



L'Observateur des marchés

Avril 2020

Nous sommes tous des indexeurs et des keynésiens

Le premier trimestre de 2020 a pris fin le 31 mars 2020 et ce n'était pas trop tôt pour la plupart des investisseurs. Il est difficile de croire que les marchés boursiers américains avaient atteint de nouveaux sommets en février, alors que l'épidémie de la COVID-19 battait son plein en Chine. Le 23 janvier, les autorités chinoises interdisaient tout accès à Wuhan, l'épicentre de l'éruption de la COVID-19, et le 19 février le S&P 500 atteignait son sommet, soit presque un mois plus tard. Comme l'indique le tableau ci-dessous, en date du 19 février, le S&P 500 avait augmenté de 4,8% et le TSX, de 5,2% depuis le 31 décembre 2019.

	1T 2020	31 déc. au sommet	31 déc. au creux	Sommet au creux	Creux au 31 mars
S&P TSX	-21.6%	5.2%	-34.2%	-37.4%	19.2%
S&P 500	-20.0%	4.0%	-30.7%	-33.9%	15.5%
DJIA	-23.2%	3.5%	-34.9%	-37.1%	17.9%
MSCI AC WI	-21.7%	2.8%	-32.1%	-33.9%	15.2%
Indice obligataire toutes sociétés FTSE Canada	-2.5%	4.8%	-4.0%	-8.4%	1.6%
Indice obligataire global à rendement élevé FTSE Canada	-9.0%	1.9%	-9.9%	-11.5%	1.0%
Indice des obligations de sociétés de QS ICE BofA É.-U.	-4.1%	5.6%	-10.4%	-15.1%	7.0%
Indice à rendement élevé ICE BofA U.S.	-13.1%	1.3%	-20.6%	-21.5%	9.4%

Source: FTSE Global Debt Capital Market Inc., Indices ICE BofA

Personne n'aurait pu prévoir qu'à peine un mois après ce sommet, le S&P serait en chute de plus de 30% et que des secteurs entiers de l'économie américaine seraient fermés pour favoriser la distanciation sociale en raison d'une pandémie. Le tableau ci-dessous ne contient que très peu de chiffres positifs sur les rendements des marchés. Ce n'est pas seulement les autorités mondiales en matière de santé qui ont été prises au dépourvu par la pandémie ; les marchés financiers mondiaux se sont pétrifiés dans une stupeur inactive lorsque leur exubérance d'investisseur a fait place à une peur abjecte et que les ventes ont commencé à déferler en vagues massives.

Nous sommes tous devenus des indexeurs

Nous sommes tous devenus malgré nous des indexeurs, puisque les FNB passifs se sont mis à vendre très activement. Il s'agissait de liquidations sans discernement et d'excellentes sociétés ont sombré avec les insolubles. Comme le disait si bien l'un de nos collègues « *lorsque le panier à salade passe, il ramasse sans distinction les bons fêtards avec les mauvais* ».

À son creux en date du 23 mars, le S&P avait chuté de 34% de son sommet du 19 février. Il a effectué une certaine reprise au cours de la semaine suivante et a clôturé le trimestre au 31 mars en baisse de 20%. C'était il y a 6 jours et les marchés boursiers avaient encore retombé d'un autre 3,7% en date du vendredi 3 avril.

Les obligations de sociétés ont été durement frappées également. L'indice des obligations de qualité supérieure (QS) ICE BofA était en hausse de 5,6% en contexte de baisse des taux obligataires jusqu'au 6 mars et ont ensuite chuté lorsque les écarts de rendement ont explosé. À son creux en date du 20 mars, il avait descendu de -15,1% de son sommet. L'indice a effectué une certaine reprise vers la fin du trimestre le 31 mars, avec une hausse de 7%, mais est toujours en baisse de -4,1% depuis le début de l'année. Tout ceci s'est produit alors que les taux des obligations gouvernementales baissaient, mais l'explosion des écarts de rendement a fait en sorte de faire remonter les taux des obligations de sociétés.

Les obligations à rendement élevé, anciens favoris des marchés en « quête de rendement », dont nous avons traité fréquemment dans nos infolettres, se sont fait écraser. Après avoir débuté l'année relativement bien, avec une hausse de 1,3%, les choses ont rapidement dégénéré. À leur creux, elles avaient chuté de -21,5% et même avec une reprise solide de 9,4% à la fin du trimestre, elles étaient toujours en chute de -13,1% depuis la fin de l'année dernière.

La violence des ventes ne nous a pas étonné. Nous n'avions pas prévu une pandémie virale, mais nous critiquions sans arrêt les excès des marchés financiers. Nous avons répété plusieurs fois que la prochaine récession ne proviendrait pas d'une crise bancaire, mais de bonnes vieilles ventes massives dans les marchés, causées par une situation mauvaise et inattendue. Le système financier mondial, qui avait laissé de côté les liquidités à ses sommets en faveur d'investissements risqués, s'est rapidement retrouvé sans encaisse et les acheteurs ont disparu. Peu d'investisseurs demeuraient pour « arbitrer » les marchés supposément efficaces. Même les actifs comme l'or, supposés protégés contre les baisses, ont chuté en raison des pressions liées aux liquidations de marges.

Nous sommes tous keynésiens maintenant

Les gouvernements mondiaux ont déployé des programmes de dépenses sans précédent en temps de paix pour faire face à cette pandémie. Ceux-ci visent à soutenir les consommateurs et

les sociétés. Du côté des consommateurs, elles varient de prestations de chômage améliorées, à des paiements directs aux citoyens, soit littéralement « l'argent par hélicoptère » auquel faisait référence l'ancien président de la Réserve fédérale Bernanke. Les sociétés se voient offrir du soutien pour conserver leur personnel, des prêts directs de toutes sortes et des subventions pour financer leurs pertes d'opérations. La législation a été adoptée à la hâte et commence à peine à être comprise par ceux qui sont touchés. Cette assistance fiscale est bienvenue et nécessaire, mais la bureaucratie du gouvernement a du mal à déterminer la bonne manière de distribuer ce tsunami de fonds avec la « documentation à suivre ».

Nous sommes tous keynésiens maintenant. Même les membres du Tea Party républicain, élus afin de combattre l'endettement et les déficits d'Obama ont rejoint les rangs du club de John Keynes. Ils reconnaissent maintenant sa sagesse lorsqu'il affirme que les gouvernements devraient emprunter pour dépenser lorsque le secteur privé ne peut ou ne veut produire de résultats, comme c'est le cas en ce moment avec la pandémie de la COVID-19. Il s'agit d'énormes montants d'argent.

L'ÉNORME réponse fiscale de Trump

Les États-Unis ont déjà approuvé la loi CARES de 2\$ billions à une vitesse record. Les émissions politiques de dimanche aux États-Unis indiquent qu'un énorme projet de loi fiscal est en route. Les besoins de fonds sont énormes. Mark Zandi de Moody's était sur CNN et discutait que le fonds du programme de secours aux valeurs en difficulté (TARP) correspondait à 5% de PIB total aux États-Unis après une longue période, alors que la somme de 2\$ billions, approuvée en vertu de la loi CARES, ainsi que les 500\$ milliards associés aux programmes de soutien fédéraux, correspondent déjà à 10% du PIB!

En y regardant de plus près, nous pouvons avancer une première estimation de ce qui est nécessaire. Les revenus ne sont pas tous disparus de l'économie américaine. Les travailleurs gouvernementaux dépensent plus qu'à la normale. Plusieurs secteurs, tels que les magasins d'alimentation, détaillants en ligne et services de livraison battent à plein régime. Évidemment, d'autres entreprises souffrent. Les hôtels, les restaurants, le domaine du divertissement et du sport professionnel ont vu leurs revenus chuter à presque zéro.

En assumant que 50% de l'économie n'aura aucun revenu pour au moins trois mois, nous parlons d'une chute d'environ 12,5% de l'activité économique (25% de 50%). Cette chute sera concentrée dans les prochains mois. Si tous ces revenus perdus du secteur privé sont remplacés par des allocations gouvernementales, des subventions et des prêts, il s'agira de 13% à 20% du PIB. Sans se pencher sur qui le mérite le plus, il nous semble que les programmes de dépenses du gouvernement américain en réponse à la pandémie de la COVID-19 s'approchera d'un pourcentage de 20% du PIB américain et il faudra prévoir un autre 2\$ billions de dépenses gouvernementales, soit environ 4\$ billions en tout. D'or, dans la course pour savoir qui, du

Sénat républicain, de la Chambre des représentants démocratiques ou du président Trump, couvrira le plus d'électeurs, ce montant risque d'être faible.

Aucun souci pour les déficits et l'endettement

Le déficit américain montait déjà à 1\$ billion avant toutes ces nouvelles dépenses. Dans notre dernière infolettre, nous soulignons qu'en fonction de la période de temps que persistera la distanciation sociale en raison de la COVID-19, avec la loi CARES de 2\$ billions, il nous semblait que les États-Unis auraient déjà au moins 4\$ billions de déficits financés par endettement. Maintenant, nous entrevoyons un montant de dépenses additionnel de 2\$ billions avec les mesures supplémentaires qui sont actuellement considérées. Ceci, si l'économie revient à la normale dans un trimestre, ce qui apparaît plutôt optimiste.

Les revenus fiscaux seront évidemment beaucoup moindres pour un certain temps et il est douteux qu'un bon nombre de prêts d'urgence encaisseront leurs intérêts ou leur capital, donc nous nous situons déjà au-dessus du 4\$ billions de dépenses et ce, si l'économie ne prend pas trop de temps à « revenir au travail ». Sans tenir compte du plan d'infrastructure massif de 2\$ billions que le président Trump tente de vendre comme la cure miracle pour l'économie. Les Démocrates ont un penchant pour les dépenses en infrastructures et il y a fort à parier que les Républicains, qui résistaient aux plans d'infrastructures de Trump avant la COVID-19, ne s'y objecteront pas.

Dans toute cette frénésie politique en vue de rectifier l'économie, les idéologies ont été mises de côté. Permettez-nous de citer une fois de plus les propos de Larry Kudlow sur Fox News la semaine dernière :

« En passant, je ne veux rien minimiser, nous aurons à faire face aux déficits et à l'endettement éventuellement, mais en temps de crises et de guerres, vous devez en quelque sorte ne pas trop vous inquiéter d'emprunter. » (Traduction)

Kudlow était auparavant un commentateur financier « conservateur ».

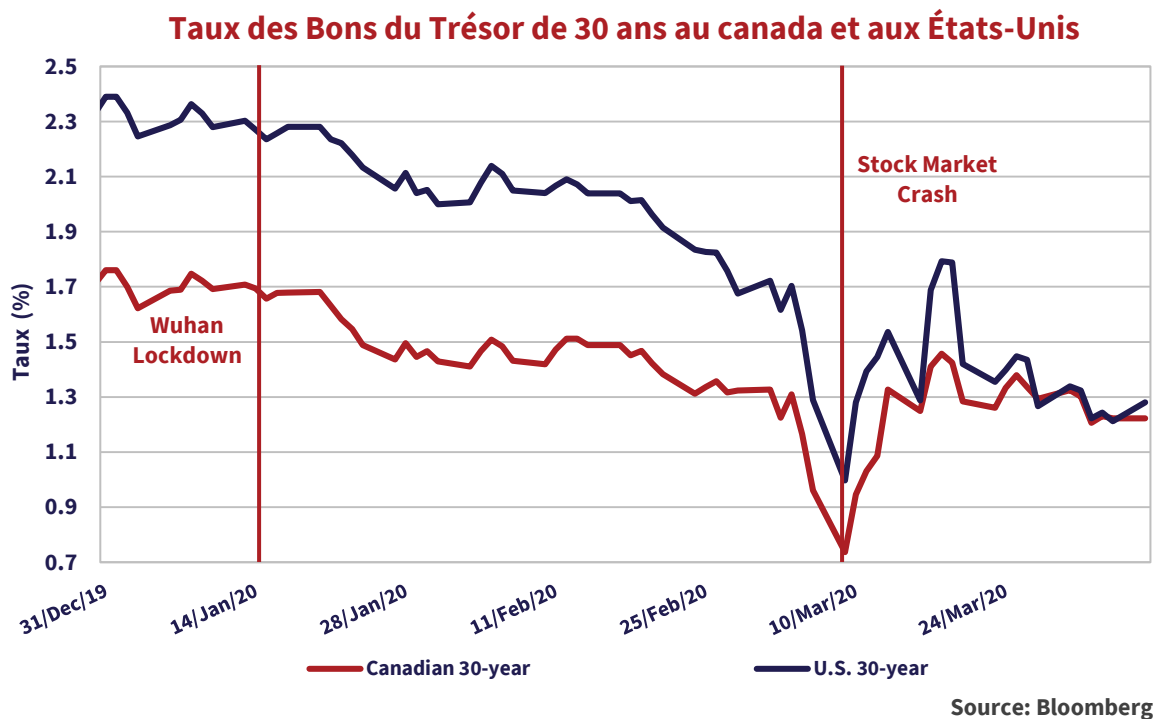
Le roi de la dette reprend son titre

Lorsque le président Trump était un promoteur immobilier dans les années 1970, il se nommait lui-même le « Roi de la dette ». Il va pouvoir récupérer son titre et dans la catégorie des poids lourds! Les marchés obligataires mondiaux ont des montants massifs de dettes gouvernementales aux États-Unis à absorber. Ce problème ne se limite pas aux États-Unis; des programmes de dépenses publiques sont mis en œuvre à travers le monde. Le Parlement canadien a approuvé les dépenses liées à la COVID-19 du gouvernement minoritaire de Trudeau, sans grande objection des partis de l'opposition. Comme nous l'indiquions la

semaine dernière, nous assisterons à des dépenses gouvernementales massives à l'échelle mondiale au cours de la prochaine année qui devront être financées par des dettes et il faudra s'attendre à ce que de nombreuses obligations gouvernementales soient émises à l'avenir.

Les investisseurs obligataires sont inquiets

Le marché obligataire se réveille à la perspective de cette approvisionnement massif imminent et les investisseurs obligataires s'inquiètent. Comme l'illustre le graphique ci-dessous, la réponse du marché obligataire américain se constate dans les taux du Bon du trésor à long terme. Ceux-ci étaient en chute à compter de la fermeture de Wuhan le 16 janvier jusqu'au 9 mars, le jour de l'effondrement des marchés. Après une brève reprise de 1,9%, ils ont redescendu de nouveau au taux actuel de 1,2%, quoique toujours en hausse de 0,5% du taux plancher record des Bons du trésor à long terme de 0,7% en date du 9 mars.



Comme nous pouvons le constater du graphique ci-dessus, les taux des obligations canadiennes ont pratiquement suivi la même tendance. Ce qui est intéressant de ce graphique, c'est que les taux des Bons du Trésor à long terme au Canada sont désormais presque les mêmes que leurs équivalents américains, après avoir démarré l'année à presque 0,6% en dessous de ceux-ci.

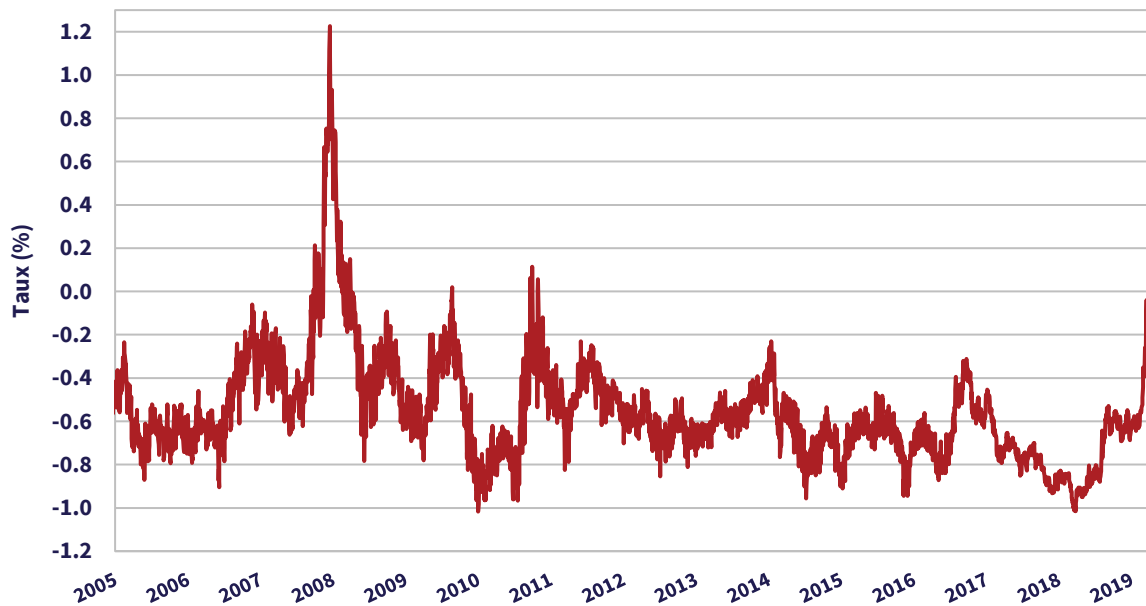
Les taux du Canada rattrapent ceux des États-Unis

Le graphique ci-dessous illustre que les taux canadiens à long terme demeuraient en moyenne à -0,6% (ou un écart de -60 pb), sous les taux de leurs équivalents américains depuis décembre 1999. Cet écart de taux est maintenant nul, puisque les taux des obligations canadiennes à long terme sont au même niveau que le taux actuel de 1,2% de leurs équivalents américains. C'est le taux le plus faible aux États-Unis depuis la crise du crédit de 2008 à 2009, lorsque le taux des obligations du Canada à long terme se situait à presque 1% au-dessus des obligations américaines à long terme et que les investisseurs se réfugiaient vers les titres présumés sûrs.

Le taux diminuera-t-il de nouveau? Eh bien, nous avons toujours cru que le Canada avait mieux survécu à la Crise du crédit que la plupart des autres pays, en raison de son sauvetage plus subtil du système bancaire canadien. Ne pas punir les banques pour leur mauvais comportement s'est avéré être une meilleure solution que les représailles publiques des É.-U. et du R.-U. La réputation du Canada à titre de modèle de prudence financière a fait en sorte de maintenir les taux obligataires canadiens sous les taux américains, renversant la relation antérieure à la crise du crédit.

Malheureusement, cette crise ne provient pas d'une panique institutionnelle financière et les niveaux très faibles des cours du pétrole et d'autres produits de base n'aident pas les entreprises et les économies dans le domaine des ressources. Ainsi, nous pourrions voir les taux canadiens monter bien au-dessus de ceux des États-Unis. L'économie américaine devrait surpasser celle du Canada lors d'une reprise et donc, la situation risque de persister pour un bon bout de temps, et peut-être même pour toujours.

Taux des Bons du Trésor de 30 ans au Canada et aux États-Unis



Source: Bloomberg

Y a-t-il des limites à l'assouplissement quantitatif?

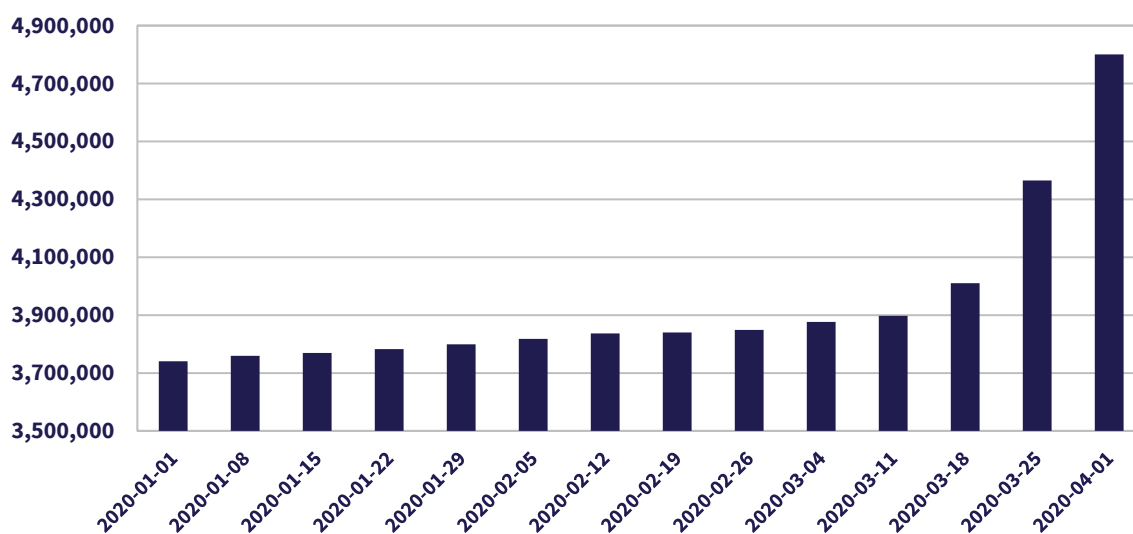
Est-ce que les taux des Bons du trésor à long terme aux États-Unis continueront à monter? À la suite de la Crise du crédit, malgré une émission substantielle de Bons du trésor, l'assouplissement quantitatif de la Réserve, soit son acquisition d'obligations gouvernementales, a fait en sorte de maintenir les taux faibles et l'inflation n'a pas monté. Ceci défiait la sagesse conventionnelle que la politique la plus inflationniste d'une banque centrale est de financer les déficits de son gouvernement avec des acquisitions d'obligations. En Europe, les taux ont même descendu en terrain négatif, lorsque la Banque centrale européenne, avec son approvisionnement illimité en euros, faisait concurrence aux autres acheteurs. Comme nous le mentionnions dans notre infolettre l'année dernière, à notre avis les règlements stricts relatifs à la suffisance des capitaux propres des institutions financières ont fait en sorte de forcer ces dernières à acheter des obligations et c'est ce qui explique pourquoi des investisseurs rationnels effectuaient ces achats insensés.

Un test pour la « *théorie monétaire moderne* »

Dans le cadre de la réponse actuelle à la pandémie, la Réserve et les autres banques centrales ont déjà entamé des achats d'obligations gouvernementales dans le cadre de mesures « d'assouplissement quantitatif ». Elles achètent également des obligations de sociétés dans les marchés. Les États-Unis ont le luxe de pouvoir effectuer des émissions dans la devise de réserve et donc les gens doivent détenir leur dette en dollar américain. Le temps nous dira si cette nouvelle et dorénavant conventionnelle théorie monétaire moderne d'émission illimitée d'obligations gouvernementales et d'achat illimité par les banques centrales mènera éventuellement à un niveau d'inflation plus élevé.

Il y a évidemment une limite à ceci, comme l'Argentine, le Zimbabwe et le Venezuela l'ont démontré avec leur financement des déficits par le biais d'obligations gouvernementales et leur hyperinflation. La Réserve publie ses bilans à chaque semaine et on peut tous y voir clairement une montée en flèche des achats, comme l'illustre le graphique ci-dessous. Entre le 11 mars et le 1^{er} avril, la Réserve a acheté 904\$ milliards de titres, dont 748\$ milliards à titre d'obligations du Trésor et billets de trésorerie et 86\$ milliards de créances hypothécaires. Donc, nous en sommes déjà à 1\$ billion d'achat d'obligations par la Réserve et ce, avant même que les dépenses liées à la loi CARES augmentent!

Positions nettes en titres négociables de la Réserve fédérale



Source: Réserve fédérale. Veuillez consulter : <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/>.

Démasquer la démondialisation

Un autre aspect qui nous préoccupe du point de vue économique est l'attaque du cadre politique et financier mondial qui nous a si bien servi durant plusieurs années. Nous croyons que la tendance vers la mondialisation des dernières décennies se renverse et qu'on est en voie d'écarter de bonnes choses avec les mauvaises. Nous discutons déjà que la démondialisation gagnait du terrain bien avant l'arrivée de la COVID-19.

La nature humaine est fort intéressante et l'instinct de préservation est puissant. Rien n'équivaut une crise ou un naufrage pour identifier qui cède à la panique et qui s'en remet à la mentalité du « chacun pour soi ». Clairement, lorsque le président Trump ordonne à 3M de ne pas exporter des masques vitaux N95 à ses alliés comme le Canada, la plupart des pays se questionneront sur les mérites d'une forte dépendance nationale à la production étrangère. Il s'est avéré que ce sont des sociétés canadiennes qui procurent à 3M la pâte nécessaire à la fabrication de ses masques, mais le Canada s'est retenu de répliquer. Le fait que la Chine ait officiellement menacé de retenir des approvisionnements de médicaments essentiels des États-Unis n'a rien aidé.

Des humains qui se comportent mal dans les marchés

Les humains se comportent mal également dans les marchés financiers, Nous vous avons souvent répété dans nos infolettres que les marchés financiers ne sont pas les marchés efficients de la théorie financière. Ils se composent d'investisseurs humains, enclins à faire précisément ce qu'ils ne devraient pas faire, exactement au mauvais moment. Nous nous sommes également penchés plusieurs fois sur l'œuvre du professeur John Coates à propos de la physiologie humaine liée à l'investissement. Les humains sont littéralement poussés par leur

évolution biologique vers des excès de peur et d'avidité. Nous intitutions notre Observateur des marchés de janvier 2020 « *Que du vent* » et exposions une litanie d'excès que nous constatons dans ce marché financier en ébullition et nous nous inquiétions d'une forte chute. Et quelle chute il y a eu!

La liquidité est devenue la chose qui importe

Chez Canso, nous croyons que les investisseurs sacrifient la liquidité et la qualité lors de sommets des marchés dans leur désir frénétique « d'être investi ». Nos rapports précédents sont remplis d'histoires d'investisseurs en quête de placement non-liquide de « dette privée », « d'actifs alternatifs » et de toute classe d'actif pouvant être enveloppée dans une stratégie de commercialisation astucieuse. Nous sommes également persuadés chez Canso que « La liquidité importe peu jusqu'à ce que ce soit la chose qui importe ». En mars, les marchés sont devenus rapidement très peu liquides et l'accès à des liquidités est devenu la seule chose qui importait.

Cette pénurie de liquidités a débuté immédiatement lorsque les investisseurs en panique se sont empressés de tenter de récupérer toute l'encaisse qu'ils pouvaient de leurs portefeuilles, sous les pressions d'appels de marge. Les banques subissaient déjà des pressions financières, puisque leurs clients empruntaient sur leurs marges de crédit en vue de financer les besoins de liquidités potentielles à venir. Initialement, le pire dommage économique était limité à l'industrie des voyages, aux hôtels et compagnies aériennes, qui ont subi des chutes de revenus sévères lorsque les voyages d'affaires et de plaisance ont été annulés. La douleur s'est rapidement propagée à presque tous les secteurs des économies mondiales, lorsque la situation catastrophique de l'Italie et de l'Espagne a alerté le reste du monde à propos de la propagation à large échelle du virus. Les gouvernements ont tenté « d'aplanir » la courbe par l'entremise de la distanciation sociale et de vastes secteurs des économies tant mondiales et domestiques se sont arrêtés.

Les obligations gouvernementales ont souffert en silence

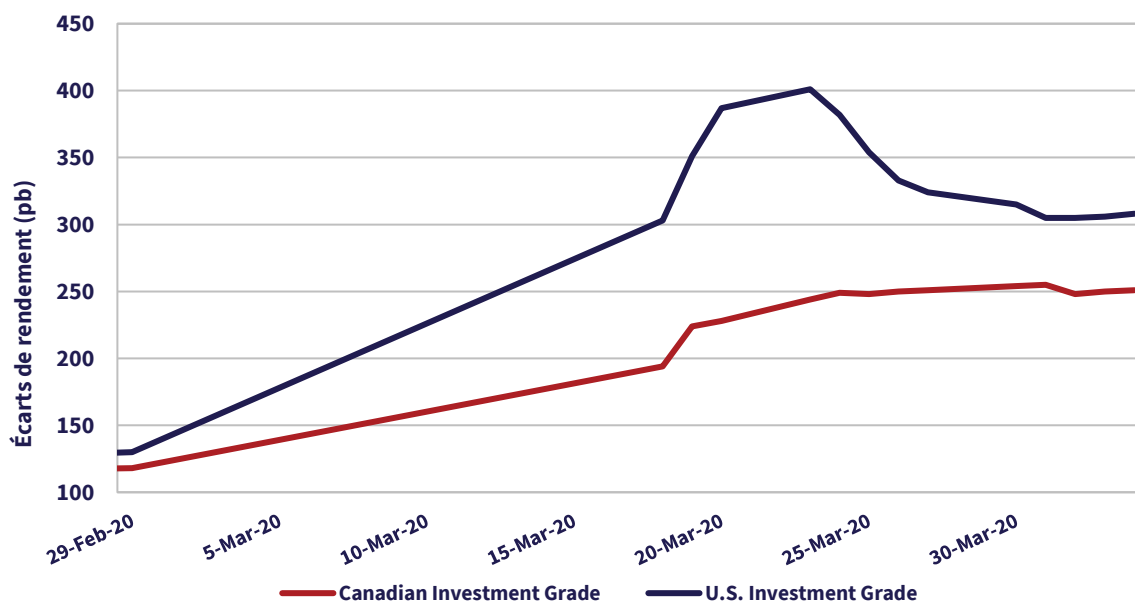
Le dommage causé aux marchés boursiers était évident et tout le monde a pu regarder le carnage aux nouvelles financières, alors inutile de s'attarder sur ces détails. Les obligations de sociétés ont également été massivement vendues, comme l'illustre notre tableau du début. Les obligations de sociétés sur le marché secondaire et les prix des emprunts ont chuté lorsque les investisseurs tentaient de récupérer leur « argent sûr » des fonds communs de placements et FNB. Or, il n'y avait aucun acheteur, mais que des vendeurs.

Le graphique ci-dessous de l'écart des obligations de sociétés de qualité supérieure (Taux des obligations de sociétés moins le taux des obligations gouvernementales) illustre l'ampleur du dommage subi par les marchés de crédit au tout début. Tant les obligations de QS canadiennes

qu'américaines se situaient près de « resserrements » cycliques ou à des faibles niveaux de 1,25% et de 1,35% au-dessus de leurs obligations gouvernementales respectives au début du mois de mars. Lorsque l'ampleur réelle du problème de la COVID-19 est devenu apparent, les écarts de crédit ont commencé à se refléter cette augmentation de risque sur les finances des émetteurs d'obligations de sociétés. Les écarts de crédit aux États-Unis ont monté de 2% du 6 mars au lundi 9 mars, lorsque les marchés boursiers ont chuté. Cette progression s'est avérée à sens unique, jusqu'à ce que le sommet de 4% au-dessus des obligations gouvernementales soit atteint en date du 24 mars.

Comme nous le mentionnions plus tôt, ce dommage n'était pas aussi apparent que celui des marchés boursiers, mais il s'agit d'un véritable désastre dans le domaine obligataire. Malgré la baisse des taux des obligations gouvernementales, les taux des obligations de sociétés ont monté et les cours ont chuté. Cette augmentation des écarts de rendement de 1,3% à 4% en un peu plus de 2 semaines a fait en sorte de faire chuter les cours des obligations de sociétés de 5% à 20% et ce, dans le secteur de qualité supérieure des marchés de crédit. À un certain point à la mi-mars, l'indice des QS était en baisse -15,1% de son sommet atteint en février.

Écarts des obligations de société de QS canadiennes et américaines



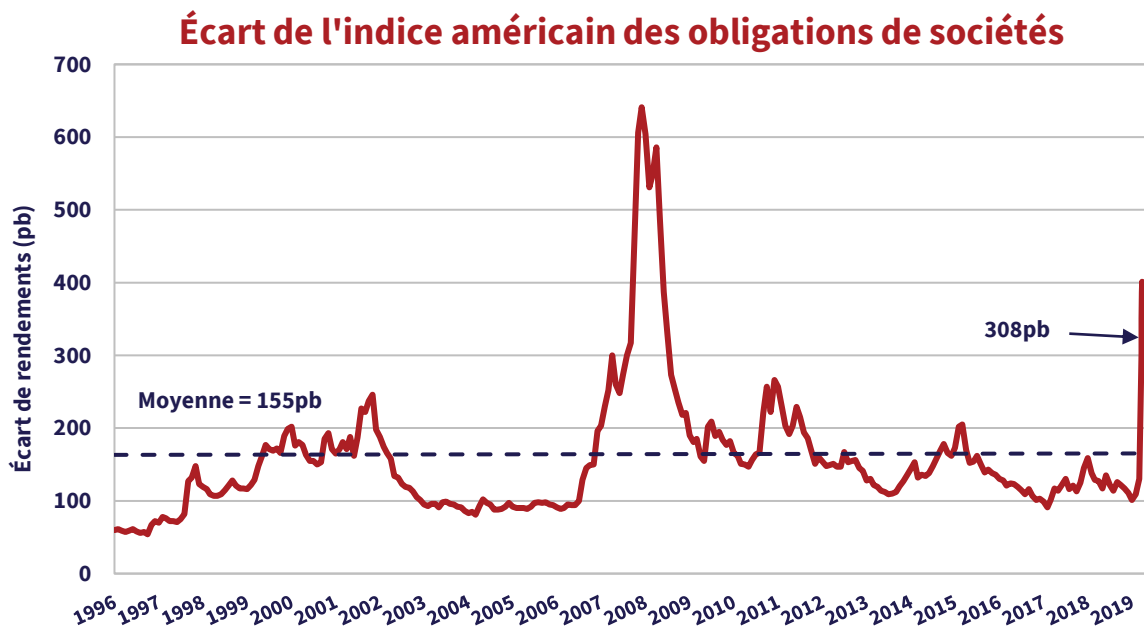
Source: Indices ICE BofA

S'abreuver de liquidités de la Réserve

Les choses se sont améliorées aux États-Unis avec l'introduction de plusieurs programmes de liquidité de la Réserve fédérale, lui permettant d'emprunter contre les obligations de sociétés et même d'effectuer des achats directs dans les marchés, incluant des FNB d'obligations de sociétés de qualité supérieure. Par conséquent, l'écart de rendement des obligations de sociétés de QS américaines s'est rétréci ou s'est « aminci » de 4% à son niveau actuel de 3%,

clôture du trimestre pour l'indice des obligations de QS à -4,1%, ce qui demeure tout de même tout coup à absorber pour les obligations de qualité supérieure.

Bien que des liquidités sont revenues dans les marchés de crédit grâce à l'assouplissement monétaire et des achats directs d'obligations de sociétés, les choses sont loin d'être de « retour à la normale ». Le graphique ci-dessous illustre l'écart de l'indice des obligations américaines de qualité supérieure (QS) ICE BofA depuis sa création en 1996. Les écarts de rendement actuels, même à la suite de la reprise récente, demeurent considérablement plus larges que toute autre période depuis 1996, sauf au cours de la panique financière de la Crise du crédit.



Source: Indices ICE BofA

Nous constatons actuellement un différentiel important des écarts de rendement des obligations de sociétés. En général, les écarts s'éloignent d'environ 200 pb des niveaux antérieurs à la pandémie, tel qu'illustré dans le graphique ci-dessus. Bien que les écarts de l'indice des QS illustrent la moyenne des diverses qualités de crédit qui composent l'indice, les AA étant beaucoup plus serrés et les BBB beaucoup plus larges, il existe une différenciation substantielle selon le type d'émetteur.

Les gagnants et les perdants de la distanciation sociale

Les obligations d'une société telle que Amazon, qui fonctionne à plein régime en contexte d'augmentation du commerce électronique en raison de la distanciation sociale liée à la pandémie, ne sont pas tellement plus large qu'avant le mois de mars. D'un autre côté, la guerre des cours pétroliers entre la Russie et l'Arabie Saoudite a fait en sorte que les émetteurs liés au secteur énergétique sont demeurés plutôt larges. Il en va de même de détaillants

conventionnels, d'hôtels, de locations de véhicules, de compagnies aériennes et de toute compagnie liée à l'aviation, tandis que le marché tente d'évaluer à quel point les choses tourneront mal pour eux et de quel soutien ils bénéficieront du gouvernement américain. La forme d'aide gouvernementale est importante. La crise du crédit a appris aux investisseurs que parfois le secours gouvernemental tourne mal pour les actionnaires et détenteurs d'obligations de certaines sociétés « secourues ».

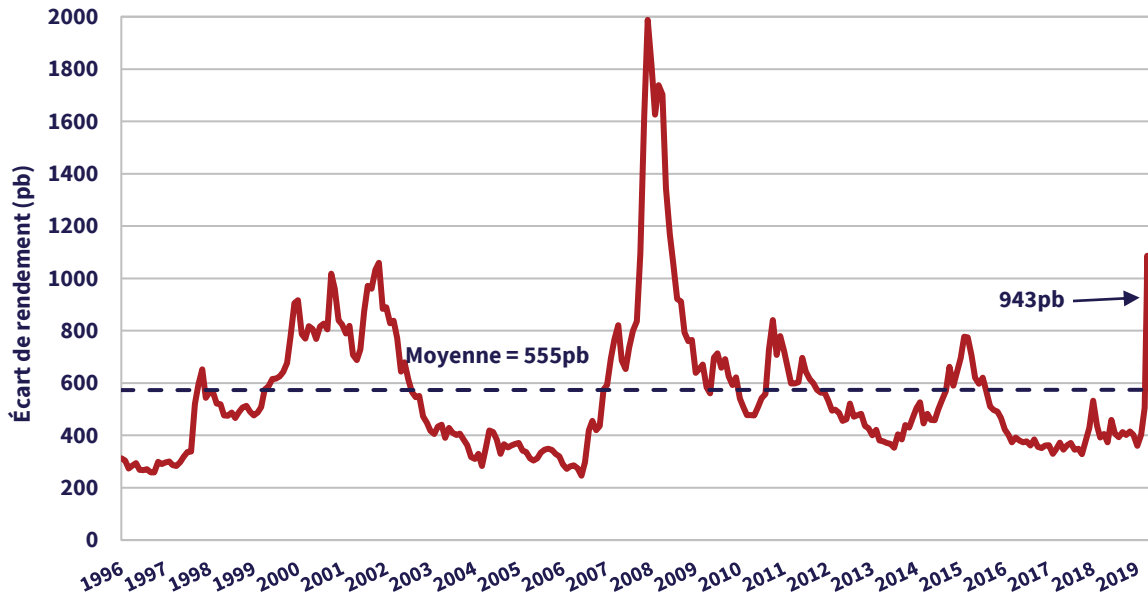
Les évaluateurs « proactifs » sont un problème

Les émissions cotées BBB se négocient déjà à des écarts significativement plus larges que les titres à rendement élevé des marchés en pleine ébullition des dernières années. Les agences de notation de crédit n'aident pas les choses. Elles ont été largement critiquées pour leurs notations inadéquates des véhicules de titrisation au cours de la Crise du crédit et, forcées de se « réformer », elles prétendent maintenant être « proactives ». Ceci signifie que les agences de notation de crédit constatent l'incertitude économique et financière actuelle et se hâtent à déclasser des émetteurs, ce qui rend de nombreux détenteurs obligataires nerveux à l'égard de leurs sociétés cotées BBB, dont certaines se transigent actuellement à des taux d'obligations de pacotille.

Les rendements élevés sont devenus encore plus élevés

Le graphique ci-dessous illustre que la situation est bien pire pour les émetteurs de moindre qualité. Ces derniers se situaient à de faibles écarts historiques avant l'arrivée de la COVID-19, compte tenu de leur accès facile au capital lorsque les investisseurs faisaient monter leurs cours et baisser leurs taux dans leur quête frénétique « d'être investi ». Il était également réconfortant de savoir que les taux de défaillance étaient faibles. Notre opinion n'était pas très favorable envers les obligations à rendement élevé offertes et l'avons répété à plusieurs reprises dans nos récentes infolettres.

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



Source: Indices ICE BofA

C'était il y a un mois et depuis, les choses ont bien changé. Le niveau actuel de 9,4% des écarts des obligations à rendement élevé comparativement aux obligations du Trésor est le plus élevé jamais vu, sauf lors de la Crise du crédit et brièvement au cours de l'éclatement de la bulle technologique.

La situation du marché à rendement élevé est devenue désastreuse lorsque la chute des cours a stupéfié les fonds communs de placement et les FNB à rendement élevé qui ont réagi en vendant massivement. Nous avons fréquemment commenté que l'élaboration d'un indice de crédit à partir de la valeur marchande d'émetteurs obligataires ne nous semblait pas très avisée. Cela suppose que la société qui émet le plus d'obligations occupe la plus grande partie de l'indice, contrairement aux FNB boursiers où les émetteurs ayant les meilleurs résultats occupent la plus grande partie d'un indice boursier. Pour l'instant du moins, nous semblons avoir remporté ce débat. L'indice américain à RÉ était en chute de près de 22% à son creux et a clôturé le trimestre à -13,1%, après une reprise considérable de 9%. Or, l'indice avait reculé d'un autre -2,4% au cours des 3 jours suivant la fin du mois.

Cela ne se fait qu'au Canada!

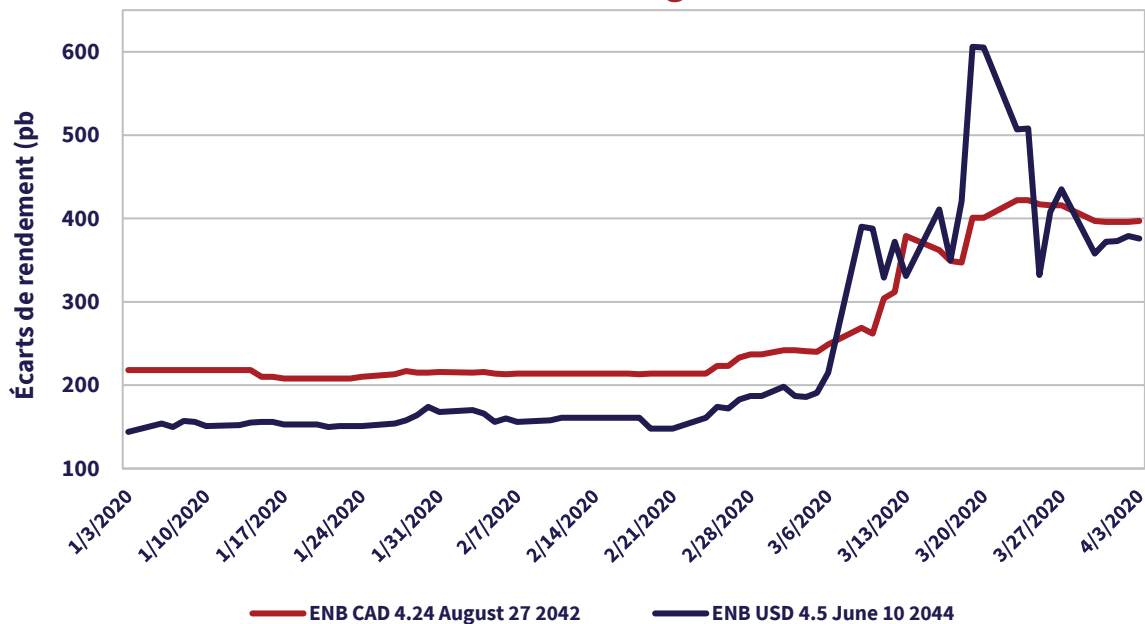
Une petite note à propos du marché des obligations de sociétés canadiennes s'impose. Le niveau de liquidité dans le marché des obligations de sociétés canadiennes vient tout juste de se rétablir la semaine dernière, lorsque les banques canadiennes ont pu accéder aux divers programmes de rachat de la Banque du Canada. Ceci a fait en sorte de permettre aux courtiers détenus par des banques d'obtenir les fonds nécessaires pour faire fonctionner les marchés et

nous avons pu obtenir des liquidités raisonnables pour nos obligations convertibles bancaires de la plus grande qualité.

Comme la publicité du thé *Red Rose* le disait « Cela ne se fait qu'au Canada ! ». Le manque de liquidité a eu un effet bénéfique pervers sur les cours des obligations de sociétés canadiennes, puisqu'il n'y avait que très peu de transactions effectuées durant presque 3 semaines. Le tableau des rendements au début de cette infolettre illustre que l'indice américain des QS était en chute de -15,1% de son sommet jusqu'au 20 mars, alors que l'indice canadien des QS n'était qu'en chute de -8,4%. Ceci apparaît illogique, puisque le Canada était pondéré davantage en émetteurs des secteurs de l'énergie et des ressources. Nous avons remarqué que le cours des obligations canadiennes, en raison de l'inactivité des courtiers en investissement canadiens, était décalé par rapport aux niveaux américains pour les mêmes émetteurs.

Le graphique ci-dessous des obligations à long terme de la société Enbridge inc. libellées en \$US et \$CAN illustre ce point très clairement. Les écarts des obligations à long terme de Enbridge dans le marché libellé en \$US se situait à 0,5% ou 50 pb en-dessous de celles du Canada en février. Le 9 mars, lorsque les marchés boursiers se sont effondrés, l'écart des \$US s'est élargi à 390pb, alors que celui des \$CAN ne s'est rendu qu'à 269pb. L'écart des \$US a ensuite monté à 600pb avant de redescendre à 375 pb à la fin du mois, soit 0,25% de plus que l'écart des \$CAN.

Écarts des obligations en \$CAN et en \$US de la société Enbridge



Source: Indices ICE BofA

Nous constatons toujours que plusieurs obligations en \$CAN d'un même émetteur se situent à des écarts considérablement moindres que ceux des obligations en \$US. Ce scénario s'écarte grandement de la situation antérieure à la crise de la COVID-19, lorsque les écarts des obligations en \$US étaient inférieurs à ceux des \$CAN pour les mêmes émetteurs. Éventuellement, les négociants auront le capital nécessaire pour arbitrer ces différences mais pour le moment, c'est le moindre de nos soucis.

Qu'est-ce qui nous attend ??

La vraie question est ce qui nous attend à propos de la pandémie. Nous ne sommes pas des experts médicaux, mais il nous semble que la distanciation sociale et les fermetures s'avèrent être les meilleures mesures face à la pandémie de la COVID-19. Les systèmes de santé vont s'améliorer et feront face aux cas les plus sérieux. L'Italie et l'Espagne connaissent des taux de mortalité très élevés, puisque leurs systèmes de santé étaient engorgés avant que leur isolement social n'ait été ordonné. La bonne nouvelle est que leurs mesures commencent à fonctionner et que le nombre de nouveaux cas se stabilise et même diminue.

Les États-Unis ont tardé à réagir

Il est clair que les États-Unis ont tardé à mettre en application leurs mesures de confinement et certains États ne l'ont même pas encore fait. Les motifs varient et sont très politiques, alors laissons cet aspect aux politiciens. L'expérience médicale des autres pays démontre cependant que le nombre d'infection culmine environ 3 à 4 semaines après que le confinement social ait commencé sérieusement.

Les points chauds aux États-Unis de l'État de Washington et de la Californie semblent se stabiliser après leurs mesures de confinement, mais New-York, la Nouvelle-Orléans et d'autres grandes villes éprouvent des difficultés. À notre avis, les États-Unis sont encore à 3-4 semaines du point culminant du nombre d'infections. Lorsque ce sera le cas, le système de santé américain pourra mieux y faire face. Le dépistage, les équipements de protection personnelle, les respirateurs, les masques N95 et les autres équipements médicaux nécessaires seront plus disponibles à la demande des patients et les perspectives seront meilleures.

Les marchés se normaliseront

Quand les marchés reviendront-ils à la « normale »? Le problème est que les marchés financiers et l'économie aux États-Unis sont le moteur des marchés financiers mondiaux et que les États-Unis ont tardé à réagir à la pandémie. Nous entrevoyons peut-être un mois de démarches préliminaires en vue de « repartir » l'économie, tout en observant des mesures de distanciation sociale partielles, donc nous en avons pour encore au moins 2 mois avant de voir une reprise économique, même en partie. L'économie sera meilleure à la fin de l'année, mais les programmes de soutien et stimulus monétaires demeureront probablement en place bien

après, puisqu'il est peu probable que les gens s'en plaignent, compte tenu de ce que nous aurons subi.

De l'autre côté de la « normalité économique »

Le marché commencera à regarder de l'autre côté de la « normalité économique » dans un avenir pas si lointain. Ceci dit, il est très difficile de choisir les gagnants et les perdants économiques, donc la sélection de titres dominera la gestion des portefeuilles. Dans le cadre de la folie des FNB qui rendait « facilitait » l'investissement au cours des dernières années, la sélection de titres n'était pas considéré comme une compétence utile, puisque tout le monde recherchait des portefeuilles indexés.

Nous estimons que tout ceci changera avec la prise de conscience que les FNB imposent un véritable fardeau sur le système financier en contexte de ventes massives et que nous sommes tous devenus des indexeurs lorsque les FNB ont entraîné le bon avec le mauvais. Plusieurs FNB se négociaient à des valeurs marchandes bien inférieures de leurs VAN lorsque la plomberie des FNB a obstrué le drain des ventes. Le fait que la Réserve ait dû intervenir pour acheter des obligations de sociétés directement des FNB est révélatrice de la commercialisation de leur « magie sans liquidité ».

Nous effectuons de nombreux achats d'obligations à des cours intéressants et consacrons la plupart de notre temps actuellement à différencier les émetteurs dans leurs évaluations à venir. L'assistance à grande échelle aux marchés par les banques centrales a fait en sorte de réduire les écarts considérablement, mais la bonne nouvelle est que les cours de plusieurs titres demeurent très intéressants, comparativement à leur normale. La question reste à savoir quand nous reviendrons à la normale et nous sommes maintenant en bonne voie de nous y rendre.

Avril 2020 Observateur des marchés

Coordonnées

Patrick McCalmont

Gestionnaire de portefeuille
pmccalmont@cansofunds.com
(905) 881-8853

Tim Hicks

Gestionnaire de portefeuille
thicks@cansofunds.com
(905) 881-8853

Richard Usher-Jones

Gestionnaire de portefeuille
rusherjones@cansofunds.com
(905) 881-8853

Brian Carney

Gestionnaire de portefeuille
bcarney@cansofunds.com
(905) 881-8853

Comme toujours, nous apprécions votre intérêt et votre soutien envers Canso.
Inscrivez-vous sur LinkedIn et Twitter pour demeurer au courant des dernières communications de
marché de Canso.

Ce document a été préparé par Canso Investment Counsel Ltd. uniquement à des fins d'information. Les renseignements contenus aux présentes ne doivent pas être interprétés comme constituant des conseils légaux, fiscaux ou de placement et sont fournis "en l'état". Canso Investment Counsel Ltd. ne fournit aucune garantie ou représentation quant aux renseignements contenus aux présentes. Ces renseignements sont sujets à changement sans préavis et Canso Investment Counsel Ltd. n'assume aucune obligation de mettre à jour ces renseignements, en tout ou en partie.

Certains renseignements contenus aux présentes proviennent de sources présumées fiables et/ou crédibles. Canso Investment Counsel Ltd. n'assume aucune responsabilité en regard de l'exactitude, l'actualité, la fiabilité ou la

Cette présentation ne constitue pas un appel public à l'épargne. Rien dans cette publication ne doit être considéré comme une recommandation d'achat, de vente ou de vente à découvert d'un titre en particulier. Toute référence spécifique à un titre ne se veut qu'une illustration du processus de sélection de titres du gestionnaire de portefeuille. Les gestionnaires de portefeuilles peuvent vendre ces titres en tout temps ou acheter des titres qui avaient préalablement été vendus. Ces titres ou positions courtes pourraient augmenter ou diminuer de valeur après la date des présentes et les fonds pourraient ainsi gagner ou perdre de l'argent sur l'investissement effectué en regard de ces titres. Les énoncés des gestionnaires de portefeuille dans leurs commentaires ne se veulent qu'une illustration de leur approche de gestion des fonds et ne doivent pas être utilisés à d'autres fins.

Ce document pourrait contenir des hypothèses constituant des «énoncés prospectifs». Les énoncés concernant les objectifs, buts, stratégies, intentions, projets, convictions, attentes et estimations d'un fonds ou d'une entité et leurs affaires, activités, rendements financiers et conditions constituent des énoncés prospectifs. Les termes «croire», «attendre», «prévoir», «estimer», «entendre», «viser», «être», «devoir», «pouvoir» et tout autre expression similaire, de même que leur forme négative, sont destinés à identifier les énoncés prospectifs, bien que les énoncés prospectifs ne contiennent pas tous ces termes identifiables. Ces énoncés prospectifs sont assujettis à divers risques et incertitudes qui pourraient faire en sorte que les résultats soient considérablement différents des résultats prévus. Le lecteur ne devrait pas se fier indûment sur ces énoncés prospectifs. Bien que Canso Investment Counsel Ltd. considère ces risques et incertitudes comme étant raisonnablement fondés sur les renseignements actuellement disponibles, ceux-ci pourraient s'avérer inexacts.

Source: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® est une marque de commerce et de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées (collectivement "Bloomberg"). BARCLAYS® est une marque de commerce et de service de Barclays Bank Plc (collectivement, avec ses sociétés affiliées: "Barclays"), utilisées sous licence. Bloomberg ou les parties concédantes de Bloomberg, incluant Barclays, détiennent tous les droits exclusifs dans les indices Bloomberg Barclays. Bloomberg et Barclays n'approuvent pas ni n'endossent ce document, ne garantissent d'aucune façon l'exhaustivité et l'exactitude des renseignements aux présentes ou les résultats qui pourraient en découler et dans la mesure permise par la loi, se dégagent de toute responsabilité pour quelque perte ou dommage lié au présentes.

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. Les renseignements indiqués dans cette analyse ne sont destinés qu'à l'usage interne et toute rediffusion de ces renseignements est expressément interdite.

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.

Des commissions, commissions de suivi, frais de gestion et déboursés peuvent tous être associés à des fonds communs de placement. Veuillez prendre connaissance du prospectus ou de la notice d'offre avant d'investir. Les fonds d'investissement ne sont pas garantis, leur valeur peut varier fréquemment et il est possible que les rendements antérieurs ne se reproduisent pas.