



Une lettre de notre président et directeur des investissements

Mars 2020

Chers clients et amis de Canso,

Compte tenu des événements entourant la pandémie du COVID-19 et la turbulence des marchés financiers, nous tenions à vous assurer que nous prenons cette urgence médicale très au sérieux et ce, depuis un certain temps déjà. Nous souhaitons également vous informer que nos bureaux demeurent ouverts, que nos opérations d'investissements fonctionnent bien et que nous identifions de superbes valeurs dans les marchés.

Nous avons déjà vécu une situation de pandémie dans le passé. Vous vous souvenez sûrement que Richmond Hill était l'un des secteurs les plus touchés par le SRAS en 2003. Un patient avait été transféré d'un hôpital de Scarborough à Mackenzie Health à Richmond Hill avant d'être testé positif pour le SRAS. L'une de nos collègues, Gail Mudie, siégeait au conseil d'administration de Mackenzie Health à l'époque et était sur place pour une rencontre lorsque le patient se trouvait à l'hôpital. Gail s'était alors vu imposer une quarantaine volontaire. Plusieurs membres de la famille de notre personnel qui avaient également visité cet hôpital s'étaient également vu mettre en quarantaine volontaire.

Tous les membres de notre personnel lors de l'épidémie du SRAS sont toujours chez Canso, alors nous étions en mesure de bien comprendre l'incidence que le COVID-19 pourrait avoir sur nos opérations dès que les premiers cas ont été rapportés. Ainsi, nous avons pu nous préparer adéquatement. Nous avons également la chance de compter certains employés de la région de Hubei en Chine. Ils ont pu nous informer dès le début du mois de janvier qu'il s'agissait d'un problème médical très important, selon les renseignements provenant de leurs familles.



Nous avons mis en place notre plan d'intervention contre la pandémie en janvier. Ce plan met application les mesures suivantes:

- Les employés clés de tous nos secteurs opérationnels sont demeurés à l'extérieur du bureau et ont travaillé à distance sur une base rotative. Ceci, pour nous assurer qu'aucun incident d'infection n'affecterait l'ensemble de notre personnel;
- Les employés présentant des symptômes de grippe doivent rapporter leurs symptômes et demeurer à l'extérieur du bureau. Cette politique s'étend aux employés dont certains membres de leur famille sont malades; et
- Nos rencontres d'investissement se déroulent sur notre système sécurisé de vidéoconférence Cisco Webex, pour s'assurer que tous les membres à l'extérieur du bureau puissent y participer.

Nous continuons de mettre en application notre plan d'intervention contre la pandémie et récemment, nous avons exigé que nos employés non-essentiels travaillent à distance, qu'un nombre restreint de visiteurs ne soit autorisé à nos bureaux et que tout déplacement d'affaires soit limité.

En matière d'investissement, nous avons été très occupés ces derniers jours. Comme vous le savez de nos rapports précédents, nous avons augmenté la qualité dans nos portefeuilles et vendu plusieurs de nos positions de moindre qualité lors des dernières années, alors que les marchés de crédit étaient en force. Ceci signifie que nous avons construit une pondération considérable en titres de toute première qualité et en titres liquides, notamment des obligations sécurisées et des NHA MBS. Avec les liquidations d'actifs "à risque" en raison des craintes liées au COVID-19, nous avons constaté l'émergence de valeurs importantes auprès d'un bon nombre d'émetteurs.

Les marchés se sont avérés très peu liquides, compte tenu du fait que les "market makers" se sont distancés et n'ont conclu d'opérations pour les clients que dans le cadre de placements "agency". Même le marché des bons du Trésor aux États-Unis s'avère peu liquide et ce, malgré les nombreuses annonces et les "accommodements" de la Réserve. Les négociants nous disent que la taille moyenne des opérations dans le marché des bons du Trésor a été réduite à

30\$ millions, puisque ceux-ci tentent toujours de se bâtir une marge substantielle pour se prémunir contre les mouvements adverses des marchés.

Tout ceci crée une situation fort intéressante où de grands mouvements de taux ne représentent pas réellement le consensus des marchés ou encore des prévisions à venir, mais indiquent plutôt une négociation particulière à un moment ayant instabilisé les marchés. À titre d'exemple, jeudi dernier s'est avéré être un jour "d'aversion aux risques", avec une chute record des marchés boursiers et se terminant avec les taux des bons du Trésor à long terme ayant augmenté!

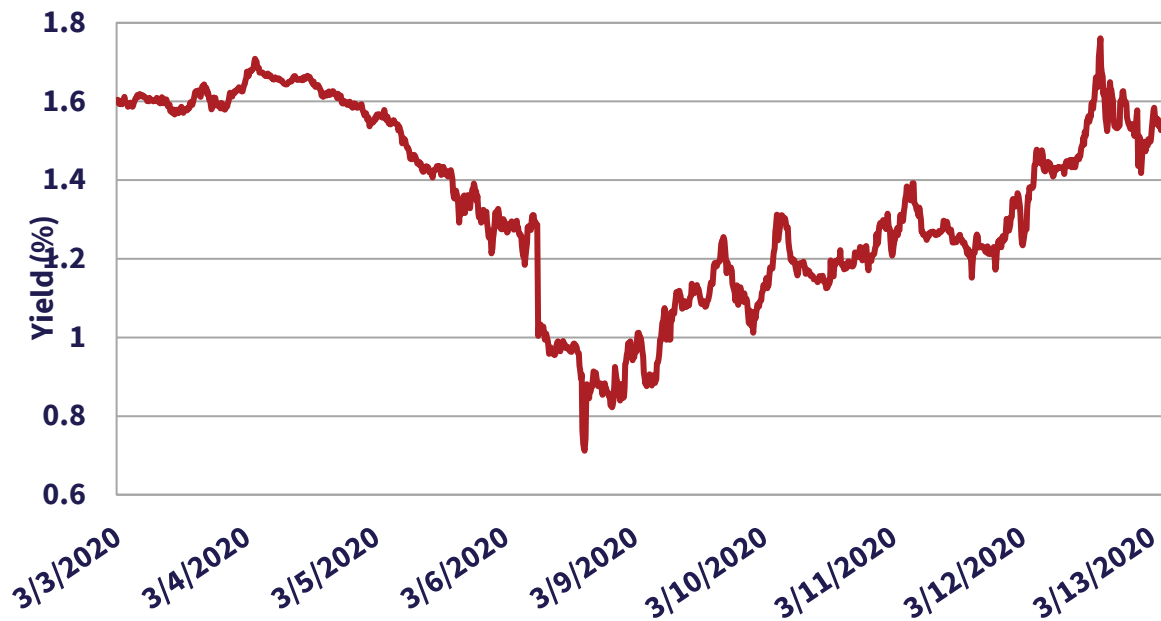
Notre opinion préliminaire à propos des aspects économiques est que la dislocation causée par le COVID-19 crée une sérieuse "poche d'air" tant dans l'offre que dans la demande, qui sera éventuellement évacuée lorsque ces deux aspects seront rétablis et que les choses retourneront à la normale. La chute de la demande en regard des voyages, conférences, restaurants et hôtels nécessitera beaucoup plus de temps à se rétablir, selon la durée des changements des comportements au final. À la suite des événements de 9/11 et du SRAS en 2003, une longue période de temps s'est écoulée avant que les voyages et les divertissements ne retournent aux niveaux d'avant ces crises.

Le marché obligataire à long terme semble effectuer une reprise en raison de la volonté des politiciens à détourner les politiques fiscales et monétaires en fonction de leurs besoins électoraux. Tel que nous l'avons indiqué dans nos dernières infolettres, il nous semble que les politiques fiscales et monétaires conservatrices ont été sacrifiées à l'autel des politiques populistes.

La réponse actuelle des banques centrales à travers le monde face au COVID-19 est la preuve qu'elles sont très politisées et qu'elles estiment que leur priorité est de secourir les marchés financiers de leur propre stupidité et de conserver une surabondance de titres d'emprunt à bon marché de toutes sortes dans la machine économique.

La réponse appropriée à cette situation aurait été de viser des stimulus fiscaux à court terme, tels que des congés rémunérés et des traitements médicaux sans frais pour les individus malades ou en quarantaine, combinés à une assistance aux industries ayant été touchées défavorablement. Ceci dit, il est très difficile de retirer un avantage ou un programme une fois mis en place. Souvenons-nous que les impôts étaient une mesure temporaire des démocraties occidentales pour financer la première guerre mondiale!

30-Year U.S. Treasury



Source: Bloomberg

Le graphique ci-dessus illustre le taux du Bon du Trésor américain de 30 ans qui se situait à 1,5% au moment d'écrire ces lignes. Celui-ci a chuté au niveau aussi faible que 0,71% lundi le 9 mars dernier, alors que la situation du COVID-19 s'empirait. Il est intéressant de constater que depuis, ce taux n'a cessé de monter, puisque les investisseurs obligataires semblent réaliser que les perspectives d'inflation ne sont pas si sombres et que d'autres stimulus fiscaux signifient qu'il n'y a pas d'imminence de pénurie de titres d'emprunt gouvernementaux à long terme. Nous avons été surpris de constater que les taux des Bons du Trésor à long terme ont monté le jour de la chute des marchés boursiers jeudi le 12 mars dernier. Les taux ont ensuite augmenté

davantage vendredi et sont demeurés ainsi, même à la suite de l'annonce de la Réserve qu'elle allait acheter des bons du Trésor à long terme!

Nous devons convenir avec M. Marché à propos des taux des Bons du Trésor à long terme. Il ne nous semble pas qu'un taux de 1,5% soit une bonne affaire, compte tenu du taux d'inflation à 2,4% et du fait que la Réserve vise un taux de 2%. Lorsque les choses retourneront raisonnablement à la "normale" et que la Réserve s'efforcera de plaire aux politiciens, le risque est que le taux d'inflation augmentera et non qu'il diminuera.

Nous tirons parti du peu de liquidité dans les marchés pour acheter des obligations à des écarts de rendements très intéressants. La détresse des marchés fait en sorte de faire chuter le cours de certaines obligations raisonnables de 30-50%. Nous vendons certaines obligations très liquides et de qualité supérieure que nous avons achetées au cours des dernières années pour effectuer ces achats.

Nous trouvons toujours que les marchés sont "difficiles" lorsque nous ne réussissons pas à dénicher de bons investissements à prix raisonnables. À l'inverse, nous identifions de grandes valeurs à l'heure actuelle, alors que la majorité des investisseurs trouve présentement les marchés "difficiles". Nous sommes enthousiastes à l'idée d'ajouter de la valeur considérable dans votre portefeuille dans les jours et les semaines qui suivent!

Si vous avez quelque question que ce soit à propos de notre plan d'intervention contre la pandémie ou de nos activités d'investissement, n'hésitez pas à communiquer avec nous.

Bien cordialement,



John Carswell
Président et directeur des investissements