



Infolettre sur les obligations de sociétés

Jun 2019

Allume-moi

L'été arrive et la vie ne pourrait être meilleure pour certaines personnes: les partisans des Raptors de Toronto, les finissants du Collège Morehouse et le rocker vieillissant Mick Jagger, pour n'en nommer que quelques-uns. L'avenir est décidément moins brillant pour la première ministre britannique Theresa May, l'avocat Michael Avenatti et les Blue Jays, une autre équipe professionnelle de Toronto.

Les blues de l'été

L'arrivée de l'été rend habituellement tout le monde de meilleure humeur, peu importe l'état des marchés. Une bière froide et un barbecue sont de délicieux pansements sur des portefeuilles écorchés. Cette année, le printemps a apporté un sentiment décidément plus morose, avec les professionnels des marchés annonçant une récession imminente si des réductions de taux d'intérêt ne sont pas effectuées rapidement. Le changement de sentiment dans les marchés financiers ces derniers douze mois n'est rien de moins qu'ahurissant.

Les munitions de Washington

Les marchés américains prédisent maintenant des réductions imminentes en 2019, légitimant les récents commentaires de la Réserve à propos des scénarios économiques pour justifier une baisse des taux d'intérêt. Ces mesures stimulantes, discutées en contexte de force économique aux États-Unis, sont signe de l'époque unique que nous traversons. Le PIB aux États-Unis a monté d'un solide 3,1% au cours du premier trimestre de 2019 (au Canada: 1,6%), avec un taux de chômage se situant à un faible 3,6% (au Canada: 5,4%). Avec les élections présidentielles dans plus d'un an, le Président et son groupe éclectique d'économistes réprimandent constamment le président de la Réserve M. Powell, à propos de la politique de taux d'intérêt du FOMC, réclamant des réductions de taux d'intérêt dans une quête ouverte pour un second mandat.

S'occuper de ses affaires

Les prophètes de malheur prétendent que des taux d'intérêt plus faibles feront en sorte d'éviter une autre récession imminente. Une récession découlant d'une politique trop restrictive de la Réserve, selon eux. Le fait qu'une diminution des taux d'intérêt propulsera les marchés boursiers plus haut n'est qu'une conséquence positive et non le motif principal, soutiennent-ils.

À long terme

La loi sur la Réserve fédérale de 1913 créait la Banque centrale américaine. La législation subséquente en 1933 et 1935 établissait le Comité fédéral de l'Open Market (FOMC) et spécifiait trois buts spécifiques à la politique monétaire. Par l'entremise de la gestion des taux d'intérêt à court terme et les ajustements de la disponibilité et du coût du crédit, la Réserve allait tenter d'atteindre le plein-emploi, une stabilité des prix et des taux d'intérêt modérés à moyen et long terme. On comprenait que ces objectifs de la Réserve de créer de la prospérité à long terme pouvait s'opposer aux aspirations à court terme de certains politiciens. Le fait que le mandat du gouverneur de la Réserve soit de 14 ans, comparativement au mandat de 4 ans du président, souligne la tension entre les bureaucrates et les politiciens.

Ne me fais pas tomber

La définition de prix stables a évolué au cours du 20^e siècle jusqu'à l'objectif dorénavant largement accepté de hausses annuelles des prix de 2.0%. L'argument étant que des prix stables permettent aux consommateurs et aux entreprises d'effectuer des décisions d'achat et de placement rationnelles et éclairées. La politique monétaire suppose que la Réserve puisse utiliser les outils de taux d'un jour, d'acquisitions sur le marché libre et à l'extrême, certains mécanismes considérés

Suite

pertinents, incluant l'assouplissement quantitatif, la hausse des taux d'intérêt pour contrôler l'inflation ou la baisse des taux d'intérêt pour stimuler l'inflation.

Trois facteurs potentiels d'augmentation du taux d'inflation existent aux États-Unis à l'heure actuelle:

1. **Commercial:** Les tarifs associés au conflit de l'administration avec la Chine présagent des prix plus élevés pour les entreprises et consommateurs américains, ce qui alimente directement l'inflation des prix à la consommation.
2. **Fiscal:** Le Bureau du budget du Congrès estime que le déficit annuel du gouvernement américain dépassera un billion de dollars par année pour les prochain dix ans. La dette publique aux États-Unis devrait doubler dans les dix prochaines années. Ce déficit budgétaire stimule l'économie américaine et est inflationniste.
3. **Monétaire:** La Réserve fédérale est assiégée par un président qui voit sa réélection comme découlant d'une baisse des taux d'intérêt et un marché boursier en plein essor. Or, de plus faibles taux d'intérêt causent de l'inflation.

Une hausse de l'inflation s'avérerait elle-même négative pour les placements à revenu fixe et plus particulièrement ceux à longue durée. L'effet direct d'une inflation plus élevée se ferait ressentir au Canada et dans les marchés financiers à travers le monde.

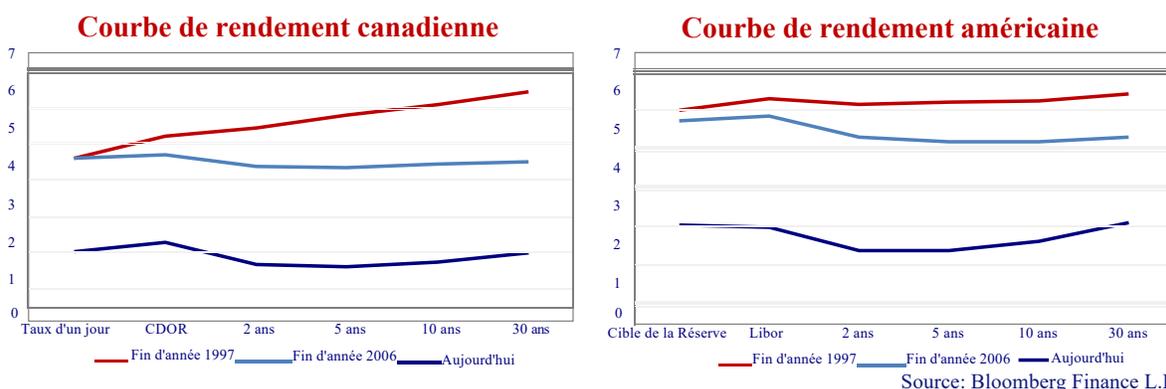
Deux sur trois n'est pas si mal

Pris isolément, toutes les positions politiques ci-dessus causent de l'inflation. L'effet combiné du commerce inflationniste et des politiques fiscales est gérable lorsque des politiques monétaires suffisamment strictes sont en place. Pris toutes ensemble, ces trois politiques créent un cocktail mortel pour les titres à revenu fixe à plus longue durée.

Si la Réserve décide d'effectuer des réductions de taux d'intérêt, ce n'est qu'une question de temps avant que l'inflation n'augmente au-delà de son seuil actuel de 2% de manière significative. Bien que la Réserve contrôle les taux directeurs, les marchés financiers déterminent les taux provenant de la courbe de rendement. Une inflation galopante pourrait faire monter les taux à plus long terme de façon dramatique. Achèteriez-vous une obligation du Trésor de 30 ans avec un rendement de 2,6% si l'inflation se situait à 3,0% ou plus?

On ne nous fera pas le même coup deux fois

Les économistes et experts pointent l'inversion de la courbe de rendement comme une indication claire de l'imminence d'une récession. La courbe de rendement est une chose. Au Canada les taux de l'obligation gouvernementale de 5 ans sont plus faibles que le CDOR, l'indice de référence canadien des titres à taux variable et aux États-Unis, les taux de l'obligation gouvernementale de 10 ans sont plus faibles que celui du LIBOR, l'indice de référence américain des titres à taux variable.



Le graphique ci-dessus illustre les courbes de rendements canadiennes et américaines à la fin de l'année 1997, juste avant la Crise de la dette russe, à la fin de l'année 2006, juste avant la Crise du crédit et aujourd'hui. Fait important, malgré l'inversion dans les titres à plus courte échéance, la courbe de rendement est en pente positive au Canada de 5 ans à 30 ans et aux États-Unis, de 2 à 30 ans. Remarquons que les courbes sont plus abruptes entre les obligations de 10 ans et 30 ans, soit 25 pb au Canada et 48 pb aux États-Unis.

Suite

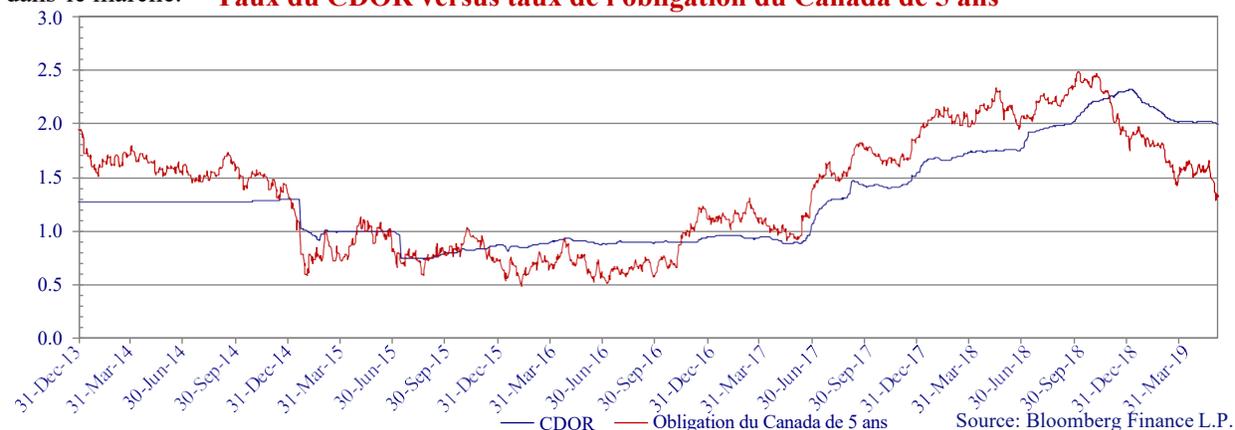
Il n'est pas plus évident aujourd'hui que ce ne l'était en 1997 ou en 2006 qu'une récession est inévitable ou qu'un effondrement est imminent. Il est clair cependant que si une récession est imminente, la Banque du Canada et la Réserve disposent de moins de latitude pour diminuer les taux d'intérêt en vue de stimuler la croissance. Si l'on se fie à la pente positive des courbes canadiennes et américaines, il est également clair que les marchés sont inquiets de la trajectoire à venir de l'inflation.

Ça goûte mauvais et ça fonctionne

Les portefeuilles de Canso incluent des obligations à taux variable de qualité supérieure. Dites à n'importe qui que vous "*achetez des trucs bon marché*", des "*anges déchus*" ou des "*situations spéciales*" et ceux-ci approuveront invariablement. Mais dites plutôt que vous préférez acheter des obligations à taux variable de qualité supérieure et leur visage se crispe comme s'ils venaient d'avaler une cuillerée de sirop pour la toux Buckley. Les titres à taux variable de qualité supérieure sont possiblement les "*placements valeur*" les moins compris de nos portefeuilles Canso, mais ce sont également les plus importants.

Il est vrai que les rendements totaux des titres à taux variable de qualité supérieure dans nos portefeuilles sont plutôt modestes. Ceci dit, ils constituent la meilleure défense contre le risque de perte de capital, lié à une hausse d'inflation et son impact sur les actifs à plus long terme. Ils procurent de plus un revenu, de la préservation de capital et un actif vendable en cas d'accentuation de la courbe ou d'un élargissement des primes de crédit, qui donneraient ouverture à des opportunités ailleurs dans le marché.

Taux du CDOR versus taux de l'obligation du Canada de 5 ans



Chez Canso, nous adoptons une approche d'analyse fondamentale à valeur profonde, à l'aide d'un processus de type ascendant et à valeur relative. Les comparaisons de valeur relative déterminent si un placement se qualifie pour être intégré au portefeuille. Nous constatons de la valeur dans les titres à taux variable. Le graphique ci-dessus illustre le taux variable du CDOR, comparé au taux du coupon fixe de l'obligation du Canada de 5 ans, deux des indices de référence des marchés de crédit au pays. La parité et parfois l'écart positif entre le taux du CDOR et celui de l'obligation du Canada de 5 ans au cours des dernières années, rendent les titres à taux variable plus intéressants que ceux à taux fixe pour des crédits similaires.

À noter que les titres à taux variable détenus chez Canso ne comptent aucun emprunt à effet de levier. Ces derniers portent une notation de qualité inférieure et font l'objet d'une discussion un peu plus loin dans cette infolettre. En contexte de faibles taux avec des primes de risque serrées, les taux variables de qualité supérieure s'avèrent une alternative convaincante aux actifs à faibles rendements, à risque plus élevé et de plus longue durée, ainsi qu'aux emprunts à effet de levier, beaucoup plus risqués.

Six mois à bord d'un navire en difficulté

Les taux sont substantiellement plus faibles au Canada et aux États-Unis ces trois derniers trimestres. Les marchés de crédit se sont avérés instables au cours de cette période. Les primes de risque sont plus serrées qu'à la fin de l'année, plus grandes qu'il y a un an et encore plus large qu'à la suite des resserrements d'après la Crise du crédit. Ces simples énoncés contredisent la nature instable des écarts de crédit depuis le 4T 2018. Par exemple, les écarts des titres à rendement élevé ont monté ou descendu d'une moyenne de 60 pb par mois depuis octobre 2018. Les marchés de crédit ne sont pas pour les coeurs fragiles et les primes de risque en dents de scie continuent de tester la conviction des investisseurs. Que doivent-ils donc faire? S'accrocher, doubler la mise ou abandonner le navire?

Suite

	31 mai 2019	Max	Min	Avg	Moy. à long terme	Il y a 1 mois	Fin d'année	Il y a 12 mois	Res. après la crise du crédit
Écarts des indices des obligations de sociétés canadiennes									
Qualité supérieure	125	400	24	112	13	0	-24	12	27
A	116	416	17	113	3	2	-24	16	30
A - Long terme	154	383	40	143	11	0	-22	12	26
BBB	162	502	53	165	-3	0	-29	24	38
BBB- Long terme	220	497	105	220	0	2	-24	14	28
Rendement élevé	388	1554	200	553	-165	22	-50	37	64
Provincial	61	104	18	50	11	2	-12	6	11
Écarts des indices des obligations de sociétés aux États-Unis									
Qualité supérieure	135	641	54	156	-21	18	-24	13	44
A	105	587	50	131	-26	15	-19	7	33
A - Long terme	145	496	61	154	-9	17	-15	7	39
BBB	171	766	74	201	-30	21	-31	17	54
BBB- Long terme	233	622	84	221	12	26	-23	24	65
Rendement élevé	459	1988	246	561	-102	86	-74	96	131
BB	294	1396	144	370	-76	68	-66	40	98
B	504	1862	241	554	-50	94	-70	117	167
CCC	993	3670	423	1152	-159	164	-111	271	354
Écarts des indices des obligations de sociétés européennes									
Qualité supérieure	129	434	21	112	17	19	-25	10	54
Rendement élevé	446	2226	189	624	-178	65	-76	66	192

Source: ICE BofAML Indexes

Chez Canso, nous assumons un risque lorsque le jeu en vaut la chandelle. Le cycle de crédit offre constamment des opportunités. Notre travail consiste à acquérir des positions avec grande conviction lorsqu'elles se présentent et d'éviter les titres onéreux en vogue favoris des marchés.

Regardez ci-dessous

Une grande attention a été portée et beaucoup d'encre a coulé à propos de l'augmentation de l'endettement et de l'érosion correspondante de la qualité du crédit des entreprises américaines. Dans le graphique ci-dessous, nous vous démontrons une preuve de croissance dans le segment des titres à notation BBB du marché de crédit.



Suite

Le graphique illustre le pourcentage de titres à notation BBB dans les marchés de qualité supérieure au Canada et aux États-Unis, en fonction de la valeur nominale. Au Canada, les titres BBB constituent un pourcentage record de 42,8% du marché obligataire de qualité supérieure. Aux États-Unis, ce pourcentage a augmenté à 50,1% à la fin de l'année 2018, marquant la première fois où les BBB constituaient la majorité de l'univers des titres de qualité supérieure.

Viens te baigner, l'eau est bonne

Le tableau ci-dessous combine les indices ICE BofAML U.S. de qualité supérieure et à rendement élevé. Il confirme que le segment BBB constitue la portion la plus importante du marché de crédit aux États-Unis et que dans ce segment, la catégorie BBB+ est la plus grande et BBB-, la moins importante.

	2015		2016		2017		2018		2019	
	Valeur nominale	% du marché								
Qualité supérieure	\$5,272,261	79.72%	\$5,679,441	81.39%	\$6,121,081	82.67%	\$6,386,444	83.84%	\$6,552,714	84.44%
AAA	\$75,060	1.13%	\$88,534	1.27%	\$112,207	1.52%	\$105,057	1.38%	\$102,057	1.32%
AA	\$606,597	9.17%	\$655,447	9.39%	\$552,699	7.46%	\$595,193	7.81%	\$601,674	7.75%
A	\$2,164,544	32.73%	\$2,256,410	32.34%	\$2,548,869	34.42%	\$2,458,153	32.27%	\$2,568,624	33.10%
BBB	\$2,426,061	36.69%	\$2,679,050	38.39%	\$2,907,307	39.27%	\$3,228,040	42.38%	\$3,280,359	42.27%
BBB1	\$941,879	14.24%	\$1,068,932	15.32%	\$1,132,299	15.29%	\$1,300,820	17.08%	\$1,377,618	17.75%
BBB2	\$809,516	12.24%	\$887,474	12.72%	\$1,002,137	13.53%	\$1,119,731	14.70%	\$1,088,056	14.02%
BBB3	\$674,666	10.20%	\$722,644	10.36%	\$772,871	10.44%	\$807,489	10.60%	\$814,685	10.50%
Rendement élevé	\$1,340,940	20.28%	\$1,298,269	18.61%	\$1,283,185	17.33%	\$1,231,284	16.16%	\$1,207,107	15.56%
BB	\$595,041	9.00%	\$617,151	8.84%	\$587,476	7.93%	\$572,343	7.51%	\$562,590	7.25%
B	\$517,702	7.83%	\$469,252	6.73%	\$497,491	6.72%	\$495,517	6.50%	\$486,157	6.27%
CCC	\$227,205	3.44%	\$210,108	3.01%	\$196,153	2.65%	\$163,424	2.15%	\$158,360	2.04%
D	\$992	0.02%	\$1,758	0.03%	\$2,065	0.03%	\$0	0.00%	\$0	0.00%
Grand Total	\$6,613,202	100.00%	\$6,977,710	100.00%	\$7,404,266	100.00%	\$7,617,727	100.00%	\$7,759,821	100.00%

Source: Indices ICE BofAML

Les synthèses à propos de la croissance du marché BBB et la menace posée par les déclassements dans les segments à notation plus faible font fi des sous-catégories du segment BBB. Ces synthèses supposent que les obligations de sociétés BBB+ seront déclassées à un niveau de qualité inférieure, comme c'est le cas des BBB-, mais ce n'est pas le cas.

Qui plus est, alors que le segment BBB constitue 42,3% du marché global de crédit aux États-Unis, comparativement à 36,7% en 2015, la catégorie BBB- se situe à 10,5%, ce qui est virtuellement le même pourcentage qu'en 2015. La catégorie BBB aux États-Unis est 5,8 fois plus importante que le segment BB du marché à rendement élevé. Ce qui nous apparaît encore plus pertinent est le fait que la catégorie BBB- n'est que 1,4 fois plus importante que la catégorie BB. Selon nous, l'accumulation de BBB n'est pas une menace aussi inquiétante au marché à rendement élevé que les manchettes ne le suggèrent.

Accrochez-vous, du secours est en route

D'expérience, le déclassé d'obligations de sociétés notées BBB vers des titres à rendement élevé, appelé "déclassé croisé", peut s'avérer préjudiciable ou pas du tout. L'impact dépend d'une variété de facteurs, dont le moment où survient le déclassé dans le cycle de crédit, la nature des titres d'emprunts déclassés, ainsi que le déséquilibre dans l'offre et la demande à l'intérieur du marché à rendement élevé au moment du déclassé.

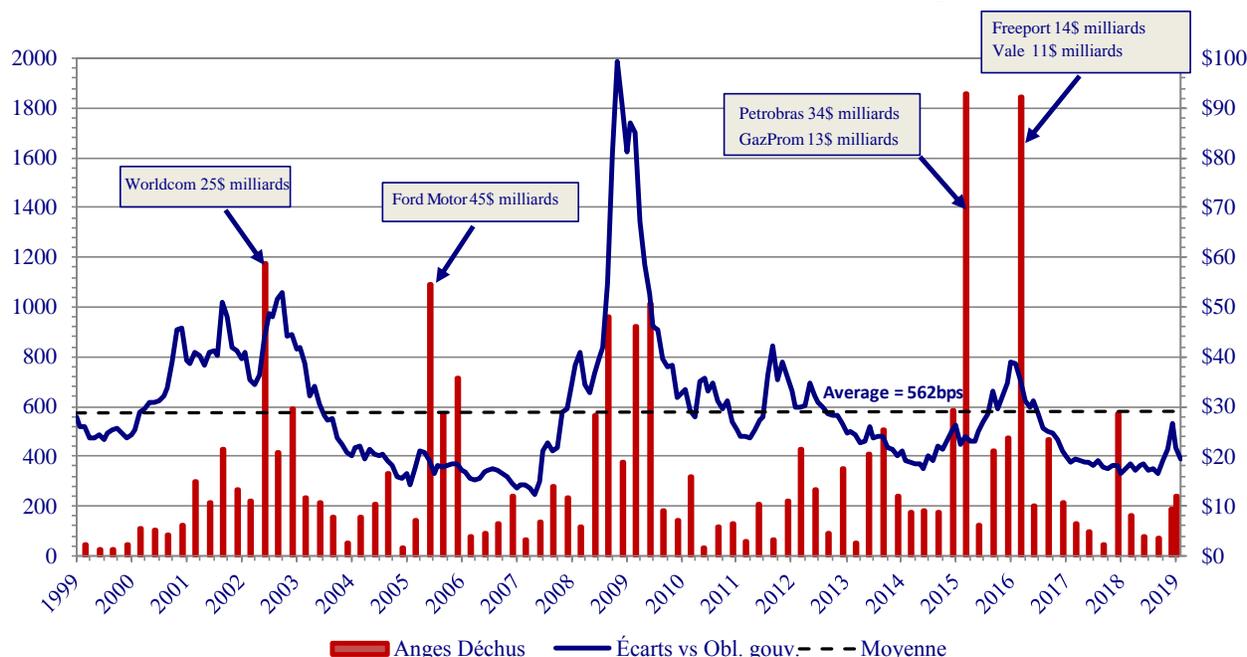
Le graphique de la page suivante illustre l'écart de l'indice à rendement élevé aux États-Unis, comparé aux volumes de déclassements d'Ange Déchu ou de sociétés de qualité supérieure ayant été déclassées à une notation de qualité inférieure. Depuis 1999, des Ange Déchus sont constitués en moyenne à hauteur de 15,7\$ milliards chaque trimestre. D'importants déclassements croisés n'ont pas toujours coïncidés par le passé avec un élargissement des écarts de crédit.

En mai 2002, le titre d'emprunt de 25\$ milliards de Worldcom Inc. fût déclassé à BB. Le déclassé de Ford Motor Company en juin 2005 a touché 45\$ milliards des titres d'emprunts de Ford. Au moment du déclassé, l'obligation de Worldcom et celle de Ford représentaient 6,7% et 7,5% du marché à rendement élevé et 17,6% et 19,4% du segment BB du marché à rendement élevé. Dans les deux cas, les écarts de crédit ont effectué une reprise peu après. Au 1T 2016, 92\$ milliards de titres ont été déclassés à une qualité inférieure et les écarts se sont élargis subséquemment, alors qu'en 2016, les écarts se sont resserrés.

Il est intéressant de noter que depuis mars 2016, la valeur nominale du marché obligataire à rendement élevé a diminué de 173\$ milliards. Le recul du marché obligataire de qualité inférieure a été plus que compensé par l'expansion du marché des prêts à effet de levier aux États-Unis. Nous sommes d'avis que le marché à rendement élevé a encore la capacité d'absorber tout déclassé substantiel d'obligations BBB.

Suite

Écarts des indices à rendement élevé aux É.-U. vs Anges Déchus



Source: Indices ICE BofAML

Vous croyez avoir des problèmes aux États-Unis?

Au Canada, la portion BBB de l'indice à rendement élevé ICE BofAML aux États-Unis est passée de seulement 5,1% du marché en 1996 à 42,8% aujourd'hui.

	31 décembre 2015		31 décembre 2016		31 décembre 2017		31 décembre 2018		31 mai 2019	
	Valeur nominale	% marché								
Qualité supérieure	\$391,764	97.04%	\$399,439	97.51%	\$424,798	97.72%	\$431,409	97.65%	\$438,938	98.22%
AAA	\$13,878	3.44%	\$14,611	3.57%	\$11,051	2.54%	\$8,669	1.96%	\$6,363	1.42%
AA	\$93,947	23.27%	\$92,937	22.69%	\$43,528	10.01%	\$98,833	22.37%	\$93,278	20.87%
A	\$135,752	33.63%	\$133,850	32.68%	\$199,612	45.92%	\$147,788	33.45%	\$147,675	33.04%
BBB	\$148,187	36.71%	\$158,042	38.58%	\$170,607	39.24%	\$176,118	39.87%	\$191,622	42.88%
BBB1	\$76,396	18.92%	\$85,885	20.97%	\$89,780	20.65%	\$101,284	22.93%	\$119,435	26.72%
BBB2	\$53,095	13.15%	\$57,786	14.11%	\$61,593	14.17%	\$56,891	12.88%	\$45,220	10.12%
BBB3	\$18,696	4.63%	\$14,371	3.51%	\$19,234	4.42%	\$17,943	4.06%	\$26,968	6.03%
Rendement élevé	\$11,951	2.96%	\$10,192	2.49%	\$9,925	2.28%	\$10,365	2.35%	\$7,965	1.78%
BB	\$6,967	1.73%	\$6,877	1.68%	\$7,210	1.66%	\$8,080	1.83%	\$6,180	1.38%
B	\$4,509	1.12%	\$2,575	0.63%	\$2,440	0.56%	\$2,285	0.52%	\$1,785	0.40%
CCC	\$475	0.12%	\$740	0.18%	\$275	0.06%	\$0	0.00%	\$0	0.00%
Grand Total	\$403,715	100.00%	\$409,631	100.00%	\$434,723	100.00%	\$441,774	100.00%	\$446,903	100.00%

Source: Indices ICE BofAML

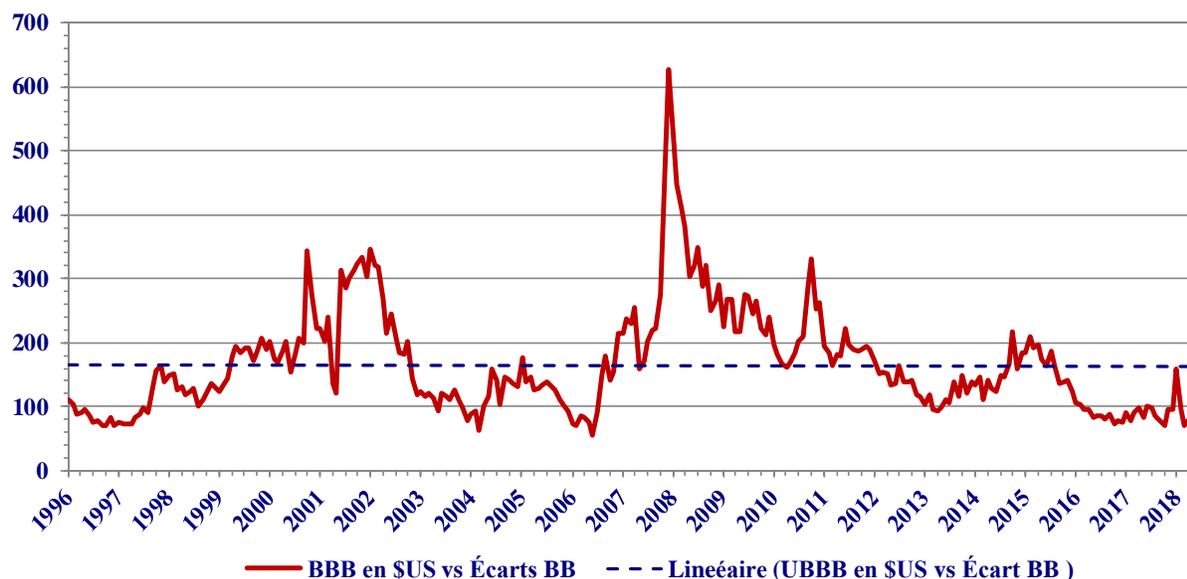
Ce qui distingue le marché obligataire canadien de celui des États-Unis est l'absence d'un marché à rendement élevé bien développé. Le segment des BBB au Canada est 24 fois plus important que l'ensemble du marché canadien à rendement élevé et la catégorie BBB- est 4,5 fois la taille de la portion BB de l'indice à rendement élevé en \$CAN. Au Canada, un déclassement d'une portion importante de titres d'emprunt BBB aurait un impact significatif sur le marché canadien à rendement élevé.

“Je ne vois rien, je ne sais rien”

Si un désastre se prépare, le marché à rendement élevé aux États-Unis semble en être parfaitement inconscient. Pour reprendre les paroles célèbres du sergent Schultz dans *Hogan's Heroes fame*: “Je ne vois rien, je ne sais rien”. L'écart entre les sociétés notées BBB aux États-Unis et celles qui sont notées BB se situait à 123 pb, en progression vers la moyenne à long terme de 166 pb.

Suite

BBB en \$US versus écarts de titres de sociétés BB



Source: Indices ICE BofAML

Donc, soit les BBB sont abordables ou les BB sont onéreuses. Les obligations BBB sont 21pb vers les moyennes à long terme, alors que les BB sont 76 pb vers les moyennes à long terme. Ainsi, nous sommes d'avis que les BB sont onéreuses, tout comme le reste du marché à rendement élevé aux États-Unis.

“Euh, excusez-moi...juste une chose encore”

En 2019, le Conseil de stabilité financière, présidé par Randall Quarles, lequel est également vice-président de la Réserve fédérale, a débuté une enquête dans le marché des prêts à effet de levier et particulièrement sur le rôle des obligations structurées adossées à des emprunts dans ce marché. Le CSF, la Réserve fédérale et le Congrès américain questionnent également les intervenants du marché des prêts à effet de levier.

Nous avons fréquemment souligné les risques associés au marché des prêts à effet de levier dans le cadre de cette infolettre. Les inquiétudes de Canso à propos de ce marché sont principalement les suivantes:

- Érosion systématique des protections dans les engagements, plus spécifiquement:
 - L'élimination de clauses restrictives (appelées "à faible engagement").
 - Autorisation plus élevée de levier garanti ou global.
 - Exagération d'ajustements du BAIIA pro forma.
 - Clauses plus indulgentes de restrictions de paiement.
 - Exclusions de titres flexibles.
- La réduction des primes de risque découle d'achats sans discernement d'obligations structurées adossées à des emprunts (levier sur levier) et des véhicules de placement passifs (investisseurs de détail).
- De plus faibles taux de récupération que lors de récessions précédentes sont à prévoir, compte tenu de l'érosion des engagements décrit un peu plus haut.
- Croissance rapide du marché, alimentée par la prolifération des obligations structurées adossées à des emprunts et des produits structurés.
- Décalage des liquidités entre les fonds offrant aux investisseurs une liquidité de t+2, comparé aux actifs de l'emprunt qui se négocient à t+7. La plomberie des marchés est archaïque et ne convient pas aux marchés en évolution rapide et aux véhicules de placement contre remboursement.
- Les agents bancaires ne conservent qu'une exposition faible à nulle aux prêts octroyés, réduisant les incitatifs à négocier des engagements plus stricts ou de meilleurs prix.

Ces dernières années se sont avérées probablement les meilleures de toute l'histoire pour les emprunteurs corporatifs. Ces derniers ont bénéficié d'écart de crédit plus faibles, avec peu de restrictions *Suite*

imposées par des prêteurs peu perspicaces pressés "d'être investis". Le marché peut être mieux décrit comme le faible crédit adore les faibles engagements. Or, tout ça se terminera mal. Nous croyons que ces investisseurs sont sur le point de vivre les durs contrecoups de leurs décisions dans leurs portefeuilles.

Nous n'allons pas le prendre

Selon nous, les prêteurs ne sont pas compensés pour le risque assumé dans le marché des prêts à effet de levier. Les investisseurs de détail se font vendre une bonne histoire - des actifs à taux variable (sans risque de durée), une garantie de premier rang (premier prêteur à être payé si les choses tournent mal, donc un bon taux de recouvrement) et 4-6% de rendement (possiblement plus haut), en contexte de faibles taux d'intérêt.

Tout cela semble beau en surface, une véritable manne providentielle, mais en creusant plus loin l'on s'aperçoit que c'est trop beau pour être vrai. Éventuellement, l'heure de vérité sonnera pour les émissions décrites ci-dessus et les investisseurs en paieront le prix. À ce moment-là, ce sera une excellente opportunité de participer dans le marché des prêts à effet de levier - mais ce n'est pas le cas à l'heure actuelle.

Ça vous est arrivé aussi?

La quête de rendements a dirigé les investisseurs vers les prêts à effet de levier et souvent également vers le marché des placements privés (PP). Les investisseurs semblent prêts à accepter une baisse de liquidité pour des rendements plus élevés: la "prime d'illiquidité". Ils achètent donc des titres dénués de certaines ou de toutes les caractéristiques suivantes:

1. Les obligations de divulgation des sociétés publiques;
2. Notations de crédit;
3. L'inclusion dans les indices;
4. La distribution à un nombre élevé d'acheteurs

Ceci rend ces placements plus difficile à négocier mais ces investisseurs cherchent des écarts plus élevés que ceux qui ne sont disponibles dans le marché public et ultimement, au-dessus des rendements boursiers.

De la longue expérience de Canso, les primes des PP, comparativement aux émissions publiques similaires varient de 0 à 0,5% (50 pb), selon les conditions des marchés. Parfois, les PP offrent une valeur exceptionnelle pour ceux qui possèdent l'expertise d'évaluer adéquatement le risque, d'autres fois, ce n'est pas le cas. Récemment, nous constatons de la "*modélisation financière*" plus agressive dans des investissements traditionnels de qualité supérieure, pour justifier des écarts plus serrés.

Comment cela se produit-il? Dans le cas de plus importants PP, les émetteurs travaillent souvent avec un petit groupe de sociétés d'assurance. Ces dernières allouent un budget pour des placements privés à chaque début d'année et ces fonds sont déployés au cours de l'année. Selon la taille de la société d'assurance, les budgets pour des PP et la disponibilité d'un produit, le déséquilibre entre l'offre et la demande peut ronger ou effacer tout différentiel entre le marché public et les écarts des PP.

Nous constatons de plus en plus "d'idées chimériques d'investissement" au cours des dernières années et ainsi, nous avons réduit nos acquisitions de nouvelles émissions de PP. Dans une certaine mesure, les départements des sociétés d'assurance s'occupant des PP sont des acheteurs sans discernement, puisqu'ils cherchent à dépenser leur budget alloué. Ce n'est pas différent du phénomène des acheteurs d'obligations structurées adossées à des emprunts des marchés de prêts à effet de levier. Il en résulte de meilleurs prix et modalités pour les emprunteurs et une baisse de prime pour les acheteurs.

“Vous n'êtes pas d'ici n'est-ce pas?”

Le 5 mars, Larry Culp, PDG de General Electric, a déclaré que l'unité industrielle de la société allait produire des flux de liquidité négatifs en 2019. Ce commentaire a provoqué des notes d'inquiétude chez les analystes de Wall Street et des manchettes négatives des médias. Les nouvelles de Bloomberg annonçaient que "*GE chute encore, mettant en péril la reprise du nouveau PDG.*" (Traduction)

"Chute" et "péril" sont des termes qui attirent l'attention mais qui ne s'approchent pas de la réalité de GE, telle que nous la connaissons. Que les annonces et commentaires effectués par la direction de l'une des sociétés les plus suivies et analysées soient traités comme une révélation imprévisible nous abasourdit.

Au cours de son bref mandat, Larry Culp a constamment souligné les expositions et risques de GE, tout en mettant de l'avant une stratégie pour y répondre à l'avantage des actionnaires de GE. Il semble que l'Amérique et plus particulièrement, Wall Street, n'ait plus le temps d'avoir l'heure juste.

Faire fonctionner tout ça

Chez Canso, les mots "chute" et "péril" des manchettes de Bloomberg ne nous ont pas tracassé. Nous n'avons pas célébré lorsqu'en date du 31 janvier, GE a annoncé la vente d'une portion de son entreprise de soins de santé pour 21\$ milliards, soit l'équivalent de près de 1/3 de la dette industrielle de GE et du passif non capitalisé de son régime de pension. Restructurer une entreprise de la taille et l'ampleur de GE exigera du temps et de l'énergie considérable. Le fait d'évaluer adéquatement les mérites d'entreprises telles que GE requiert une dépense équivalente de temps et d'énergie. De l'investissement éclairé découle d'une analyse rigoureuse et non de réactions émotionnelles.

GE ne deviendra pas un titre boursier chéri du jour au lendemain. Le remboursement éventuel du capital et des intérêts exige que GE demeure viable et non pas parfaite. Les entreprises principales d'aviation, de finance, de soins de santé et d'énergies renouvelables de GE produisent des résultats solides. Des mesures de ventes d'actifs, de scissions, de baisses de dividendes, de réductions de passifs et une attention méticuleuse à ranimer l'entreprise énergétique ont toutes été annoncées et sont en cours. L'encaisse de la société et son crédit disponible s'approche de 50\$ milliards.

M. Culp planifie transformer GE en une société plus épurée et efficace avec des paramètres de crédit qui s'apparentent à une notation de crédit "A". Ceci ne se produira pas de façon linéaire et il y aura des annonces négatives et positives en cours de route. Les fluctuations brutales des évaluations des marchés boursiers et de crédit quant au titre de GE au cours des derniers 8 mois prouvent une fois de plus la raison d'être de Canso, soit l'inefficience des marchés.

Je suis maître de mon destin

L'approche de Canso conserve la flexibilité d'investir dans toute la gamme du crédit, incluant les titres non cotés, lorsque le risque en vaut la chandelle. Un investisseur peut également bénéficier de placements dans un titre sous différentes formes, que ce soit une obligation, un titre d'emprunt, à taux fixe ou variable, à court ou à long terme, feuille d'érable ou euro, des structures avec ou sans amortissement.

Cette flexibilité permet aux investisseurs d'exploiter les inefficiences des marchés de crédit lorsqu'elles sont présentes et d'éviter ou de réduire l'exposition aux titres onéreux lorsque les marchés s'emballent. Le pire scénario est d'avoir le mandat d'acheter quelque chose que l'on sait onéreux - par exemple, des titres à rendement élevé juste avant la Crise du crédit.

Protégez-moi

Les graphiques et tableaux nous fournissent une vue d'ensemble des marchés. Ce qu'ils ne nous disent pas, c'est quels titres individuels on doit acheter. Notre approche de sélection de titres à valeur relative continue de nous diriger vers les émissions de plus grande qualité et à taux variable. Nous trouvons encore de la valeur dans certaines situations spéciales et c'est pourquoi nous détenons toujours certaines obligations de qualité inférieure. Par ailleurs, la perspective des titres à long terme cotés BBB peut sembler bonne mais les écarts historiques suggèrent que les écarts se rétréciront davantage. Nous croyons toujours que les prêts à effet de levier comportent peu de valeur. Nous sommes en attente d'une vague de ventes de désespoir, qui surviendra sans doute lorsque les investisseurs en panique voudront retirer leur argent des FNB de prêts bancaires indexés et fonds communs de placement.

Chez Canso, si le risque en vaut la chandelle, nous l'assumons. Puisque les risques sont élevés et que la compensation est faible, nous sommes heureux de nous tourner vers une qualité supérieure. Le rendement additionnel des titres de crédit de plus faible qualité ne vaut pas le risque de perte qui y est associé.

Nous préférons prévenir maintenant, que guérir plus tard.

Comme toujours, nous apprécions votre intérêt et votre support.

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

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 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.