FONDS D'OBLIGATIONS DE SOCIÉTÉS PENDER

LE COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – JANVIER 2020

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement légèrement positif au mois de janvier. Ceci s'explique par l'essoufflement de la reprise du crédit doté d'écarts importants constatée en début d'année étant donné que les investisseurs se concentraient, entre autres questions, sur les risques liés à l'apparition du coronavirus.

Parmi les titres en portefeuille qui ont bien progressé, nommons les obligations convertibles de SunPower, dont la progression s'explique par la réaction du marché aux activités de restructuration orientées sur les distributions de l'entreprise, et les crédits et obligations émis par le groupe McDermott International, dont la progression s'explique par les importants progrès réalisés par l'entreprise en matière de la restructuration de sa dette.

Ces gains ont été partiellement contrebalancés par la faiblesse des obligations de Just Energy, qui ont été touchées par l'importante disposition d'obligations effectuée par un fonds négocié en Bourse à la fermeture des marchés le 31 janvier. Les titres émis par certaines entreprises du secteur des ressources ont également accusé un retard vu la faiblesse du prix de certains produits de base.

Et, à la fin du mois de janvier, nous avons lancé le Fonds univers obligataire Pender. Ce mandat combine une pondération de 40 % au Fonds d'obligations de sociétés Pender, à laquelle s'ajoute une pondération accrue des titres de crédit de bonne qualité libellés en dollars canadiens détenus actuellement dans le Fonds d'obligations de sociétés Pender.

La valeur actuelle et future de l'argent dans un monde qui ne cesse d'en imprimer

Un boulanger se doit de comprendre la farine. Cela fait tout simplement partie de son travail. De même, ceux d'entre nous qui travaillent avec l'argent, même si nous nous concentrons plutôt sur le placement dans des entreprises individuelles et leurs titres de crédit, doivent bien comprendre l'argent. L'argent, après tout, est le moyen que nous utilisons pour préserver et faire croître la valeur.

Depuis bientôt 50 ans, les Canadiens, de même que la majorité des habitants de la planète continuent d'utiliser de la monnaie fiduciaire, c'est-à-dire une monnaie qui n'est pas garantie par un actif ni par un droit particulier. En fin de compte, la valeur de cette monnaie **dépend de la confiance** que lui accordent les utilisateurs quant à son utilité. Si nous passons devant une publicité qui annonce un cinq à sept où les bières coûtent cinq dollars, et si le prix est toujours le même à 17 h, alors les billets de cinq dollars sont utiles et il vaut la peine de les conserver pendant la journée pour être certain de pouvoir prendre un verre en fin de journée. Notre confiance est justifiée.

Au cours de périodes plus longues, la confiance en la valeur de l'argent dépend des perspectives des participants du marché quant à l'inflation. Il fut un temps dans les années 1980 où les participants du marché avaient peu de confiance en leur pouvoir d'achat futur, et les investisseurs en obligations gouvernementales à 10 ans réclamaient des taux d'intérêt s'approchant de 20 % avant d'être convaincus que le pouvoir d'achat réel de leur patrimoine investi serait préservé.

Au cours des quatre dernières décennies, certains facteurs importants ont freiné les pressions inflationnistes. Parmi ces facteurs, nommons la **tendance démographique** vers une population plus âgée qui consomme moins, la **révolution technologique** qui a freiné la hausse des salaires en permettant l'automatisation des procédés, le **système commercial mondial** qui a permis aux marchés mondiaux d'avoir accès à la production à faible coût, notamment en Asie, et, plus récemment, **l'augmentation du**

niveau de dette contracté par les citoyens et les entités gouvernementales qui a pour conséquence de faire baisser la consommation courante[1].

Et si jamais ces facteurs ne suffisaient pas, les récentes interventions mises en place par les banques centrales ont eu pour conséquence de maintenir le prix des obligations à long terme au niveau qu'il atteindrait si les forces inflationnistes étaient très faibles. Ainsi, nous nous retrouvons avec les obligations à 10 ans du gouvernement du Canada qui offrent un rendement de 1,4 %.

Il est possible d'imprimer de l'argent, mais personne ne peut imprimer la richesse

Nous reconnaissons le pouvoir de l'impression de billets par les banques centrales. Mais nous reconnaissons également que, bien qu'il soit possible d'imprimer de l'argent, il n'est cependant pas possible d'imprimer la richesse. Il est toujours possible de rétablir le prix nominal des obligations gouvernementales en imprimant de l'argent. Mais cette mesure n'augmente pas nécessairement la **valeur réelle** de ces obligations. Si une telle stratégie fonctionnait à tous les coups, alors le Zimbabwe serait le pays le plus riche au monde!

Ainsi, les investisseurs doivent continuer de réfléchir à ce qui explique les pressions inflationnistes, même si les banques centrales continuent d'acheter des obligations. Et nous sommes d'avis que de nouvelles sources de pressions inflationnistes pourraient être en train de voir le jour.

Le premier risque est **la tendance baissière du libre-échange mondial.** Dans la mesure où le libre échange perd de sa popularité, la main-d'œuvre locale pourrait exercer plus de pouvoir et faire augmenter les coûts unitaires. Le second risque est l'impact de plus en plus évident du **changement climatique**, qui oblige le gouvernement à mettre en œuvre des interventions publiques de sauvetage ainsi que des restaurations d'urgence financées par l'État, et qui risque également de réduire la production dans des secteurs comme celui de l'agriculture. Le troisième risque est celui qui est lié aux futures **dépenses consacrées à la sécurité sociale et à la santé** aux États-Unis et dans d'autres grandes démocraties... surtout lorsque l'on compare la croissance des dépenses consacrées à la sécurité sociale et à la santé à l'assiette de l'impôt sur le revenu des particuliers. Le quatrième risque est **la corruption**. C'est une chose que de dire que les banques centrales impriment de l'argent pour l'injecter sur les marchés à des fins soi-disant nobles. Mais il existe d'autres fins pour lesquelles les banques *pourraient* imprimer de l'argent. De plus, impossible de savoir si les grandes démocraties occidentales seront toujours menées par des personnes non corrompues. En bref, il existe à notre avis plusieurs facteurs qui pourraient modifier la tendance de l'inflation et, par extension, la tendance des rendements du crédit.

Tout cela étant dit, nous continuons de privilégier les obligations dotées d'une courte durée, ainsi que les titres ayant un bon potentiel de croissance dans un monde où les tendances inflationnistes pourraient revoir le jour.

Nouveaux achats

Nous avons au mois de janvier ouvert une position dans les prêts et les obligations de premier rang de Parr Pacific Holdings, une entreprise qui exploite des raffineries de pétrole à Hawaii et dans d'autres marchés américains relativement moins compétitifs. Bien que nous ne soyons pas très optimistes quant à la croissance à long terme du volume des produits pétroliers raffinés, nous estimons que les avantages concurrentiels de l'entreprise sur le plan régional et que sa capacité en tant que raffineur à gérer les marges plutôt que les volumes, représentent des facteurs positifs importants pour le crédit. Avec un

[1]Pour une analyse plus approfondie de ces facteurs, veuillez consulter le livre d'Edward Yardeni intitulé Predicting the Markets : A Professional Autobiography.

rendement de plus de 7 % et une probabilité de défaut sur un an que nous estimons être à moins de 0,05 %, le rapport risque-récompense de cette émission nous semble intéressant.

Aussi au mois de janvier, nous avons ouvert une position dans les obligations convertibles d'Intelsat S.A., l'un des principaux opérateurs de satellites au monde. L'entreprise est soumise à des pressions en raison de son niveau d'endettement relativement important et de l'incertitude concernant la vente prochaine de sa capacité en bande C. Les obligations d'Intelsat ont fortement chuté après que les manœuvres politiques du Congrès des États-Unis aient obligé les acteurs du marché à réduire leurs attentes quant au produit de la vente de la capacité en bande C de l'entreprise. À notre avis, le marché a réagi de façon excessive aux manœuvres du Congrès américain et nous sommes d'avis que l'entreprise a tout de même une influence considérable lui permettant d'obtenir un bon résultat de la vente de sa capacité en bande C. À la fin du mois, le cours des obligations convertibles d'Intelsat représentait un peu moins de la moitié de leur valeur nominale.

Nous avons également investi dans deux séries d'obligations à taux variable de l'entreprise dublinoise Aercap Holdings, la plus grande société de location d'avions du monde. Les obligations à taux variable d'Aercap, dont le prix représente environ 80 % de la valeur nominale et dont le rendement à l'échéance (qui est longue) atteint plus de 5 %, subissent des pressions. Leur impopularité « double » découle de l'exposition de l'entreprise au secteur de l'aviation commerciale en pleine crise du coronavirus, ainsi que leur statut en tant que structures à taux variable ayant mis au point un rabais particulier par rapport aux titres à taux fixe. À notre avis, Aercap est un chef de file du secteur de la location d'avions disposant d'importants avantages concurrentiels qui permettent à l'entreprise de profiter d'une rentabilité durable qui est supérieure à celle de ses concurrents. De plus, Standard & Poor's a récemment donné la notation de BBB à Aercap et l'entreprise bénéficie d'un avantage quant à ses coûts de financement puisqu'il s'agit maintenant d'un des rares locateurs d'avions dont la cote de crédit est de bonne qualité.

Positionnement du Fonds

Le rendement à l'échéance du Fonds au 31 janvier était de 5,4 %, son rendement actuel était de 4,7 % et la duration moyenne de ses instruments comportant une date d'échéance était de 2,9 années. Il comporte une pondération de 3,5 % 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 0,6 % du portefeuille au 31 janvier.

Geoff Castle
6 février 2020

PENDER
Gestion de Capital PenderFund Ltée

www.fondspender.com

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 influer 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. Février 2020.