

PENDER FIXED INCOME

COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – DÉCEMBRE 2021

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a passé le fil d'arrivée de 2021 avec un rendement annuel de 10,3 %, déduction faite des frais et des coûts, qui inclut un gain de 0,5 % en décembre. Notre mandat de titres de catégorie investissement (CI), soit le Fonds obligataire universel Pender, a dégagé un rendement positif de 2,0 %¹ en 2021, dont un rendement de 0,5 % pour décembre.

La performance des fonds a évolué en contexte de hausse du rendement des bons gouvernementaux, qui a nui aux marchés des titres de créance et à laquelle la compression des écarts n'a fait que légèrement contreponds. Dans cette mise à jour, nous répondons à certaines des questions les plus souvent posées en fin d'année.

Quels sont les facteurs qui ont permis d'obtenir des rendements différentiels en 2021?

En 2021, le Fonds d'obligations de société Pender a tiré profit de décisions judicieuses prises pendant la période de panique du printemps 2020. Parmi nos meilleurs coups, on note notre mainmise sur un assortiment de titres en grande difficulté, bon nombre évalués sous les 50 cents le dollar vers le milieu de 2020. Nous avons ensuite attendu patiemment qu'ils retrouvent des niveaux plus élevés. Le prêt à terme de Chesapeake Energy Corporation (NASDAQ : CHK), acheté à moins de 40 cents le dollar, en est un bon exemple. Nous avons conservé notre position tandis que l'entreprise effectuait une demande de protection en vertu du chapitre 11, pour ensuite vendre lorsque le prix de ses titres a grimpé aussi haut que 1,20 \$.

Les actions privilégiées à taux révisés figuraient également parmi les catégories avantageuses. Non seulement celles-ci ont-elles profité du resserrement des écarts de crédit, mais également des perspectives de hausse des taux d'intérêt, laquelle a fait croître les dividendes anticipés. En général, les gens ne conçoivent pas BCE Inc. (TSE : BCE) comme étant un émetteur en mesure de dégager un rendement à deux chiffres avec ses actions privilégiées, mais c'est exactement ce qui s'est produit : le rendement total des actions privilégiées de Bell Canada s'élevait à plus de 35 % en 2021. Nous avons eu la chance d'acheter ces titres lorsque peu de personnes estimaient qu'une hausse des taux était à prévoir.

Maintenant, la chose relève du consensus.

Parmi les autres éléments qui nous ont donné un coup de pouce en 2021, notamment pour le Fonds obligataire universel Pender : garder notre duration à des niveaux étroits. Nous ne savions pas que l'obligation du gouvernement canadien sur 10 ans allait passer d'un rendement de 0,76 % à 1,4 %, mais tout le monde pouvait déterminer qu'advenant cette issue, la perte en capital s'établirait environ à 7 % – une grosse perte potentielle comparativement à un rendement à l'échéance de 0,7 %! Par conséquent, nous avons maintenu une durée beaucoup plus courte que les indices passifs et cela a porté ses fruits.

Comment le contexte a-t-il changé au seuil de 2022 par rapport à 2021?

La plus grande différence tient de la position de la Fed. Nous avons commencé l'année 2021 avec la conviction que la Fed, par ses actions, serait là pour prêter mainforte. Elle achetait des obligations à tour de bras et la hausse des taux d'intérêt n'était sur les lèvres d'à peu près personne. Maintenant, tous s'entendent pour dire que les banques centrales conserveront un plafond, sans toutefois savoir où ce plafond se situe. Entre-temps, tous les graphiques semblent illustrer la même prévision : les hausses de taux s'en viennent.

Sur le plan du rendement, les choses n'ont pas beaucoup bougé. Les écarts ont orchestré un resserrement l'année dernière, mais cette compression a été contrebalancée par la hausse du rendement des obligations gouvernementales. Par exemple, le rendement réel de l'indice CE BoA US High Yield, qui s'établissait à 4,3 % au début de 2021, se trouvait à moins de 0,1 % de ce niveau à la fin de l'année¹.

Le rendement des titres de catégorie investissement (CI) est un peu plus dodu cette année par rapport à celui d'il y a 12 mois. Par exemple, le rendement de l'indice BBB est d'environ 2,6 %, comparativement à 2,1 % en décembre dernier². Cela dit, le rendement des titres CI se situe toujours en deçà du plus récent taux d'inflation.

Le contexte actuel se caractérise également par un faible niveau de titres de sociétés en difficulté, après une hausse des cas de défaut en 2020-2021, puisque la COVID a entraîné la faillite de plusieurs entreprises. Il reste que le redressement des 12 derniers mois a fait table rase des cas de défaut plus récents. À cet égard, CreditSights prévoit des taux de défaut

¹ FRED – St. Louis Federal Reserve, en ligne. 31 décembre 2021.

bien en dessous de la moyenne pour 2022². Ce qui ne veut pas dire qu'il faille cesser d'être sur nos gardes, mais l'absence relative et prévue des cas de défaut suggère qu'il y aura moins d'activités de rééchelonnement en 2022.

Comment envisager 2022, comparativement à 2021?

Notre approche présentera de nombreuses similitudes entre les deux années. De bien des façons, un gestionnaire de portefeuille est un peu comme le personnage de Bill Murray dans « Groundhog Day » (*Un jour sans fin*) : il se réveille chaque jour avec la tâche de sonder le marché des titres de créance à la recherche de titres défavorisés qui offrent un rendement supérieur à la moyenne et sont assortis d'un risque de défaut faible ou gérable. Cette approche nous force à passer d'un secteur à l'autre, puisque nous avons ainsi tendance à « suivre la misère ». De ce fait, nous en sommes à tranquillement liquider nos positions dans le secteur du pétrole et gaz naturel, les écarts s'y étant resserrés, pour répandre nos avoirs ailleurs, notamment dans le marché des titres convertibles où le prix de certaines actions a souffert, mais le rendement obligataire a pris son envol. À titre d'illustration, prenons notre position dans les obligations convertibles de Groupon, Inc. (NASDAQ : GRPN), un mercatien internet. Celles-ci ont été émises au prix nominal en 2021, mais se négociaient à un prix aussi bas que 75 cents le dollar en septembre 2021.

En revanche pour 2022, nous avons l'intention de mettre notre « envergure » à bon usage avec plus d'aplomb afin de créer des occasions de rendement pour le Fonds. En 2021, nous avons travaillé avec trois émetteurs auprès desquels nous détenions des participations de taille dans le but d'échanger nos positions obligataires à escompte contre des titres à valeur plus élevée. Il s'agissait de transactions où tous y trouvaient son parti : les émetteurs ont été en mesure de réduire leur dette ou de prolonger les échéances et nous avons été en mesure d'augmenter la valeur du Fonds, au nom de nos clients. Nous serons à la recherche d'autres occasions comme celles-là en 2022.

En outre, une participation dans les structures de capital plus traditionnellement désirables figurera aussi parmi nos zones de mire cette année. Au cours des quelques dernières années, la prévision d'une amélioration éventuelle des flux monétaires d'une entreprise particulière au gré des redressements cycliques s'est avérée avantageuse. Comme nous nous trouvons au milieu du cycle, il est tentant d'avancer que bon nombre des secteurs d'activités exploitent maintenant près de leur plein potentiel. Par conséquent, les mesures traditionnelles comme la couverture de l'intérêt et le ratio dette/BAIIDA revêtent plus d'importance maintenant que le potentiel non réalisé des entreprises.

Qu'achetez-vous maintenant?

Nous avons renchéri sur notre position dans les billets adossés de Beacon Roofing Supply, Inc. (NASDAQ : BECN), à 4,5 % venant à échéance en 2026. Nous aimons les affaires de Beacon. L'entreprise distribue des bardeaux, des produits de recouvrement mural extérieur et des gouttières dans toute l'Amérique du Nord. Le profil de la demande est relativement régulier puisque la majorité est issue de travaux d'entretien et de rénovation, plutôt que de nouvelles constructions. Sa dette adossée représente moins de la valeur de l'inventaire de la société et le ratio BAIIDA/intérêts débiteurs s'établit à environ 7 x au cours des 12 plus récents mois. Pour une quelconque raison, les bonnes gens de la Standard & Poor's continuent d'octroyer une cote de « B+ » à Beacon, mais nous évaluons la probabilité de défaut sur un an de la société à moins de 0,05 %, un résultat qui s'avère de bien supérieur à bon nombre de titres de catégorie investissement. Nous ne nous enrichirons pas avec un rendement à l'échéance de 3,6 % en 2026, toutefois, dans l'éventualité où les choses devaient tourner au vinaigre, les investisseurs pourraient être davantage intéressés par de tels titres stables.

Du côté plus avantageux, nous avons accru notre position dans les obligations convertibles d'Esperion Therapeutics, Inc. (NASDAQ : ESPR), à 4 % venant à échéance en 2025, que nous avons récemment évalué à environ 52 cents le dollar. Esperion fabrique une statine à la fine pointe de la technologie pour les personnes atteintes de cholestérol élevé et présentant un risque de crise cardiaque. La FDA a approuvé le médicament, d'avis qu'il présente un meilleur profil sur le plan des effets secondaires et que son efficacité d'ensemble est supérieure à Lipitor, pour lequel des versions génériques existent depuis belle lurette. Toutefois, le moment choisi pour lancer un médicament en prophylaxie, alors que les gens ne voient plus leur médecin sur une base régulière en raison de la pandémie, n'était pas des plus opportuns. La société a néanmoins persévéré et les ventes au cours du dernier trimestre de 2021 ont triplé celles d'il y a un an. Cette entreprise jouit de liquidités supérieures à ses dettes et d'un produit utile qui profite d'un taux de vente à la hausse. Elle est cependant assortie d'obligations qui se négocient à environ la moitié de sa valeur nominale et présente

² US Investment Grade and High Yield 2022 Outlook: Use it or Lose It, Winnie Clear, CreditSights, décembre 2021

un rendement à l'échéance de 23 %. En scénario de liquidation, nous estimons que la valeur du médicament serait supérieure à celle de la dette. Les initiés achètent ses actions. Alors, pourquoi s'en priver?

Quel est votre positionnement?

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 5,3 % au 31 décembre, le rendement actuel s'établissant à 4,6 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,6 années. Il comporte une pondération de 2,5 % dans des titres en détresse dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 2,4 % du portefeuille total au 31 décembre.

Geoff Castle

10 janvier 2022



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. Lorsque le rendement d'un fonds est affiché, il s'agit du rendement des parts d'une catégorie particulière; d'autres catégories de parts sont offertes et pourraient présenter des frais et des rendements différents. Cette communication est fournie à des fins de renseignements seulement et ne constitue pas une offre de vente ou d'achat de nos produits ou services. Elle 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 fournie qu'à titre indicatif. Tout a été fait pour veiller à l'exactitude de l'information figurant à la présente. Certaines des déclarations 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 du Fonds ou des entreprises mentionnées et sur les résultats enregistrés par le secteur, et les rendre sensiblement différents des résultats, des rendements et des réalisations futures explicites ou implicites exprimés dans ces énoncés prospectifs.

© Copyright PenderFund Capital Management Ltd. Tous droits réservés, janvier 2022.