

COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – JANVIER 2022

Au cours du premier mois tumultueux de 2022, le Fonds d'obligations de sociétés Pender a essuyé un revers de -0,9 %¹, soit un résultat qui ne correspond pas à nos attentes, il va sans dire, mais relativement solide si l'on considère l'état du marché pendant cette période. En effet, janvier a été la scène de chutes marquées, tant du côté des titres à rendement élevé que ceux de catégorie investissement, les principaux acteurs ayant dû accepter le fait que la Fed risque de procéder à un resserrement de sa politique monétaire.

La solidité relative du Fonds en janvier relève en partie de sa pondération dans des obligations de courte durée et de sa participation aux catégories d'actif à coupon variable comme les prêts à terme et les actions privilégiées à taux révisés. Toutefois, on notait quelques zones brillantes dans le bassin des titres à rendement élevé qui ont prêté main-forte à la valeur liquidative du Fonds, y compris les billets convertibles de Groupon, Inc. qui ont grimpé de 13 %, portés par une réévaluation importante du portefeuille de placement de l'entreprise. Notre position dans les prêts à terme de Royal Caribbean Cruises Ltd., venant à échéance en avril 2022, a également pris de l'avant à l'issue d'un financement de 1 milliard \$ complété, rendant le remboursement extrêmement probable. Finalement, les pondérations dans le secteur du pétrole et gaz naturel ont également bien fini le mois, notamment notre position dans les billets garantis, échéant en 2023, de W&T Offshore, Inc. et les obligations convertibles de Surge Energy Inc.

Les portefeuilles des investisseurs en janvier ont vu rouge, sachant que pratiquement tous les indices boursiers et obligataires ont chuté suivant le repositionnement abrupt de la Fed à titre de banque centrale déterminée à combattre l'inflation. Dans le portefeuille du Fonds, on notait des zones de faiblesse dans les avoirs à plus longue durée, comme les billets de Fairfax Financial Holdings Limited, à 3,95 % venant à échéance en 2031, qui ont perdu plus de trois points pendant le mois. Bien que les minorations ne soient jamais agréables, nous considérons la fluctuation du prix des obligations de grande qualité comme étant simplement un glissement des rendements divulgués, de la période actuelle à une période future. Nous sommes à l'aise avec l'idée que McDonald's, Fairfax, Pepsi et autres avoirs de grande qualité sont assortis d'un risque de défaut plutôt limité, ce qui veut dire qu'une liquidation sur les marchés aurait probablement pour effet principal de nous faire augmenter nos prévisions sur le plan du rendement entre maintenant et la date d'échéance.

La planche à billets tourne? Quelques données à contre-courant font surface

Pour ceux d'entre nous qui suivent les exploits du volet financier de Twitter (le FinTwit pour les partisans), l'année 2021 a engendré une multitude de messages sur l'inflation naissante alors que la pandémie s'estompait. Dans certaines publications, on voit Jerome Powell, les yeux bien écarquillés, qui se tient à cheval sur une ancienne planche à billets tandis qu'il imprime furieusement de l'argent au grand plaisir des commentateurs qui y vont allègrement de leur « version » quant à notre descente inévitable vers une inflation de style Weimar. Tout, on le suppose, est possible, mais le mois de janvier a mis au jour quelques données probantes qui ne correspondent pas exactement à cette trajectoire où les taux d'intérêt et les taux d'inflation sont des lignes droites qui vont vers le haut et vers la droite.

Prenez par exemple le curieux cas de l'acier laminé à chaud. Au fur et à mesure que les travailleurs, en cette ère pandémique, ont privilégié leurs automobiles privées au détriment des transports publics, le prix des voitures neuves et usagées a monté en flèche. Conséquemment, bon nombre des matériaux de fabrication de ces véhicules, comme l'acier laminé à chaud, ont aussi vu leur prix augmenter considérablement. Depuis un creux pandémique de 470 \$ la tonne à

¹ Tous les rendements signalés sont ceux des parts de catégorie F du Fonds. D'autres catégories de parts sont offertes. Celles-ci pourraient présenter des frais et des rendements différents.

l'été 2020, le prix de l'acier laminé à chaud s'est élevé à 1 960 \$ la tonne en septembre 2021. Toutefois, depuis lors, son prix a entamé un déclin de plus de 500 \$ la tonne². Bien que l'inflation à l'égard du prix de l'acier laminé à chaud soit notable sur une base annuelle, sur une base séquentielle, nous observons quatre mois de recul rapide. Cette situation s'explique partiellement par le carnet de commandes relativement moins débordant pour les biens de consommation durables comme les voitures et les appareils ménagers. Mais les consommateurs sont capricieux. Lorsqu'on augmente le prix des choses qu'ils souhaitent acheter, ils veulent en acheter moins. Et c'est peut-être cette dynamique qui est à l'œuvre dans le marché de l'acier.

Partout dans la région du Pacifique, il a été difficile d'ignorer l'implosion financière soutenue de nombreux et grands promoteurs immobiliers chinois. Prenons par exemple China Evergrande Group, un géant qui bat maintenant de l'aile. Il y a cinq ans, les capitaux propres allaient chercher plus de 45 milliards \$ US en plus d'une dette obligataire de 100 milliards \$ qui se négociaient à la valeur nominale. Or, les actions de la société ne valent pour ainsi dire plus rien et ses titres de créance peuvent être achetés à moins de 20 cents le dollar. Evergrande est loin d'être le seul exemple. La production excédentaire de tours résidentielles par une variété de promoteurs a mené l'une des industries les plus importantes au monde (les entreprises de construction chinoises emploient plus de 50 millions de personnes) à vivre une période de détresse financière et de contraction qui n'est pas sans rappeler l'expérience américaine de 2007-2009. Bien que les programmes de sauvetage et de relance puissent améliorer la situation, le développement immobilier chinois semble vivre une superbe gueule de bois après avoir fait la fête de façon spectaculaire pendant très longtemps.

La contraction de quelques industries, tandis que bon nombre jouissent d'une croissance rapide, ne vient pas annoncer nécessairement la fin immédiate des pressions inflationnistes. Toutefois, les mesures de resserrement récentes de la Réserve fédérale, et en toute honnêteté, de presque toutes les autres banques centrales à part celle de la Chine, devraient avoir l'effet d'une douche froide sur l'inflation après quelque temps. Maintenant, il reste à élucider quand le refroidissement se fera sentir et dans quelle mesure! Il subsiste assez de gouvernements, secteurs d'activité et de personnes qui ont contracté des dettes moyennant des taux d'intérêt extrêmement faibles et pour qui une hausse des taux, aussi petite soit-elle, risque d'entraîner des retombées importantes.

Parfois, la douleur d'une perte financière engourdit les sens des investisseurs. En effet, il est possible que certaines des personnes investies dans les obligations de grande qualité frémissent encore sous le choc des reculs enregistrés là où ils s'y attendaient le moins. Il est très tentant dans ces circonstances de se ruer sur quelque chose qui se tire mieux d'affaire. Le brouillard causé par l'anxiété peut dans ces cas-là empêcher de voir ce qui risque fort d'arriver. Or, nous avons une petite idée, d'ailleurs toujours plus nette, de ce qui nous attend et mieux vaut ne pas se mettre en travers de la Fed. Par conséquent, nous continuons d'ajouter des titres de créance de grande qualité à notre répartition qui évolue.

Nouvelles positions

En janvier, nous avons tiré parti de taux plus élevés dans les obligations de grande qualité afin d'augmenter considérablement notre position dans les obligations de PepsiCo, Inc., échéant en 2024. Cette émission en dollars canadiens se négocie à un écart légèrement plus grand comparativement à son indice de référence canadien que les émissions en dollars américains par rapport à la courbe des bons du Trésor américain, le tout grâce à son statut exotique « d'émission étrangère ». Toutefois, nous sommes tout à fait à l'aise avec le profil de crédit de Pepsi; même si son rendement d'environ 1,9 % à l'échéance ne nous enrichira pas des tonnes, cet avoir vient appuyer la position liquide solide et la qualité du crédit du Fonds.

Également en janvier, nous avons établi une position dans les actions privilégiées convertibles, à 9,5 %, de Targa Resources Corp., laquelle représente, à notre avis, une occasion unique sur le plan du rendement dans le cadre d'une situation hautement défensive. Les actions privilégiées à 9,5 % sont substantiellement en jeu du point de vue de la convertibilité. Cependant, en raison de la caractéristique d'appel des actions privilégiées, l'issue la plus probable, à notre avis, se révélera la suivante : les titres seront rappelés au cours des deux prochaines années à un niveau qui entraînera

² Bloomberg, 31 janvier 2022

un seul TRI supérieur à 8 %. Les activités médianes de l'entreprise affichent une bonne performance, assorties d'une rentabilité solide et constante. Nous considérons que la probabilité de défaut de cet émetteur se situe à moins de 0,1 %.

Finalement, nous avons acquis une position dans les prêts à terme de premier rang de Canopy Growth Corp., à 9,5 %. Bien que Canopy dispose de nombreuses forces internes sur le plan du crédit, y compris un bilan où le capital se situe à trois fois les dettes de premier rang, notre source principale de confort est dérivée de la solide relation entre elle et Constellation Brands, entreprise mondiale de marketing de spiritueux qui la détient à 36 %. Par l'entremise d'un contrôle par le conseil, d'activités de marketing coopératives et de liens d'investissement entre les deux structures de capital, nous estimons que Canopy se comporte dans les faits comme une filiale. Constellation est assortie d'une cote de catégorie investissement BBB et a dégagé des flux monétaires libres supérieurs à 2 milliards \$ au cours des 12 derniers mois.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 5,4 % au 31 janvier, 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 5,1 % du portefeuille total au 31 janvier.

Geoff Castle
7 février 2022



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, en plus d'autres taxes. 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, février 2022.