

LE COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – NOVEMBRE 2018

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement nul au mois de novembre, à savoir un rendement de 0,0 % exactement. Dans une large mesure, ce rendement neutre s'explique par la progression des obligations gouvernementales cotées AAA (les rendements ayant chuté sur les marchés obligataires de haute qualité) qui a été compensée par la pression continue exercée sur le crédit de moins bonne qualité.

En examinant tour à tour chaque titre de crédit que nous détenons, le portefeuille a profité de sa pondération de 15 % dans les bons du Trésor américain et les obligations du gouvernement du Canada, ainsi que de son exposition aux obligations et aux actions privilégiées de Aimia Inc. qui ont affiché une reprise lors du règlement définitif de la vente des actifs de l'entreprise à Air Canada. En outre, le portefeuille a également profité de la vigueur des obligations feuilles d'érable de haute qualité, notamment nos positions dans McDonald's et Disney.

Cette vigueur a néanmoins été compensée par la chute d'environ 8 % de notre position dans les obligations de premier rang du vraquier Navios. De plus, en dépit de leur faible pondération de 3 %, nos positions dans diverses actions privilégiées ont fait reculer le rendement de 15 points de base.

Survol du champ de bataille

Au cours de la dernière semaine de novembre, Jerome Powell, président de la réserve fédérale, a fait allusion au ralentissement du rythme des hausses de taux et les marchés boursiers s'en sont réjouis. Ce « cessez-le-feu » temporaire nous permet de sortir de notre trou de tirailleur pour sonder les éléments clés du marché du crédit.

En commençant par les écarts de crédit, nous constatons que l'écart des obligations de sociétés de bonne qualité (qui dépassait récemment celui des bons du Trésor américain de 148 points de base) et que celui des obligations à rendement élevé (qui dépassait récemment celui des bons du Trésor américain de 433 points de base) se sont élargi considérablement par rapport à leurs récents creux pluriannuels. La prime versée aux investisseurs dans les obligations à rendement élevé pour compenser le risque de défaut atteint désormais son plus haut niveau depuis 2016. D'autres domaines que nous suivons, y compris les prêts bancaires, les actions privilégiées, les obligations convertibles et les fonds à capital fixe axés sur le crédit, présentent tous une augmentation tout aussi frappante de la prime de risque.

Étant donné l'élargissement des écarts, le climat sur le marché est passé d'un bonheur général à une ambiance bien sombre. Les bonnes offres sont difficiles à trouver. En effet, l'un des principaux courtiers sur le marché offre en ce moment un regroupement d'idées de vente à découvert comprenant des titres de crédit cotés BBB à fort effet de levier qu'il perçoit comme des titres susceptibles de subir une décote. Il ne s'agit pas d'une grande heure de joie.

La Faucheuse ou Boucle d'or ? Découvrir des occasions en toute modération.

Nous ne nous sentons aucunement obligés d'agir comme une agence de relations publiques en faveur des marchés des capitaux. Toutefois, comme nous avons déjà traversé quelques cycles, nous nous rappelons qu'il peut ressortir quelque chose de positif même quand les temps sont sombres.

Contrairement aux attentes généralisées voulant que la Faucheuse se prépare à porter préjudice sans discernement aux portefeuilles de crédits, nous estimons qu'il existe toujours des secteurs susceptibles de profiter du ralentissement de la croissance américaine.

Pour commencer, nous estimons que le taux sans risque est intéressant, pour changer. Ainsi nous estimons que les obligations souveraines AAA des États-Unis et du Canada, d'une durée limitée, offrent les plus fortes probabilités de gains pour l'année qui commence aujourd'hui. La vigueur des titres cotés AAA pourrait découler d'une perspective économique en baisse, y compris des problèmes de crédit encourus par certaines entreprises qui trouvent difficile de refinancer leur dette arrivant à échéance. En outre, avec le marché des titres du Trésor protégés contre l'inflation (TIPS) qui annonce le repli de l'inflation, et compte tenu de ce qu'on peut qualifier d'une crise pour le crédit d'entreprise, on pourrait raisonnablement s'attendre à une année où le prix des obligations gouvernementales sera, pour le moins, stable. Nous n'émettons aucune hypothèse sur le rendement que pourraient atteindre les titres cotés AAA, mais nous sommes optimistes à l'égard des perspectives de ce secteur.

En nous tournant vers les titres à risque modéré, nous constatons encore que les fonds à capital fixe qui suivent le marché américain des obligations municipales se négocient à des rabais allant de 15 % à 17 % de leur valeur liquidative quotidienne. Nous estimons que les titres de crédit des États américains, en tant que groupe, présentent un risque relativement faible. En nous en tenant au crédit des États américains cotés « AA », nous constatons que les fonds municipaux à capital fixe qui dégagent des rendements de portefeuille allant de 4 % à 5 % se négocient à un rabais de plus de 15 %. Cela s'applique aux fonds nationaux ainsi qu'aux fonds axés sur le crédit très solide d'États comme celui de New York, de Pennsylvanie, du Maryland et de la Californie. Au cours de l'année à venir, le simple fait de réduire de moitié ces rabais par rapport à la valeur liquidative pourrait fournir aux détenteurs un rendement total de plus de 10 %. Ce risque semble intéressant.

En continuant notre lancée vers la prise de plus de risques, nous constatons avec enthousiasme la faiblesse du cours des titres du secteur immobilier résidentiel américain. À notre avis, les paramètres fondamentaux du secteur du logement américain sont satisfaisants, voire très solides, compte tenu de l'environnement des taux d'intérêt que l'on pourrait caractériser de modéré. En effet, le secteur américain de l'habitation est soutenu par le bon ratio d'endettement des consommateurs américains, une certaine demande refoulée en matière de la formation de nouveaux ménages, des valorisations d'actifs satisfaisantes et par la vigueur actuelle sur le marché du travail. Même dans un scénario de ralentissement, nous prévoyons que le secteur américain du logement continuera d'être résilient. Nous avons récemment constaté que Berkshire Hathaway, selon nous un répartiteur de capital dont la perspicacité est supérieure à la moyenne, a augmenté sa participation au secteur de la construction résidentielle.

Le scénario Boucle d'or (à savoir une inflation plus faible, mais pas assez faible pour se transformer en une spirale déflationniste) pourrait inverser les tendances dans certains secteurs roués de l'économie qui pourraient éventuellement devenir les secteurs gagnants de 2019. Nous accordons une attention particulière au crédit en dollars américains de certains émetteurs sur les marchés émergents et au crédit des producteurs de produits de base autre que le pétrole ainsi qu'au crédit des compagnies maritimes connexes. Si la hausse des taux en dollars américains a nui à cette partie du marché, la baisse des taux pourrait-elle stimuler une reprise ? Nous détenons des petites positions dans ces secteurs et attendons que les paramètres fondamentaux s'améliorent avant d'augmenter nos pondérations.

Nouveaux achats

Pour en revenir aux occasions que nous voyons dans le secteur immobilier résidentiel américain, nous avons ajouté au mois de novembre une position dans les obligations convertibles à 1,5 % dotées d'une échéance de 2023 du groupe Zillow au prix d'environ 85 \$. Zillow est le chef de file de l'information immobilière en ligne, un secteur qui devrait connaître une croissance séculaire dans le marché immobilier. Zillow a un profil de crédit solide et une dette de moins de 700 millions \$ couverte par une capitalisation boursière de 6 milliards \$ et une trésorerie nette positive au bilan. Nous estimons que la probabilité de défaut sur un an de Zillow se situe à moins de 0,06 %. Bien que la valeur de l'obligation ait fortement chuté, l'option de conversion d'une durée de quatre ans offre la possibilité d'une hausse théorique jusqu'à un rendement de 5 %.

Toujours dans le secteur du logement américain, nous avons investi dans les obligations privilégiées non garanties de Beazer Homes, basée à Atlanta. Nous avons déjà détenu des obligations de Beazer en 2016 et en 2017 et nous sommes à l'aise avec le profil de ce constructeur d'habitations bien nanti en matière d'actifs. Nous estimons que la dette émise par Beazer est largement couverte par sa trésorerie, ses stocks finis, ses biens fonciers et ses autres actifs durables. Le taux de rendement de la dette de Beazer était de l'ordre de 9 % lors de son acquisition et nous estimons que sa probabilité de défaut est inférieure à 1 %.

Nous avons déjà détenu certaines actions privilégiées à taux révisé de 5 ans offertes sur le marché canadien. En novembre, vu notre perspective nouvellement optimiste à l'égard de cette partie du marché, nous avons commencé à ajouter des petites positions dans certaines actions privilégiées à taux révisé dont le prix était fortement réduit. Parmi les émetteurs que nous avons ajoutés en novembre, citons Fairfax et Brookfield Office Properties.

Positionnement du Fonds

Le rendement à l'échéance du Fonds au 30 novembre était de 5,3 %, son rendement actuel était de 4,6 % et la durée moyenne de ses instruments comportant une date d'échéance était de 2,5 ans. Il comporte une pondération de 1,5 % dans des titres en détresse achetés à un prix de restructuration dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. La trésorerie représentait 2,8 % du portefeuille total au 30 novembre.

Geoff Castle

5 décembre 2018

¹ Catégorie F.

Pour le rendement normalisé complet, veuillez visiter : <http://www.penderfund.com/funds-and-performance>



www.fondspender.com



@penderfund



Gestion de capital PenderFund

PENDER

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.