

LE COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – DÉCEMBRE 2018

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de -0,1 % au mois de décembre et un rendement de 6,5 % pour l'année 2018.¹ Cette légère baisse constatée en décembre s'explique par la chute de la valeur des titres à rendement élevé, celle-ci étant jumelée avec l'élargissement des écarts de l'indice des titres à rendement élevé par rapport aux bons du Trésor. Cela fut compensé par une légère augmentation de la valeur des obligations gouvernementales cotées AAA du Fonds, des obligations d'entreprise de bonne qualité qu'il détient et de certaines récentes acquisitions, y compris des actions privilégiées à taux révisé.

En examinant tour à tour chaque titre de crédit que nous détenons, le Fonds a été touché par le recul de certains titres liés aux produits de base, y compris les obligations convertibles de Energy Fuels, dont la valeur marchande de l'action sous-jacente est tombée sous le seuil de la parité, et celles de W&T Offshore, dont les titres de crédit ont réagi à la chute du prix du pétrole. Notre position dans les obligations de 2023 de Dean Foods a également accusé un certain recul au mois de décembre, car, bien qu'elle ait récemment rationalisé sa capacité de production, le marché a continué à se montrer sceptique à l'égard du potentiel de reprise de l'entreprise. Nous nous attendons à ce que l'année 2019 soit plus avantageuse pour ces positions.

Cette faiblesse fut compensée par l'exposition du Fonds aux actions privilégiées (actuellement d'environ 5 %), celles-ci ayant connu une reprise en fin d'année. Le Fonds a également bénéficié de la progression des titres de crédit gouvernementaux et d'entreprise de bonne qualité, y compris nos importantes positions dans les obligations feuilles d'érables de 2025 de McDonald's Corp. et notre exposition aux obligations dotées d'une courte échéance des deux grandes compagnies de chemin de fer du Canada, à savoir le Canadien National et le Canadien Pacifique.

Tout ce que vous avez toujours voulu savoir sur le crédit à haut rendement sans jamais oser le demander

Après l'élargissement de 230 points de base des écarts de crédit des obligations à rendement élevé au cours des derniers mois (période au cours de laquelle nous avons constaté la baisse de plus de 5 % des FNB indiciaires à rendement élevé), nous avons remarqué que les questions que nous posaient nos clients portaient davantage sur le risque que sur les occasions. Voici quelques questions que l'on nous pose fréquemment :

S'agit-il d'un fonds à rendement élevé ? Le Fonds est réellement un portefeuille mixte, comprenant des titres à rendement élevé. Il ne s'agit pas d'un mandat composé exclusivement de titres à rendement élevé. Nous tentons de nous protéger contre l'évolution des cycles du marché en adaptant notre pondération des risques. En fin d'année, les obligations de bonne qualité représentaient 34 % de l'actif du Fonds. En outre, 10 % des actifs du Fonds étaient investis dans des titres de bonne qualité détenus par des Fonds à capital fixe ou bien dans des actions privilégiées d'entreprises émettrices d'obligations de bonne qualité. Une grande partie de la pondération résiduelle du Fonds est investie dans des titres de crédit qui ne sont pas cotés comme étant de bonne qualité, mais qui, à notre avis, sont dotés de caractéristiques fondamentales (comme la couverture de la dette par la capitalisation boursière, un faible ratio de la dette sur les flux de trésorerie, un niveau de liquidités élevé, etc.) susceptibles d'offrir une probabilité de défaut tout aussi faible que certains titres de crédit les mieux cotés. Toutefois, il est vrai que le crédit à rendement élevé constitue un élément clé de notre stratégie visant à obtenir un rendement sur les titres de crédit supérieur à la moyenne.

Pourquoi avez-vous une exposition aux titres à rendement élevé ? Dans un monde où il semblerait que les horizons temporels des investisseurs diminuent constamment, nous avons l'étrange sentiment d'être vieux jeu lorsque nous nous penchons sur les études universitaires évaluées par des pairs qui établissent les chances à long terme du secteur obligataire. Et les perspectives sont claires : des décennies d'expérience, de reprises, d'effondrements, de baisses et de hausses du marché de crédit, nous ont appris que le rendement total des titres de crédit de moins bonne qualité dépasse largement celui des titres de crédit de bonne qualité.² En effet, en utilisant les moyennes à long terme, la catégorie de titres ayant dégagé le meilleur rendement est le crédit sur lequel il y a récemment eu défaut.³ Maintenant que les écarts de crédit des titres à rendement élevé ont retrouvé des niveaux qui se rapprochent de leur moyenne historique, nous estimons que les chances penchent en faveur d'une hausse importante des rendements des titres à rendement élevé plutôt que des titres de crédit de bonne qualité.

Il semblerait que nous soyons dans un environnement où les écarts s'élargissent – jusqu'où cela peut-il aller ? Au cours des vingt-cinq dernières années, nous avons constaté cinq périodes au cours desquelles les écarts se sont élargis, c'est-à-dire où l'écart de l'indice des titres à rendement élevé par rapport aux bons du Trésor américain dépassait les 500 points de base (nous en sommes actuellement à environ +540 points de base). En dehors des événements particuliers de 2008, les autres cycles ont atteint en moyenne un sommet de 850 points de base et la durée de l'événement du début à son apogée était d'un peu moins d'un an. Ce n'est pas que nous essayions de faire peur à nos investisseurs, mais nous voulons que tous nos porteurs de parts sachent que, bien que les marchés aient été volatils au cours des derniers mois, les conditions sur le marché des titres à rendement élevé peuvent être encore plus agitées. Cela dit, notre expérience nous apprend que si nous souhaitons qu'une catégorie d'actifs dégage des rendements supérieurs à la moyenne sur un horizon temporel important, il faut qu'elle traverse périodiquement des niveaux de volatilité qui peuvent être effrayants. On ne fait pas d'omelette sans casser des œufs. Les rendements élevés s'accompagnent d'une volatilité occasionnelle.

Comment saurez-vous que le moment est venu d'augmenter votre exposition au risque ? Bien que le niveau des écarts de crédit des indices nous donne une idée approximative de quand le marché du crédit est à bon prix, la vraie vie est en fait plus complexe. Il s'avère que le marché est un amalgame de sous marchés qui suivent diverses industries, valeurs mobilières, zones géographiques et ainsi de suite. Ainsi, titre par titre, nous tombons éventuellement sur un titre à l'égard duquel le marché présume la pire des situations sans que cela soit justifié par les faits. Comme nous l'avons fait en décembre, il nous arrive souvent d'ajouter à nos portefeuilles lorsque d'autres se concentrent sur la cristallisation d'une perte fiscale ou sur le remaniement d'un portefeuille plus conservateur en fin d'année. Quant à nous, nous nous réveillons de bon matin pour dénicher des écarts entre le prix et la valeur d'un placement... et nous commençons à les trouver.

Nouveaux achats

Le mois de décembre nous a présenté de bonnes occasions de placement. Parmi les secteurs dans lesquels nous avons augmenté notre pondération, citons les fonds de placement à capital fixe axés sur les obligations municipales américaines. Le marché était plutôt volatil au mois de décembre et nous avons constaté la hausse des prix des obligations municipales sous-jacentes. Cependant, nous avons également constaté des rabais par rapport à la valeur liquidative qui atteignent des niveaux jamais vus en dehors de quelques semaines en pleine crise financière de 2008-2009. Nous en avons profité pour ajouter une nouvelle position dans le Nuveen Quality Municipal Income Fund (NAD US Equity).

Le prix des actions privilégiées à taux révisé a lui aussi fortement chuté. Nous en avons profité pour acheter les actions privilégiées de série G de Brookfield Office Properties à un prix nous offrant un rendement actuel des dividendes de 6,5 % et un rendement des dividendes plancher implicite de 6,5 % lui aussi, mais dont la pondération peut augmenter jusqu'à concurrence du rendement des obligations

gouvernementales du Canada sur cinq ans. Le rendement après impôt des actions privilégiées de Brookfield est de 8,5 %, soit un niveau nettement plus élevé que celui de la dette de l'entreprise, ce qui semble indiquer que les actions privilégiées de l'émetteur représentent une meilleure affaire que sa dette.

Nous avons aussi ouvert une nouvelle position dans les obligations convertibles de 2022 de GoPro Inc. GoPro fabrique les caméras mobiles les plus populaires permettant l'enregistrement en direct de séquences vidéo pour les athlètes et les aventuriers. Avec un bilan qui est solide et une équipe de gestion qui se concentre sur la génération de liquidités et la maîtrise de sa dette, nous estimons que le rendement à l'échéance de 10 % de ces obligations convertibles est très attrayant vu sa probabilité de défaut sur un an que nous estimons à 1,0 %.

Positionnement du Fonds

Le rendement à l'échéance du Fonds au 31 décembre était de 6,3 %, son rendement actuel était de 5,1 % et la durée moyenne de ses instruments comportant une date d'échéance était de 2,5 années. Il comporte une pondération de 1,3 % 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 1 % du portefeuille total au 31 décembre.

Geoff Castle

4 janvier 2019

¹ Catégorie F.

² Erik Hinnink, document de travail de recherche appliquée n° 2016-3, octobre 2016, centre de recherche de Ortec Finance.

³ Altman, Benhenni, « The Anatomy of Investing in Defaulted Bonds and Loans », The Journal of Credit Risk, juillet 2017.

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



www.fondspender.com



@pendersfund



Gestion de capital PenderFund

PENDER
Gestion de Capital PenderFund Ltée

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. Janvier 2019.