

LE COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – DÉCEMBRE 2019

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement positif de 1,2 %¹ au mois de décembre et un rendement total de 5,6 %¹ pour l'année 2019. L'année s'est bien terminée pour les marchés du crédit, exception faite des obligations de bonne qualité dotées d'une échéance plus longue, dont le cours a diminué quelque peu au fur et à mesure que les rendements ont augmenté le long de la courbe des rendements.

Parmi les titres ayant contribué positivement aux rendements au mois de décembre, nommons Paratek Pharmaceuticals dont les obligations convertibles ont progressé. En effet, l'entreprise a annoncé qu'elle avait reçu des subventions valant plus de 200 millions \$ ainsi que des ordres d'achat de la part du gouvernement américain. Nommons également les obligations de 2020 émises par Briggs et Stratton, dont les perspectives de refinancement étaient perçues plus favorablement par les investisseurs. Qui plus est, nos actions privilégiées à taux rajusté ont également progressé compte tenu de l'amélioration des perspectives pour le rendement des obligations sur cinq ans émises par le gouvernement du Canada.

Ces gains ont été contrebalancés, dans une certaine mesure, par les obligations convertibles et les actions privilégiées émises par Just Energy, dont le cours a chuté suite à l'annonce par ce négociant en énergie qu'il suspendrait le versement de dividendes dans le cadre d'une modification apportée à l'accord de convention conclu avec ses prêteurs de premier rang. Les perspectives pour un redressement complet nous semblent bonnes dans ce cas-ci, compte tenu de l'engagement des propriétaires d'actions stratégiques et de la poursuite de la rentabilité opérationnelle de l'entreprise.

Les délices cachés du crédit... et d'autres choses que nous recherchons

Nous avons longtemps apprécié les espèces les plus rares de notre planète, la plus difficile à découvrir étant peut-être le tristement célèbre Wampahoofus. Possédant deux jambes gauches qui sont plus courtes que ses deux jambes droites, le Wampahoofus est parfaitement adapté au pâturage sur le sommet gazonné de collines escarpées. Malheureusement, bien que nous ayons décelé son parfum et parfois même vu ses traces bien caractéristiques, personne n'a encore réussi à en voir un de près. Hélas, les Wampahoofus préfèrent rester de l'autre côté de la colline.

Il est presque aussi difficile de découvrir les « choux à la crème » du marché du crédit. Ils offrent des rendements qui sont supérieurs aux taux en vigueur et ils représentent également pour les marchés du crédit ce qui ressemble à « une maison à l'épreuve du feu ». À notre avis, un bon exemple est celui des obligations convertibles à 0,875 % de SunPower dotées d'une échéance de juin 2021. Le cours de ces obligations qui viendront à échéance dans moins de 15 mois a récemment atteint 92 \$, avec un rendement à l'échéance de 7 %.

SunPower, comme nos lecteurs habituels se souviendront, est en fait une filiale à participation majoritaire de Total, S.A., mastodonte français du secteur de l'énergie. Cette entité dont la capitalisation boursière atteint les 140 milliards \$ est cotée « A+ » par Standard & Poors. Même si les obligations convertibles de 2021 de SunPower ne sont pas garanties formellement par la société mère, elles

¹ Catégorie F

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

semblent néanmoins être bien protégées puisque l'équivalent de plus de 250 millions \$ de cette émission obligataire de 450 millions \$ appartient à Total.

Un autre argument pour le remboursement de la dette se trouve dans l'abondance relative de liquidités dans le bilan de l'entreprise. Le solde de trésorerie qui était de 189 millions \$ au 30 septembre dernier sera bientôt renfloué à hauteur de 425 millions \$ lorsque l'entreprise aura conclu certaines opérations. De plus, du point de vue des flux de trésorerie, les perspectives sont bonnes pour SunPower maintenant qu'elle s'est défait de son opération manufacturière à haute intensité en capital. À notre avis, ce leader du domaine des solutions en énergie solaire pour les bâtiments résidentiels et commerciaux générera des recettes supplémentaires de 100 millions \$ en flux de trésorerie disponible avant la date d'échéance.

Rien n'est certain dans cette vie, sauf peut-être le fait que les Wampahoofus seront toujours de l'autre côté de la colline. Mais nous avons suffisamment confiance dans la probabilité de paiement des obligations à courte échéance émises par SunPower pour leur conférer le titre de « choux à la crème ».

Nouveaux achats... une belle occasion du côté des titres à taux variable

Les faibles prix au mois de décembre nous ont amenés à ouvrir des positions dans certains titres à taux variable. Bien que la tendance déflationniste ait, en général, fait baisser le taux sans risque pendant la majeure partie des quarante dernières années, nous constatons maintenant qu'il existe une lueur d'espoir pour les titres à taux variable, du moins pour le moment.

Commençons par le prix. Bien que le cours du crédit à taux fixe semble être « valorisé pour la perfection », plusieurs marchés du crédit à taux variable ont beaucoup souffert. Réfléchissez à la remise à deux chiffres par rapport à la VL des fonds à capital fixe américains se spécialisant dans les prêts garantis à taux flottant de premier rang, ou aux remises importantes par rapport à la valeur au pair des actions privilégiées canadiennes. Nous constatons également des remises importantes par rapport à la valeur au pair du côté des obligations à taux variable dotées d'une longue échéance émises par les institutions financières américaines. De plus, ces remises existent malgré les rendements actuellement beaucoup plus élevés offerts par ces instruments par rapport aux instruments à taux fixe dotés d'un crédit d'une qualité comparable.

En comparaison, les cours actuels du marché offrent un rapport risque-rendement peu attrayant sur le plan historique pour les investisseurs en obligations à taux fixe dotées d'une longue échéance. De plus, la prime de risque à terme des obligations à 10 ans du Trésor américain, qui mesure le rendement supplémentaire obtenu par les investisseurs qui prolongent l'échéance, est extrêmement faible. Cet indice, dont la valeur moyenne était d'environ 2 % au cours de la dernière décennie, a clôturé le mois de décembre à -0,5 %, niveau se rapprochant de son niveau historiquement le plus faible.

De plus, le cycle de souscription de prêts, que nous considérons comme un contre-indicateur, pourrait être en surchauffe en ce qui concerne les titres à taux fixe dotés d'une échéance plus longue. L'année 2019 est la seule autre année dans l'histoire où les émetteurs américains d'obligations à haut rendement ont recueilli des fonds dotés d'une échéance de 8 ans tout en offrant un rendement qui était inférieur à 4 %. Entre-temps, l'émission d'obligations à terme à taux variable a été relativement faible. Si vous êtes d'avis que Wall Street a tendance à vendre à ses clients ce qu'ils veulent, plutôt que ce dont ils ont besoin, alors les titres à taux variable pourraient faire un retour en force et les acheteurs d'obligations à longue échéance pourraient finir par regretter leur enthousiasme de 2019.

Enfin, la tendance sous-jacente du rendement des bons du Trésor pourrait, éventuellement, être en train de changer. Malgré les médias qui ne cessent de parler de rendements négatifs partout dans le monde, il est important de se rappeler que le rendement historiquement faible de 0,58 % obtenu par les obligations du Trésor américain à cinq ans fut constaté il y a déjà plus de sept ans (en 2012) et qu'il a

progressé depuis selon un facteur de presque trois. Le rendement sur 10 ans le plus faible jamais obtenu (1,37 %) remonte à juillet 2016 et les niveaux actuels atteignent 1,92 %, à savoir une progression de 40 %². Après la panique considérable au sujet d'une récession en 2019, le rendement des obligations américaines dotées d'une échéance de 30 ans a touché son plus bas niveau historique (moins de 2 %), mais il a depuis progressé de plus de 20 % et atteint 2,39 %². Si le taux sans risque est en chute libre, ce n'est pas en se fiant à la courbe des rendements que vous vous en rendrez compte. En fait, elle semble être en hausse.

Positionnement du Fonds

Le rendement à l'échéance du Fonds au 31 décembre était de 5,6 %, son rendement actuel était de 4,5 % et la durée moyenne de ses instruments comportant une date d'échéance était de 2,8 années. Il comporte une pondération de 1,9 % 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 6,4 % du portefeuille au 31 décembre.

Geoff Castle
7 janvier 2020.

¹ Catégorie F.

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



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 2020.

² Depuis le début de l'année jusqu'au 31 décembre 2019; source : PenderFund, Bloomberg.