

## LE COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – MARS 2020

Bien que la gestion de portefeuille demeure notre objectif principal, nous souhaitons commencer ce commentaire en vous disant que nous espérons que vous et votre famille êtes en bonne santé pendant cette crise que nous traversons.

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a accusé un fort retard au mois de mars et il n'a pas pu échapper à l'importante et soudaine baisse qui a déferlé sur les marchés du crédit partout dans le monde. La cause immédiate comporte deux volets : l'arrêt de la croissance économique engendré par le COVID-19 et l'effondrement du marché pétrolier. Les porteurs de parts de la catégorie en devise américaine (par exemple, PGF 511) et ceux détenant des catégories non couvertes (par exemple, PGF 518) du Fonds ont obtenu de meilleurs résultats que les porteurs de parts des autres catégories. Ceci s'explique par la chute d'environ 5 % du dollar canadien par rapport au dollar américain pendant le mois de mars. Il convient, cependant, de noter que ces catégories ont elles aussi accusé un recul considérable. Pour donner une idée de l'ampleur des changements sur le marché, citons le fait que le rendement à l'échéance du Fonds, qui était de 4,95 % à la fin du mois de février, atteint actuellement 9,16 %, à savoir un rendement nettement plus élevé qu'il ne l'était.

Le Fonds comportait plusieurs points vulnérables compte tenu du fait que plusieurs industries et secteurs ont été touchés par de nombreux facteurs. Les obligations émises par les producteurs de pétrole et de gaz, qui représentaient environ 6 % du Fonds à la fin du mois de février, ont chuté fortement, la valeur de certains titres ayant chuté de plus de moitié. Nous sommes d'avis que ce secteur, dont la pondération au sein du portefeuille est toujours de 4 %, pourrait éventuellement représenter une belle occasion de profiter de la reprise découlant de la réduction de la production de pétrole dont l'objectif est de réduire les niveaux d'inventaire. D'autres titres ayant accusé un retard sont les titres à taux variable et à taux révisé qui ont emboîté le pas aux baisses des taux. Ils se négocient actuellement à un cours inférieur aux creux de 2015. Les obligations à rendement élevé, peu importe le secteur, ont également chuté de quelques points de base étant donné que les investisseurs évitaient les actifs à risque.

Les titres ayant contribué positivement au rendement relatif du Fonds sont les obligations du gouvernement du Canada, ainsi que d'autres titres de crédit de haute qualité et de durée courte émis par des émetteurs comme CN Rail, Verisign et Apple. Cependant, même les écarts des obligations d'entreprises de grande qualité se sont élargis pendant la période.

### **Une feuille de route pour investir sur le marché du crédit en ces temps de turbulence des marchés**

Nous nous retrouvons dans un marché volatil et incertain. Dans de telles circonstances, nous nous fions à notre processus de placement et nous nous engageons envers certains principes directeurs qui régissent nos actions :

Conserver les pondérations du Fonds : Afin d'avoir la possibilité de tirer parti des occasions qui se présentent à nous et de maintenir la confiance des investisseurs envers le Fonds, il est important de conserver les pondérations du Fonds en ce qui concerne les différents niveaux du risque. Il peut être très tentant de profiter du prix fortement réduit des obligations et d'en acheter le plus possible, mais le fait est que nous devons préserver la liquidité et la flexibilité du Fonds en maintenant une forte pondération en espèces, en obligations gouvernementales et en titres dont le risque de défaut est faible.

Gérer le Fonds en tenant compte des détenteurs de parts axés sur le long terme : La volatilité des marchés signifie qu'il pourrait arriver que le cours d'exercice d'une obligation diffère grandement du cours cité par votre courtier. Il est donc particulièrement important en ces temps de valoriser le fonds de manière exacte, *sans tenir compte du fait qu'agir ainsi pourrait éventuellement avoir un impact négatif à court terme sur la valeur liquidative du Fonds*. Nous sommes d'avis que la valeur liquidative finira par rebondir. Mais, à court terme, il ne faudrait pas que le cours du Fonds soit artificiellement gonflé par des cours périmés, ou par des cours qui reflètent nos nombreux achats. Les acheteurs doivent pouvoir faire confiance à la valeur liquidative du Fonds.

Investir dans les marchés dans lesquels la Fed investit : Nous vivons à une époque extraordinaire en ce qui concerne les interventions des banques centrales sur le marché. Plusieurs marchés qui n'avaient jusqu'ici pas fait l'objet d'achats directs de la part de la Réserve fédérale sont maintenant appuyés, du moins en partie, par un acheteur disposant d'une capacité à acheter qui est théoriquement sans limites. L'histoire récente nous montre que les grandes banques centrales peuvent réussir à faire évoluer les prix sur les marchés qu'elles soutiennent. Les marchés appuyés par la Fed ne sont pas les *seuls* marchés auxquels nous nous intéressons en ce moment, mais il est vrai que l'activité des banques centrales a un effet sur l'équation risque-récompense dans certaines parties prioritaires du marché du crédit, par exemple, les obligations de sociétés et les obligations municipales de bonne qualité. Et qui sommes-nous pour lutter contre la Fed?

Il est important d'être conscient du fait que la structure du capital pourrait éventuellement changer : Bien que le prix de plusieurs obligations de sociétés est faible, elles ne sont pas toutes très intéressantes. Même un solide bilan d'entreprise peut paraître bien pire après plusieurs mois de baisse des revenus. À notre avis, une bonne stratégie consiste à nous concentrer sur la dette dont le rang est le plus élevé, étant donné que plusieurs entreprises prélèvent sur leurs facilités de crédit pour combler leurs pertes plutôt que pour financer des actifs productifs. La dette de premier rang pourrait devancer la dette subordonnée au sortir de la crise si cette dernière a été stratifiée au moyen de créances prioritaires et de crédits à terme rotatif.

### **Nouveaux achats**

Pendant le mois de mars, nous avons ouvert plusieurs positions dans des fonds à capital fixe, ce qui signifie que notre pondération dans cette catégorie d'actifs est passée d'environ 1 % à environ 5 %. Nous nous sommes concentrés sur les fonds à capital fixe axés sur les obligations municipales américaines, dont plusieurs se négociaient à des creux historiques au cours du mois dernier. Nous sommes d'avis que le bon fonctionnement financier des gouvernements étatiques et locaux est essentiel en ce qui concerne l'intervention d'urgence au COVID-19 et que la Réserve fédérale fera probablement tout ce qu'il faut pour appuyer le marché obligataire municipal.

Nous nous sommes concentrés notamment sur l'ajout de fonds à capital fixe et à caractère national dotés d'un important flottant. Parmi nos achats, citons le Fonds Nuveen Quality Municipal Income Fund (NAD) qui se négociait à un escompte de plus de 23 % en mars. Nous avons également acheté le Fonds BlackRock Muni Intermediate Duration Fund (MUI) ainsi que quelques autres titres.

En ce qui concerne les fonds à capital fixe, nous avons également acheté des obligations de bonne qualité, une partie du marché privilégiée par les opérations d'open market de la Réserve fédérale. Le Fonds BlackRock Limited Duration Income Trust (BLW), qui investit dans des obligations de sociétés à court terme de bonne qualité, a offert un escompte allant jusqu'à 24 % par rapport à la valeur liquidative quotidienne au mois de mars. Dans tous ces cas, nous sommes d'avis que le fait de tirer profit du double avantage que nous procure la remontée éventuelle de la valeur liquidative sous-jacente, combinée avec l'exploitation de l'escompte, pourrait nous permettre d'obtenir un rendement bien supérieur sur les fonds à capital fixe plutôt que sur les obligations sous-jacentes en tant que telles.

Pour ce qui est des positions créditrices individuelles, nous avons ouvert une position dans les obligations non garanties de Micron Technology Inc., l'un des plus importants fournisseurs au monde de puces utilisées dans la fabrication d'ordinateurs personnels. Une nouvelle tendance vers le travail à

distance, combinée à l'achat d'obligations de bonne qualité par la Fed, a donné un nouvel élan à l'obligation de 5,327 % dotée d'une échéance en 2009 de Micron, dont le cours avait diminué de plus de 20 points de base par rapport au début du mois de mars. La situation de trésorerie de Micron valant 8 milliards \$ dépasse sa dette totale valant 6 milliards \$ et la capitalisation boursière de l'entreprise valant 45 milliards \$ est encourageante sur le plan de la marge de sécurité dont profitent les détenteurs de la dette. Nous estimons que la probabilité de défaut sur un an de Micron est de moins de 0,1 %, avec un rendement au moment de l'achat qui dépasse les 6 %.

### **Positionnement du Fonds**

Le rendement à l'échéance du Fonds au 31 mars était de 9,16 %, son rendement actuel était de 5,72 % et la durée moyenne de ses instruments comportant une date d'échéance était de 2,75 années. Il comporte une pondération de 1,69 % 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 2,5 % du portefeuille au 31 mars.

Geoff Castle

6 avril 2020



[www.fondspender.com](http://www.fondspender.com)

**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. Mars 2020.