



# Rapport de situation du marché Canso

**30 mars 2020**

Nous savons que nos clients et amis de Canso s'intéressent à ce que nous pensons et à ce que nous constatons dans les marchés. Nous vous avons transmis quelques lettres de John Carswell, notre président et directeur des investissements, mais nous avons pensé que des explications plus complètes que ce que vous avez reçu jusqu'à présent pourraient vous être utiles. Nous sommes plutôt occupés dans les marchés et les choses évoluent rapidement, alors nous croyons qu'une série de « *Rapports de situation du marché* » plus succincts conviendrait davantage pour vous exposer notre réflexion sur les marchés actuels. Nous devrions donc vous transmettre quelques-unes de ces mises à jour plus condensées, avant de revenir à nos infolettres habituelles.

Comme vous le savez peut-être, John Carswell est un ancien navigateur aérien de l'ARC, avant l'ère des systèmes de géolocalisation, lorsque la navigation était astronomique et que le tracé des positions s'effectuait à la main, sur des cartes de tracé en papier. L'une de ses tâches consistait à préparer un « *Rapport de situation* » ou un « *Px* » pour indiquer au quartier général de contrôle du trafic et du transport aérien la situation géographique d'un avion, lorsqu'il volait au-dessus de l'immensité de l'océan Atlantique ou de l'Arctique canadien. Lorsque vous êtes complètement seul, il est d'autant plus important de s'assurer que quelqu'un sache où vous êtes!

## **En terrain inconnu**

Alors où sommes-nous en matière d'investissement vous croyez? Nous nous situons réellement en terrain inconnu, tout aussi nouveau pour les marchés, que le nouveau coronavirus l'était en matière médicale.

La distanciation sociale cause le ralentissement d'importants secteurs des économies mondiales, américaines et canadiennes. Comme nous le mentionnions dans notre dernière lettre, nous ignorons ce qu'il adviendra de la situation médicale, mais nous pouvons avancer une estimation éclairée. Nous pouvons également transposer le tout dans des scénarios économiques et financiers pour des sociétés individuelles et des gouvernements et ensuite, en extrapoler leurs perspectives d'avenir. Nous mettons tout en œuvre à cette fin en ce moment, en vue de positionner nos portefeuilles adéquatement pour ce qui pourrait se produire.

## **Endettement record et peu d'encaisse**

Qu'en est-il de l'économie? Plusieurs prédictions désastreuses à l'égard de l'économie et du chômage circulent à l'heure actuelle. Il est clair que la situation est grave. Certains d'entre nous avons la chance de pouvoir travailler de la maison et pour des employeurs qui sont plus protégés contre un impact économique immédiat. Plusieurs personnes sont également sans revenu en raison de la distanciation sociale et du ralentissement de nombreux secteurs de l'économie.

Nous savons que tant les entreprises que les particuliers sont entrés dans cette situation complètement inattendue avec un endettement record et très peu d'encaisse disponible. Ceci signifie que des entreprises et des particuliers utilisent leurs lignes de crédit pour pouvoir traverser les prochains mois. La bonne nouvelle en matière de consommation est que les gens peuvent maintenant emprunter sur leurs lignes de crédit contre leur avoir propre foncier. Cette situation se compare au temps où l'on puisait dans nos économies.

## **Financer le stress des banques**

Ce que tout cela signifie pour les banques est à couper le souffle. Des entreprises utilisent leurs lignes de crédit en vue d'avoir l'encaisse nécessaire pour faire face à la baisse de leurs revenus. Les consommateurs font de même. Il en résulte un énorme stress sur les banques, qui ne disposent pas des liquidités voulues pour rencontrer ces demandes de fonds.

Bien que nous soyons toujours en territoire inexploré, nous en savons beaucoup plus maintenant sur la réponse des politiques gouvernementales. La première réponse s'est avérée monétaire, puisque les banques centrales à travers le monde ont rapidement réduit les taux d'intérêt. La Réserve a promptement baissé les taux de 0,50% et ensuite d'un autre 1%, ce qui a porté le niveau de taux supérieur des fonds fédéraux à 0,25%. La Banque du Canada (« BDC ») a emboîté le pas. Par conséquent, les taux d'intérêt des marchés, soit le cours de l'argent, ont diminué. Cela n'a pas vraiment aidé la disponibilité du crédit, alors les banques centrales ont aussitôt ouvert leurs « fenêtres de liquidités » et permis aux banques de commencer à emprunter sur une grande variété d'actifs en nantissement.

## **Peu de liquidité dans les marchés de crédit**

En raison de l'incertitude économique et financière, les marchés de crédit se sont figés. Les écarts de rendement des obligations de sociétés ont élargi considérablement, puisque les courtiers en placement détenus par des banques ont reculé en raison de pressions de financement. Les rachats de fonds communs de placement et de FNB ayant grimpé, ceux-ci devaient financer ces retraits, mais il y avait peu de preneurs pour leurs ventes. Les intervenant de crédit endettés subissaient des appels de marge et des liquidations de leurs courtiers principaux. Bref, l'argent était clairement limité et donc, la valeur des actifs financiers a chuté.

## **Liquidité des banques centrales**

La prochaine décision très attendue des banques centrales était de déployer divers programmes pour restaurer une certaine liquidité dans les marchés. Le gouvernement américain a une fois de plus garanti les fonds communs de placement sur le marché monétaire, de la même manière que durant la crise du crédit, pour permettre aux marchés du papier commercial de fonctionner. La Réserve a également amplifié ses programmes d'assouplissement quantitatif, en achetant des obligations directement dans les marchés.

Étonnamment, ces programmes comprennent l'achat de FNB d'obligations de sociétés. Nous l'avons déjà dit, les FNB ne peuvent pas être plus liquides que les obligations de sociétés sous-jacentes qu'ils détiennent et il est maintenant clair que la Réserve en convient. Elle achète des FNB de qualité supérieure qui souffrent de sorties importantes, en vue d'aider à éviter une chute des cours sur le marché secondaire.

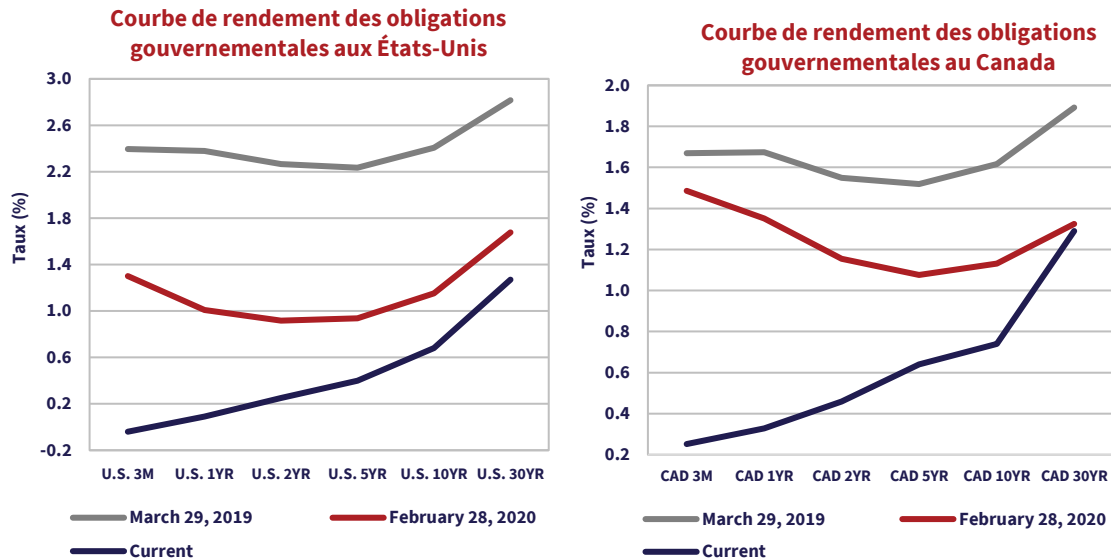
## **Politique fiscale à la rescousse**

Dans notre lettre de la semaine dernière, nous indiquions que la réponse appropriée des gouvernements serait d'instaurer une politique fiscale. La bonne nouvelle est que comparativement à la suite de la crise du crédit et de la récession qui s'est ensuivie, les gouvernements sont davantage prêts maintenant à faire le nécessaire, fiscalement parlant. Les gouvernements de toutes les affiliations politiques mettent de côté leurs idéologies et leurs politiques, afin de faire ce qu'il faut. Aux États-Unis, ces programmes fiscaux sont essentiels pour faire face à l'échelle massive et la rapidité du ralentissement économique américain. L'ampleur même de ces politiques sont sans précédent et éclipsent de loin les dépenses ayant suivi la crise du crédit.

## **Une énorme augmentation des déficits en vue**

Nous l'avons répété dans de nos infolettre précédentes, l'administration Trump enregistrerait déjà des déficits en temps de paix records et ce, avant même l'arrivée du coronavirus. Le déficit réel pour l'année 2019 était de 984\$ milliards et devrait atteindre 1,1\$ billion en 2020. Même en se fondant sur une croissance économique peu réaliste de 3%, le déficit aurait grimpé à 1,8\$ billions en 2030. Il est clair que projet de dépenses actuel adopté par le Congrès signifie que le déficit avoisinera plutôt les 4\$ billions au cours des prochaines années, puisque la croissance économique s'avère beaucoup plus lente que prévu.

L'augmentation des taux des Bons du Trésor de leurs planchers semble refléter le consensus des marchés que plusieurs Bons du Trésor seront vendus pour supporter les injections d'argent dans l'économie américaine. Ceci se reflète dans l'accentuation récente de la courbe de rendement du Trésor américain, laquelle est actuellement en terrain très positif, tel qu'illustré au graphique ci-dessous.



Source: Bloomberg

Il y a un an, le taux des Bons du Trésor de 3 mois aux États-Unis se situait à 2,8%, offrant ainsi un rendement additionnel de 0,4% en prolongeant l'échéance à 30 ans. En langage obligataire, c'est ce qui constitue une « courbe plane de rendement ». Il y a un mois, rien n'avait vraiment changé, puisque le taux des Bons du Trésor de 3 mois aux États-Unis se situait à 1,3% et celui de 30 ans, à 1,7%, offrant une fois de plus un rendement additionnel de 0,4%.

## Accentuation des courbes de rendement

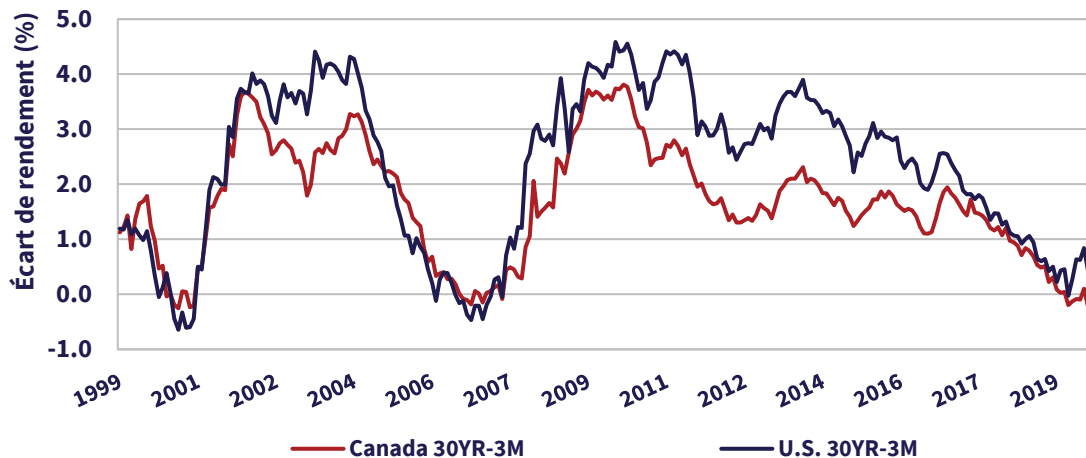
Aujourd'hui, la situation est toute autre. La Réserve fédérale avait déjà entrepris des mesures d'urgence dimanche le 15 mars et diminué le taux des fonds fédéraux à zéro. Ceci a fait en sorte de rendre le taux du Bon du Trésor de 3 mois légèrement négatif à -0,04% à la clôture du vendredi 27 mars, mais le taux du Bon du Trésor de 30 ans avait augmenté, de son plancher de 0,7% au 9 mars, à 1,3%. La courbe de rendement s'est donc fortement accentuée à 1,3%. Ceci nous permet de dresser un constat économique intéressant et qui apporte un espoir considérable quant à l'avenir économique. Une courbe de rendement accentuée n'est pas une mauvaise chose et est souvent le signe d'un renforcement économique, puisque les investisseurs obligataires exigent des rendements plus élevés lorsqu'ils prévoient de la croissance et de l'inflation. Les investisseurs savent que cette situation se terminera, mais reconnaissent qu'il y aura énormément d'émissions de Bons du trésor pendant une bonne période.

Le Canada assiste à des changements encore plus dramatiques de la courbe de rendement, tel que l'illustre le graphique ci-dessus. Alors que le taux des obligations de 3 mois a chuté, de 1,5% il y a un mois, à 0,25% en raison de l'assouplissement de la Banque du Canada, le taux de l'obligation de 30 ans demeure au même niveau de 1,3%. Ceci signifie une augmentation de la courbe de rendement canadienne de l'ordre de 1,1%.

## Craintes des investisseurs à l'égard des obligations à long terme

À notre avis, le marché obligataire réagit simplement aux programmes de stimulus fiscaux et de dépenses financées par endettement. Le graphique ci-dessous sur l'écart de rendement entre les obligations de 3 mois et de 30 ans au Canada et aux États-Unis, illustre « l'accentuation » de la courbe à travers le temps. La prime de rendement est maintenant passée de 0,4% à 1,3% aux États-Unis au cours du dernier mois. Au Canada, elle est passée à 1,1%.

### Écart de rendement des obligations de 3 mois et de 30 ans au Canada et aux États-Unis



Source: Bloomberg

Depuis 1999, l'écart de la courbe de rendement entre les obligations de 3 mois et de 30 ans est d'environ 2%. L'écart actuel de 1,3% nous ramène donc aux niveaux de 2017. Il s'agit de planchers historiques. Nous prévoyons que le rendement des obligations à long terme augmentera lorsque l'économie s'améliorera, tandis que les taux à court terme demeureront fixés par les politiques de la Réserve pour un bon moment. Cette situation pourrait nous ramener aux niveaux de 3-4% post-récession des années 2002 à 2005 et 2009 à 2011. La mise en œuvre de l'assouplissement quantitatif après la Crise de la dette européenne de 2011 semblait maintenir les taux à long terme à un faible niveau, mais cette fois-ci la quantité énorme d'émission d'obligations et les immenses stimulus fiscaux sont là pour les financer.

## Prendre les grands moyens

Comme nous le mentionnions plus tôt, le gouvernement américain déploie d'énormes sommes d'argent sous forme de stimulus fiscaux, comme il se doit. Il est stupéfiant de voir les Républicains, qui s'opposaient au programme de sauvetage des actifs à risque (TARP) et aux stimulus économiques durant la Crise de crédit et la grande récession du temps d'Obama, plaider maintenant en faveur de « prendre les grands moyens ». Nous sommes franchement sidérés de la portée et de l'ampleur des vastes programmes de dépenses aux États-Unis, mis en

application pour faire face aux dommages du ralentissement économique lié à la pandémie de la COVID-19.

Le secrétaire du Conseil du Trésor aux États-Unis, Steven Mnuchin, discutait dimanche, de la semaine dernière sur Fox News des divers programmes que le Congrès américain se dépêchait de faire adopter. Mnuchin aurait également dit aux Sénateurs républicains qu'ils devaient adopter cette loi ou sinon risquer de voir le taux de chômage grimper à 20%, soit aux niveaux de la Grande Dépression des années 1930.

Mnuchin s'est certainement bien fait comprendre. Le programme initial de 1\$ billion avait augmenté à ce moment-là, à peine deux jours plus tard, à 1,8\$ billion, pour se terminer à 2\$ billions, au moment de la signature de cette législation par le président Trump vendredi dernier. Il y aura également un prêt de la Réserve fédérale de 4\$ billions pour venir en aide aux industries touchées.

## **Vous ne devez pas vous inquiéter d'emprunter**

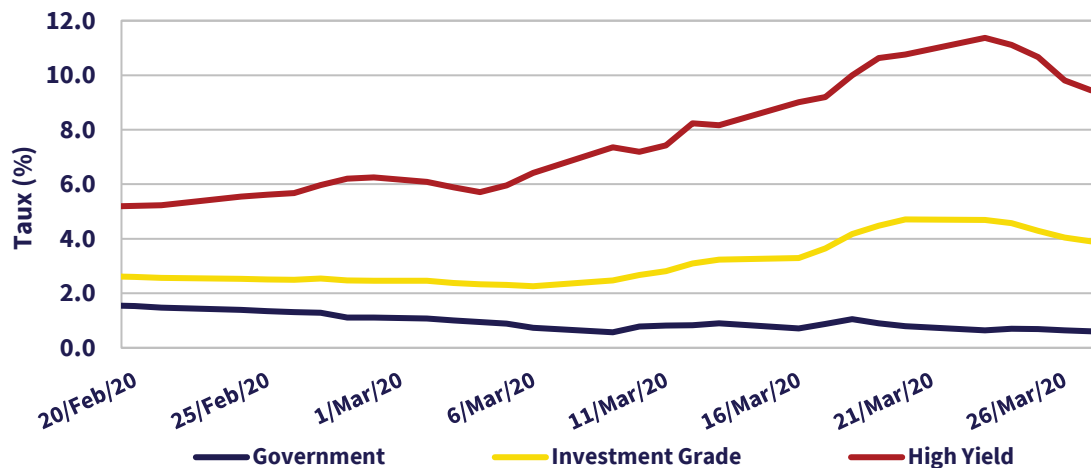
À vrai dire, les Républicains au Sénat semblaient être en compétition pour mettre en œuvre des dépenses plus importantes sur la COVID-19 que la Chambre des représentants contrôlée par les Démocrates. Les chiffres sont ahurissants et il semble qu'il y en aura encore davantage. Le conseiller économique de Trump, Larry Kudlow, commentait la situation sur Fox News:

*« 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.** »* A-t-il mentionné... Il a ajouté que *« **ce pays est si fort et notre crédit est si bon et notre devise est si fiable que nous pouvons nous permettre d'emprunter de l'argent.** À l'heure actuelle le prix moyen serait à peine de 30 ou 40 points de base. C'est un prix minime à payer pour investir dans les hommes et les femmes et les petites entreprises et ainsi de suite, pour faire rouler l'économie. »* (Traduction)

## **Les taux sont toujours élevés pour les obligations de sociétés**

Dans notre lettre de la semaine dernière, nous vous illustrons le graphique ci-dessous des taux des indices américains des obligations gouvernementales, de qualité supérieure et à rendement élevé ICE BofA (ICE). Cette démarche avait pour objectif de vous donner une idée de la rapidité à laquelle les taux des obligations de sociétés avaient monté aux États-Unis. Aujourd'hui, le taux de l'indice des obligations gouvernementales aux États-Unis se situe à 0,6%, soit une diminution de 1,2% de son niveau de 1,8% au 31 décembre 2019. Le taux de l'indice des titres de qualité supérieure a augmenté à 3,9%, en baisse de son sommet de la semaine dernière de 4,7%, mais demeure **une hausse** de 1,0% du niveau de 2,9% à la fin de l'année 2019! Le taux des obligations à rendement élevé se situait à 9,5%, une diminution de son sommet de 11,4%, mais demeure **une hausse** de 4,4% depuis le début de l'année.

### Les taux des obligations de qualité supérieure aux États-Unis et des indices de titres à rendement élevé



Source: Indices ICE BofA

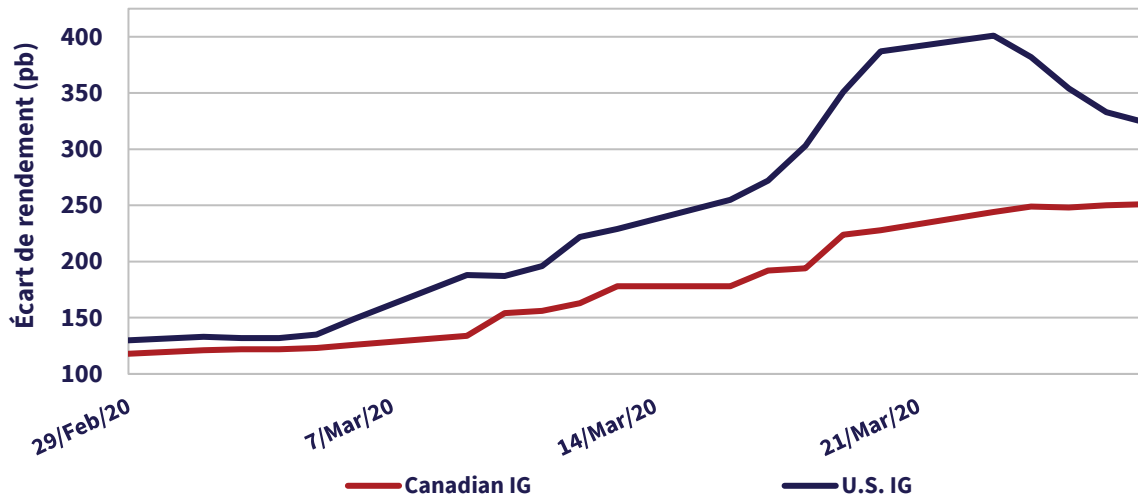
La forte augmentation de l'écart de rendement de l'indice des titres de qualité supérieure (QS moins les taux des obligations gouvernementales) est illustrée au graphique ci-dessous. Au cours des trois semaines avant le 24 mars, l'écart s'est élargi de 2,75%, avant de redescendre de ces sommets. Ceci s'est produit après la mise en application de la facilité de crédit de la Réserve fédérale sur les obligations de sociétés de qualité supérieure, qui a fait en sorte d'améliorer grandement la liquidité dans les marchés de crédit aux États-Unis au cours de la dernière semaine.

### L'augmentation moins importante des écarts de rendement des obligations de sociétés au Canada

Les écarts de rendement au Canada ont augmenté au cours de cette période, mais beaucoup moins. À notre avis, ceci s'explique en raison du manque de liquidité dans le marché des obligations de sociétés canadien, comparativement aux États-Unis, puisque les banques canadiennes subissaient des contraintes de financement et les facilités de crédit de la Banque du Canada n'avaient pas encore été mises en application et donc, peu de transactions ont été effectuées. Ceci signifie que les négociants n'avaient pas mis leurs livres en marché et n'ont pas « rejoint » les importants niveaux de transaction des États-Unis.

Le programme d'achat de prêts hypothécaires canadien (PAPHA) et le mécanisme des acceptations bancaires ont été mis en application la semaine dernière. Ceci a eu pour effet de créer davantage de liquidité dans les TH LNH et de procurer du financement aux banques canadiennes. Puisque les banques les ont rapidement utilisées, la BDC en a augmenté substantiellement la taille. Les transactions sur les obligations de sociétés canadiennes devraient augmenter avec l'ouverture du programme de rachat d'obligations de sociétés de la BDC, ce lundi le 30 mars.

## Écart de l'indice des titre de qualité supérieure au Canada et aux États-Unis



Source: Indices ICE BofA

### Chute des revenus des entreprises

Donc, c'est ce que nous constatons dans les marchés. Du point de vue macroéconomique, le mieux qu'on puisse dire, c'est que les gouvernements font ce qu'il faut au niveau fiscal, mais il faudra envisager qu'il restera une quantité énorme d'obligations gouvernementales. Du point de vue économique, nous prévoyons que plusieurs entreprises auront peu ou pas du tout de revenus durant trois à six mois. Les programmes de soutien gouvernemental seront déployés mais dans l'intervalle, le stress actuel pousse les entreprises à utiliser leurs marges de crédit et à émettre des obligations pour couvrir les baisses de revenus anticipées, en attendant le soutien nécessaire pour les aider à traverser le ralentissement économique causé par la COVID-19.

Selon notre meilleure estimation, il y aura au moins 2 trimestres de revenus sévèrement réduits ou inexistantes pour plusieurs entreprises et leurs employés. Comment cela se traduit-il dans les marchés financiers et économiques? Eh bien, il faut s'attendre à une chute de 50% de l'activité économique dans certaines industries, mais quelques secteurs, tels que les services publics et médicaux ne verront aucune baisse importante. Les dépenses gouvernementales ne seront pas réduites de manière importante, bien que les revenus fiscaux, eux, chuteront pour se voir soutenus par les emprunts. Puisque la consommation est de loin le plus important moteur de l'économie, il faudra probablement contempler une chute annuelle de 30%, qui se produira majoritairement au cours des deux prochains trimestres.

### Les retombées économiques

Une éventuelle reprise et remontée s'effectuera, mais il est très difficile de prédire les retombées. Certaines industries et entreprises obtiennent de meilleurs résultats en ce moment.



Les producteurs alimentaires, magasins d'alimentation et entreprises d'équipement médical fonctionnent à pleine capacité pour rencontrer la demande inattendue. Les marchands en ligne tels qu'Amazon embauchent un nombre important d'employés pour rencontrer la demande de livraison à domicile, en raison de la « distanciation sociale ».

## Revenus de voyage en disparition

Les déplacements d'affaires ou de plaisance se sont complètement arrêtés. Les lignes aériennes, les hôtels et les bateaux de croisières ont littéralement vu leur revenus disparaître. Les hôtels Marriott ont congédié leur personnel et le Wall Street Journal rapportait les paroles de leur PDG à l'effet qu'il s'agit de la pire situation de toute la longue histoire de cette chaîne hôtelière, avec ses affaires en baisse de 75%.

*«Le directeur général de Marriott, Arne Sorenson, a indiqué dans un message vidéo à ses employés jeudi que **les entreprises Marriott fonctionnent actuellement à 75% en-dessous de leurs niveaux normaux**, rendant cette période plus dévastatrice que toute autre période dans l'histoire de cette entreprise hôtelière presque centenaire. Il ajoute que **l'impact financier est encore pire que durant la période ayant fait suite au 11 septembre 2001 et celle de la crise financière de 2008-2009 combinées.**»*

## Des inconnus inconnus

Il se passe beaucoup de choses et il y a beaucoup « d'inconnus inconnus » en ce qui a trait à la situation médicale et l'économie. Il semble que la première phase de panique dans les marchés et de non-liquidité s'estompe grâce aux programmes de soutien gouvernemental et des banques centrales, comme l'illustre bien la chute des taux des obligations de sociétés aux États-Unis. L'incertitude médicale demeure présente et contiendra toute exubérance des marchés pour un bon moment. Lorsqu'il deviendra clair que la distanciation sociale aura réussi à contrôler la propagation de la COVID-19, les marchés se saisiront de la reprise économique éventuelle et répondront.

## Jouer à la chaise musicale dans le noir

Les marchés et les investisseurs qui en font partie procèdent actuellement au tri et tentent de départager les sociétés qui auront de bons résultats, de celles qui traverseront des difficultés. Les programmes de soutien gouvernemental ont été conclus à la hâte, mais les gens tentent toujours de comprendre leur fonctionnement et qui peut en bénéficier. Tout ceci suppose beaucoup de temps et d'hypothèses, puisque les relevés financiers historiques ne sont d'aucune aide pour la prochaine année.

Nous avons réfléchi à la situation actuelle et à la manière dont nous pouvons l'expliquer aux gens. Il nous semble que notre recherche en investissement s'assimile quelque peu à jouer à la chaise musicale dans le noir. Il nous faut décider où nous nous situerons lorsque la musique

s'arrêtera et s'il y aura une chaise pour s'asseoir. Pire encore, quelqu'un a fermé les lumières et nous devons nous diriger dans le noir!

## **La tyrannie de l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur**

Nous avons plusieurs fois discuté dans nos infolettres de la liquidité et de la tyrannie de l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur. Il n'y a pas si longtemps, nous soulignions qu'une opinion sur la valeur d'une obligation importe peu s'il faut vendre et que le seul acheteur se situe à un cours beaucoup plus faible.

Au début du mois de mars, la liquidité s'est évaporée en raison de la peur de l'inconnu et les cours des marchés ont chuté pour tous les titres, puisque les cours acheteurs ont descendu encore plus bas. Les cours vendeurs ont pris du temps à suivre vers le bas et l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur s'est élargi considérablement. La plupart des transactions ont été conclues du côté « acheteur », qui se situait beaucoup plus bas, puisque ceux qui détenaient les liquidités exigeaient des rendements immenses sur leur capital. Ainsi, les cours ont chuté à une vitesse vertigineuse.

Lorsque les programmes de liquidité des banques centrales ont été mis en action, les marchés ont commencé à s'améliorer et les ventes de panique se sont estompées. Les acheteurs ont commencé à monter leurs offres et les acheteurs attendaient pour de meilleurs prix et donc, les cours ont augmenté. Ceci dit, les cours sont toujours en baisse significative de leurs niveaux d'il y a un mois. Les choses s'amélioreront éventuellement et ceux qui auront du capital à investir peuvent toujours trouver de la valeur importante et enregistreront des gains lorsque les marchés se normaliseront. Nous constatons déjà une augmentation substantielle des cours de plusieurs des obligations que nous avons achetées au cours des dernières semaines.

Nous vous souhaitons de demeurer en bonne santé et de garder un bon moral dans votre distanciation sociale!

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 fondées 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.