut rendement	380	2226	189	633	-253	66	86	66	126

Source: Données de l'indice ICE BofAML, série de données de décembre 1996 (Haut rendement européennes décembre 1997)

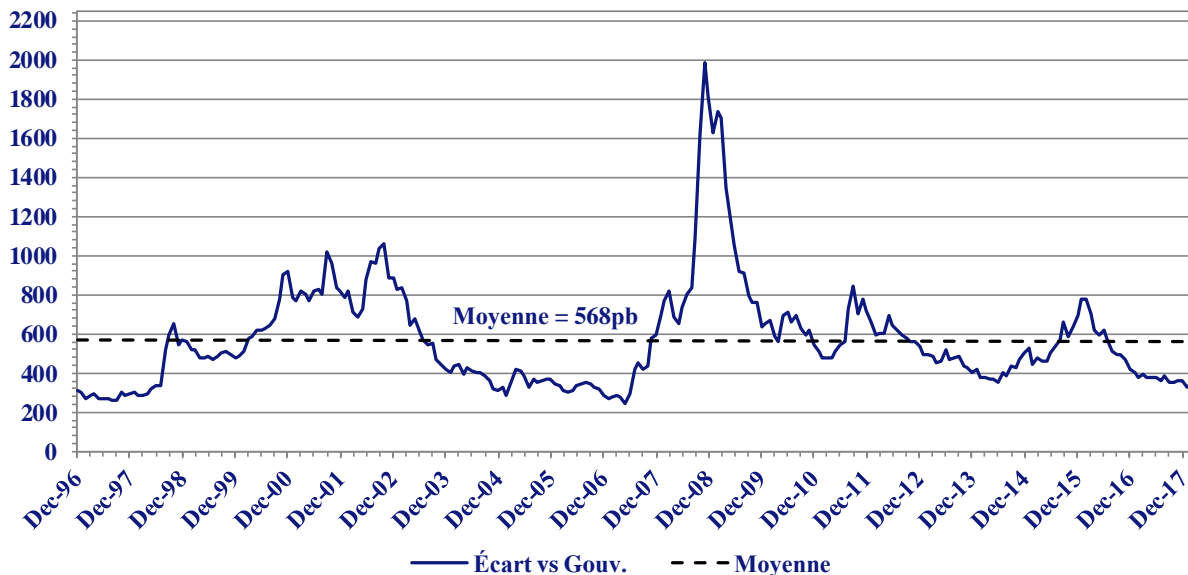
Depuis 1997, au Canada le frais de crédit différentiel moyen pour une obligation de société de grande qualité est de 111pb au-dessus des obligations du Canada. Au 31 mai, les écarts de crédit canadiens des obligations de grande qualité était à +113pb, soit juste au-dessus des moyennes à long terme. Dans le secteur des titres de grande qualité, les obligations ayant une notation de BBB, étaient 28pb plus serrées que les moyennes historiques. Aux États-Unis, les titres de grande qualité sont 35pb plus serrés que la moyenne, alors que les BBB sont 48pb plus serrées. Tous les indices se situent pour leur part légèrement à l'extérieur des resserrements d'après la crise du crédit.

Suite

## C'est la fête

Au 31 mai, l'écart de l'indice des obligations à rendement élevé ICE aux États-Unis se situait à +363pb, soit 205pb plus serré que la moyenne de 568pb. Les emprunteurs de titres qui ne sont pas de grande qualité le font donc à des taux très intéressants

### Écart de l'indice des titres à rendement élevé aux États-Unis



Source: ICE Index Data, Séries de données à compter de décembre 1996

Selon le graphique ci-dessus, en février 2016, les écarts de crédit de +775pb des titres à rendement élevé aux États-Unis étaient plus de 4% supérieurs à aujourd'hui. À titre de prêteur, ceci signifie une compensation sous la forme de risques significativement plus faibles pour l'argent avancé à des sociétés moins bien notées.

### Différent ou vraiment, vraiment pire?

Le resserrement des écarts de crédit bénéficie aux emprunteurs, puisqu'ils paient moins à leurs prêteurs pour le même risque. Dans les dernières années, alors que les écarts se resserrent, les modalités contractuelles qui sous-tendent la relation de prêt s'orientent décidément en faveur des emprunteurs. Ainsi, il s'agit d'un excellent marché pour les emprunteurs - de l'argent facile, avec moins de restrictions. Or, pour le prêteur, c'est l'inverse car il est de moins en moins intéressant d'avancer des fonds.

L'un des principes fondamentaux de Canso est de reconnaître qu'au sommet du marché, des souscripteurs très astucieux créent de véritables ordures à vendre aux investisseurs naïfs. C'est un de nos constats à tous les cycles de crédit et un aspect important de notre succès consiste à résister au désir ardent de mettre ces placements dans vos portefeuilles. Cette fois-ci ne fait pas exception et semble même encore pire dans les marchés de crédit à notation de crédit inférieure. Il est vrai que vous pouvez nous accuser d'être de vieux prêteurs grincheux toujours à côté des modes en matière d'investissement, mais nous avons les preuves à l'appui de nos prétentions, aussi farfelues semblent-elles.

Le contrat régissant l'entente de prêt comprend des "engagements" protégeant les prêteurs. Dans les marchés d'aujourd'hui, puisqu'il semble urgent d'être investi, ces protections sont réduites avec de moins en moins d'engagements, résultant en des prêts bancaires "à faibles engagements" qui sont des abominations de crédit. Ces emprunts à faibles engagements sont poussés aux acheteurs à bout de souffle qui doivent investir leurs liquidités à tout prix, même s'il s'agit de placements stupides. L'équipe de recherche des prêts à effet de levier de JP Morgan a remarqué en 2008 que les prêts à faibles engagements constituaient 3,5% des prêts assurés au total. En 2017, les prêts à faibles engagements constituent 78,6% de toutes les émissions selon JP Morgan. S'agit-il d'une situation simplement différente ou vraiment, vraiment pire?

Suite

Les sociétés s'attirent des ennuis en raison de leur croissance agressive par l'entremise d'acquisition ou de stratégies d'expansion, d'emprunts excessifs, de structures à coûts élevés ou, moins fréquemment, mais plus spectaculaire, en raison d'une fraude. La meilleure façon de maîtriser les comportements insouciant est de limiter contractuellement la capacité des administrateurs à entreprendre des activités agressives. Les prêteurs qui renoncent à ces protections le font à leurs propres risques et périls. Éventuellement, comme l'illustre le graphique des écarts de crédit des titres à rendement élevé de la page précédente, le cycle finit toujours par se dérouler, les écarts de crédit montent, les manquements se font plus nombreux et les recouvrements chutent.

Les investisseurs qui se sont dotés de produits s'adressant au détail - fonds obligataires à rendement élevé, FNB adossés par des obligations à rendement élevé ou des prêts à effet de levier - perdront éventuellement au change. Les structures qui emploient du levier subiront les plus grosses pertes de valeur. Ces produits doivent être investis dans des actifs à rendement élevé. Souvenez-vous qu'en 2008, le marché des titres à rendement élevé a chuté de 26%.

### **Un jour vous comprendrez**

Les marchés des titres à revenu fixe pose davantage de difficultés qu'à l'habitude dernièrement. Canso a été fondé en 1997, lorsque les écarts de crédit des titres de grande qualité étaient à 25pb au-dessus des obligations du Canada, comparativement à leur niveau actuel de 110pb. C'était probablement le pire temps possible pour démarrer une firme axée sur les titres à revenu fixe. Après plus de 20 ans, nous avons obtenu des rendements supérieurs dans tous les types de marchés, prouvant ainsi qu'il existe des opportunités dans chacun d'eux, si vous savez où regarder et ce que vous cherchez.

À titre de gestionnaire actif, le travail de Canso consiste à produire des rendements positifs, de manière constante et sur de longues périodes. Ceci étant dit, nous convenons que nous n'avons peut-être pas obtenu des rendements supérieurs dans toutes les périodes, tous les trimestres ou même toutes les années. Parfois, les dynamiques des marchés suggèrent que la meilleure question à se poser (que personne ne se pose jamais) est "comment ne pas perdre d'argent?" et non pas "Comment faire de l'argent".

Les risques de crédit dans les marchés obligataires sont bien réels et le potentiel de perte est significatif. Ces risques peuvent être réduits et les pertes évitées, mais la protection du capital requiert d'être proactif et de tirer avantage des dislocations de marchés pour faire croître le capital lorsque nous sommes adéquatement compensés. Les calamités des marchés peuvent devenir des opportunités. Lorsque les gens paniquent et vendent, c'est le temps d'acheter.

### **Je suis peut-être surpris**

Un certain nombre d'analystes, journalistes et gestionnaires en investissement vous diront que les choses sont différentes cette fois-ci et que ces taux et écarts de crédit plus faibles que les moyennes historiques sont le "nouveau normal". Pour notre part, nous n'y croyons pas et nous ne croyons pas que vous le devriez non plus.

Nous croyons que les marchés financiers sont inefficients. Nous produisons des rendements supérieurs à long terme en nous positionnant pour tirer avantage d'opportunités qui se présentent en raison de ventes massives dans le marché de crédit, de taux ou des deux, et en sélectionnant des situations spéciales et uniques.

Tirer notre épingle du jeu lors de dislocations des marchés, comme nous l'avons fait au cours de la crise du crédit de 2008 et de la crise de la dette européenne de 2011, permet à Canso de produire des rendements à long terme. Nous avons une douzaine de professionnels en investissement qui analysent des sociétés individuelles et lorsque des opportunités se présentent, nous les saisissons.

Le succès en matière de placement produit des rendements sur de longues périodes, à travers des cycles économiques et financiers extrêmes. Notre unique mission est de produire des rendements pour ceux qui nous ont confié la gestion de leurs fonds. Tous nos employés investissent dans des fonds Canso pour assurer une harmonisation parfaite de Canso avec ses clients.

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.*

*Conordonnées:*

*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*

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 aet 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'ESPÈCE". NI ICE, NI SES SOCIÉTÉS AFFILIÉES, NI LEURS FOURNISSEURS DE DONNÉES EXTERNE NE SERONT RESPONSABLES ENVERS TOUT USAGER OU TOUTE AUTRE PERSONNE, POUR L'INTERRUPTION, L'INEXACTITUDE, LES ERREURS OU LES OMISSIONS, QUELLE QUE SOIT LA CAUSE, EN REGARD DE TOUT RENSEIGNEMENT FOURNI PAR ICE OU POUR TOUT DOMMAGE EN RÉSULTANT. En aucun cas ICE ou ses sociétés affiliées, leurs employés, dirigeants, administrateurs ou agents n'assumeront quelque responsabilité que ce soit envers toute personne ou entité, en lien ou découlant de ces analyses des renseignements ou des indices contenues aux présentes.

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.