

LE COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – JUILLET 2018

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 0,3 % en juillet, résultat passablement conforme au taux annualisé sous-jacent des titres détenus. Pendant le mois, nos positions dans les obligations et actions privilégiées de Aimia Inc. ont fait particulièrement bonne figure, s'étant appréciées à la lumière des offres non sollicitées d'Air Canada et d'AeroMexico pour l'acquisition des éléments d'actif de l'entreprise. Le Fonds a aussi tiré parti de la hausse du prix des actions privilégiées de Energy Fuels Inc., puisque la clôture de mines dans le secteur de l'uranium a entraîné le prix des titres sous-jacents vers la parité de conversion. Cela dit, ces gains ont été partiellement neutralisés par l'accès de faiblesse des obligations de Global Brokerage, qui ont fléchi lorsqu'un important actionnaire y a liquidé sa position, et par celui des billets convertibles de SunPower Corp, qui ont subi les contrecoups des craintes persistantes suscitées par les tarifs douaniers.

Dans l'ensemble, le marché des obligations de sociétés s'est avéré relativement stable en juillet. Les écarts de crédit des titres à rendement élevé et des obligations de bonne qualité se sont quelque peu resserrés, situation qu'a toutefois contrebalancée la hausse des taux d'intérêt repères gouvernementaux aux États-Unis et au Canada.

Les « probabilités » au sein du marché du crédit

L'été pour les placements s'apparente à l'hiver pour l'agriculture : c'est le calme plat. Les « gros joueurs » sont à l'extérieur, se prélassant sur leur yacht dans les Hamptons ou sirotant un verre au bord du lac à Muskoka. Dans l'absence du bourdonnement des activités saisonnières normales, nous consacrons plus de temps à la réparation des « pots cassés » et à l'examen de certains des enjeux ayant des incidences de longue haleine sur notre entreprise. L'un des enjeux qui accaparent notre esprit cet été porte sur les « probabilités » à long terme au sein du marché des titres de créance. Simplement dit, si vous ne saviez pas à quel stade le marché se trouvait, quel rendement moyen espérez-vous obtenir au sein des divers paliers du marché des titres de créance ?

Sur ce marché, les rendements totaux sont principalement tributaires des écarts, sur le plan positif, et des défauts de paiement, sur le plan négatif. On ne peut pas avoir l'un sans l'autre. Pour effectuer des calculs plus précis, il faut tenir compte des défauts de paiement déduction faite des recouvrements, qui sont souvent considérables. Et c'est sans compter le fait que les actifs improductifs ont tendance à très bien se comporter après la requête de mise en faillite.

En fonction de la meilleure étude à long terme sur la performance des titres à rendement élevé dont nous sommes au courant ¹, nous constatons que les défauts de paiement sont plus fréquents au sein des paliers inférieurs du marché du crédit, mais que les écarts additionnels compensent amplement les pertes. Pour la période de 1982 à 2014, qui inclut plusieurs récessions, les obligations de bonne qualité de sociétés américaines ont devancé de 1,05 % les bons du Trésor de durée comparable. Les titres à rendement élevé ont surclassé ces bons dans une marge encore plus grande, soit de 2,66 % par année. Quant aux obligations en défaut de paiement, les « gros méchants » de l'univers obligataire, elles font encore meilleure figure. Dans le cadre d'une étude distincte ² couvrant la période de 1987 à 2016, les obligations de sociétés en défaut de paiement et les prêts non remboursés ont obtenu un rendement composé moyen de 14 % au cours des deux premières années suivant la défaillance en question. Donc, sur un cycle, complet, le rendement supérieur contrebalance les risques additionnels, et plus on régresse le long du spectre, plus les gains sont élevés.

Bien que l'on obtienne des rendements moyens décent pour avoir assumé les risques de crédit, les points de départ et de fin sont très importants. Après des périodes où les écarts étaient serrés, l'indice des titres à rendement élevé a subi une perte supérieure à 6 % au chapitre du rendement total, et ce, à trois reprises au cours des 20 dernières années. Pour un marché dont les écarts de crédit sont plus serrés que jamais depuis plus d'un an, nous croyons qu'à moyen terme, les probabilités d'obtenir des rendements élevés sont plus ternes que d'habitude. Bien entendu, nous ne sommes pas des acheteurs indiciels et avons donc la capacité d'être sélectifs au moment de choisir des titres de créance. C'est pourquoi nous continuons de détenir certaines positions « fructueuses » qui nous inspirent des convictions élevées. Mais, dans l'ensemble, nous continuons d'accroître notre pondération de titres de bonne qualité (qui représente maintenant environ 28 % de l'actif du Fonds) et de donner priorité à la composante non cotée ou de qualité inférieure du portefeuille en raison de la probabilité de défaillance très faible des émetteurs. Parmi ces émetteurs, nous privilégions ceux d'obligations de premier rang et d'obligations à court terme. Nous continuons de consacrer la majorité de nos efforts de recherche au marché des titres à rendement élevé en raison de son potentiel supérieur au chapitre du rendement à long terme. Cela dit, notre orientation générale au deuxième semestre de 2018 vise la sécurité.

Nouvelles positions

En juillet, nous avons établi une position importante dans les obligations à 4,875 % de 2024 de Louisiana-Pacific Corp (LPX), dont le prix a été établi en fonction d'un rendement d'environ 5 %. LPX est l'un des principaux fabricants nord-américains de panneaux à copeaux orientés, matériau essentiel aux métiers du bâtiment. Bien que l'industrie où l'entreprise exerce ses activités affiche depuis quelque temps un taux de profitabilité élevé sur le plan cyclique, ce qui nous plaît surtout, c'est la sécurité à long terme découlant du bilan de LPX, qui présente une trésorerie nette. L'entreprise détient des liquidités supérieures à 800 millions de dollars, contre une dette active de seulement 350 millions de dollars. Nous voyons également d'un œil favorable son intention de recouvrer une notation de crédit de bonne qualité (comparativement à sa notation BB actuelle), ce qui devrait appuyer ses efforts visant à maintenir sa discipline financière et à diversifier ses produits. Comme nous estimons que son risque de défaillance sur 1 an est inférieur à 0,01 %, LPX représente, à notre avis, une occasion de placement avantageuse au chapitre du rapport risque-rendement.

Nous avons également continué d'accroître notre position dans des fonds d'obligations municipales américaines à capital fixe, offerts au rabais, puisque, malgré la reprise de certains titres sous-jacents, nous continuons d'y déceler des réductions de près de 15 % par rapport aux valeurs liquidatives quotidiennes. Ce mois-ci, nous avons investi davantage dans le Nuveen Quality Pennsylvania Municipal Income Fund (NQP), qui se négocie en fonction d'un rabais d'environ 15 % par rapport à sa valeur liquidative et affiche un rendement prévu de 4,78 %.

Nous avons accru la pondération de billets convertibles de SunPower Corp, qui a subi des pressions en juillet à la lumière des craintes entourant les répercussions des tarifs douaniers sur l'industrie de l'énergie solaire et la production excédentaire de panneaux solaires à des fins commerciales, qui ont ébranlé les investisseurs. Nous voyons d'un œil favorable les perspectives à long terme de SunPower, en sa qualité de principal intervenant au sein du marché commercial-industriel de l'énergie solaire aux États-Unis. De plus, nous croyons que Total SA, qui possède une participation de 57 % dans SunPower et détient aussi une part importante de la dette de l'entreprise, lui fournit un degré de soutien au crédit implicite et serait en mesure de combler les insuffisances de solvabilité à court terme, le cas échéant. Dégageant un rendement supérieur à 9 %, les débentures convertibles à 4 % de SunPower, qui viennent à échéance en 2023, nous semblent particulièrement avantageuses.

Positionnement du Fonds

Le rendement à l'échéance du Fonds au 31 juillet était de 5,3 %, son rendement actuel était de 4,6 % et la duration moyenne de ses instruments comportant une date d'échéance était de 2,3 ans. Il comporte une pondération de 2,6 % dans des titres en détresse achetés à un prix de restructuration et dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. La trésorerie représentait 4,6 % du portefeuille total au 31 juillet.

¹ Erik Hinnink, *Applied Working paper No 2016-3*, octobre 2016, Ortec Finance Research Center

² Altman/Benhenni, *The Anatomy of Investing in Defaulted Bonds and Loans*, Journal of Credit Risk, juillet 2017

Geoff Castle

1^{er} août 2018

Pour le rendement normalisé complet, veuillez visiter :

<https://www.penderfund.com/funds/pender-corporate-bond-fund/>

PENDER



www.penderfund.com



@penderfund



Gestion de capital PenderFund

Tournée vers l'avenir. En quête de valeur.

Les fonds communs de placement peuvent comporter des commissions de vente, des commissions de suivi, des frais de gestion et des dépenses. Veuillez lire le prospectus simplifié avant d'investir. Les taux de rendement indiqués correspondent à des taux de rendement composés annuels globaux historiques qui tiennent compte des variations de la valeur liquidative et qui sont présentés nets des frais de gestion et d'administration. Ils excluent les frais de souscription, les frais de rachat et les frais facultatifs, de même que tout impôt à payer par tout porteur de titres, lesquels montants viendraient réduire ces rendements. Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur change fréquemment et leur rendement antérieur ne se répète pas forcément. Cette communication est destinée aux fins de renseignements seulement et ne constitue pas une offre de vente ou d'achat de nos produits ou services. Il ne vise pas à fournir des conseils en matière de placements ni des conseils financiers à l'égard de n'importe quel sujet et n'est fourni qu'à titre indicatif. Tout a été fait pour veiller à l'exactitude de l'information figurant à la présente. Certaines des déclarations faites peuvent contenir des énoncés prospectifs impliquant des risques connus et inconnus, des incertitudes et d'autres facteurs qui pourraient influencer sur les résultats réels, sur les rendements et les réalisations de l'entreprise et sur les résultats enregistrés par le secteur, et les rendre sensiblement différents des résultats, des rendements et des réalisations futures explicites ou implicites exprimées dans ces énoncés prospectifs.

© Copyright PenderFund Capital Management Ltd. Tous droits réservés. Juillet 2018.