

**COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – AVRIL 2022**

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de -1,6 %<sup>1</sup> en avril. En contexte boursier difficile, le Fonds a continué de surpasser son indice de référence et sa catégorie.

Dans un marché où peu de phares éclairent la route, nous avons néanmoins su trouver quelques zones de lumière. L'optimisme à l'égard de la fin potentielle de la mise en tutelle des institutions financières spécialisées d'intérêt public (Government-Sponsored Enterprises ou GSE), notre investissement dans les actions privilégiées de la Federal National Mortgage Association (OTCPK : FNMA) et de la Federal Home Loan Mortgage Corporation (OTCPK : FMCC) a porté ses fruits. Les titres de créance du secteur de la biotechnologie, dont les cours tiennent déjà compte d'un avenir plutôt peu reluisant, ont aussi bien tiré leur épingle du jeu comme en témoignent les gains supérieurs à 3 % des obligations convertibles de Tricida Inc. (NASDAQ : TCDA), Esperion Therapeutics, Inc. (NASDAQ : ESPR) et Precigen, Inc. (NASDAQ : PGEN). Finalement, nous avons tiré parti de l'offre d'Elon Musk à l'égard de Twitter, Inc. (NYSE : TWTR), laquelle nous a permis de liquider notre position dans les billets de l'entreprise, venant à échéance en 2027 et antérieurement vendus à escompte, moyennant un prix supérieur au pair.

Mises à part les quelques bonnes nouvelles mentionnées ci-dessus, bon nombre de nos avoirs ont terminé le mois dans le rouge, la combinaison des taux sans risques à la hausse et l'élargissement des écarts ayant nui aux évaluations actuelles. À titre d'exemple, les billets à 4 % venant à échéance en 2029 de MSCI Inc. (NYSE : MSCI) ont chuté de 5 points en avril pour dégager un rendement d'environ 5,3 % en vertu d'une échéance de sept ans. Nous affectionnons toujours le profil de crédit de MSCI; sa position en tant qu'éditeur d'indices présente des caractéristiques comparables à une société de services, et nous considérons ses titres de créance attrayants.

**Vos questions et notre raisonnement**

L'année 2022 a été une année historique en matière de rajustement des taux d'intérêt à la hausse, entraînant par la même occasion une débandade généralisée sur les marchés des capitaux. Dans ce contexte volatil et évolutif, plus de questions nous viennent à l'esprit que de réponses, mais nous tenterons d'éclaircir certains de nos fils de pensée sur quelques questions clés :

Qu'est-ce qui se passe en 2022?

Nous constatons que la Fed ainsi que les autres banques centrales réagissent aux taux d'inflation qui sont, très honnêtement, beaucoup plus élevés et beaucoup moins passagers que prévu. La direction de Jerome Powell, président du conseil de la Fed, visant une hausse rapide des taux des fonds fédéraux, jumelée à des plans visant à infirmer une grande partie du programme de rachats obligataires (établi pour tempérer les effets de la crise sanitaire), a fait en sorte que les taux se sont réinitialisés plus haut tout le long de la courbe tandis que les investisseurs s'ajustent à cette nouvelle réalité. Par exemple, une soudaine hausse du rendement de 2 % entraîne un déclin du prix de plus de 8 % pour une obligation sur cinq ans et un déclin de plus de 16 % pour une obligation sur dix ans. Les augmentations du rendement des obligations d'État peuvent faire augmenter le taux d'escompte parmi les actions et les autres types d'actifs risqués, et c'est la raison pour laquelle le portefeuille typique bien diversifié semble être marqué au fer rouge en 2022.

Quand la correction des prix obligataires prendra-t-elle fin?

De toute évidence, personne ne connaît la réponse à cette question. Toutefois, nous pouvons tenter de déterminer quels événements et prix pourraient orchestrer un revirement de situation. Si la hausse de l'inflation est le problème, alors la stabilisation de l'inflation, voire son déclin, pourrait signifier un changement de cap. La plus récente série de chiffres sur l'inflation des prix à la consommation se situe toujours à des sommets records. Toutefois, nous commençons à voir certains prix (comme celui de l'acier, du bois d'œuvre et du blé) commencer à reculer depuis leurs plus récents sommets.

---

<sup>1</sup> 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.

Le ralentissement des activités immobilières et une réduction soudaine des nouveaux financements par emprunt et des PAPE représentent le type d'indicateurs qui laissent deviner un apaisement de l'inflation à la consommation au cours des mois à venir.

Un autre signal éventuel : l'exacerbation de la volatilité boursière, mieux connue sous le nom de krach. Bien que cette éventualité ne soit pas nécessairement celle que nous escomptons, nous savons que ce genre de choses arrive parfois. Le facteur crucial dans ce cas-là sera la réaction de la Fed : on serait en droit de s'attendre à ce qu'elle abandonne sa boîte à outils actuelle en faveur d'une autre boîte à outils qui vise la stabilisation du marché. Et cela, bien sûr, serait le genre de mesures qui entraînerait, sans aucune équivoque, un creux.

Sur les marchés des capitaux, on constate un scénario qui se reproduit fréquemment : celui de l'investisseur qui perd plus d'argent, en réagissant trop vite à un éventuel krach qui ne se matérialise pas, qu'il n'en réalise en achetant et vendant à tour de bras selon les aléas du marché. Or, il va sans dire que nous ne sommes pas à l'abri de ce genre de réaction (oui, nous sommes aussi passés de la maison de paille à la maison de brique), mais nous ne nous dissimulons pas dans un bunker douze pieds sous terre. Notre hypothèse de base est la suivante : un creux lent et arrondi des prix obligataires risque de se matérialiser à un moment donné cette année. Une fois ce coin tourné, nous nous attendons à ce que certaines zones positives émergent de la marre négative qu'aura été le marché obligataire en 2022.

#### Quels sont les avantages de maintenir le cap?

Nous sommes tous au fait de la différence qui existe entre croire en une chose d'un côté (comme la hausse théorique à venir) et se trouver devant un client qui subit des pertes bien réelles de l'autre. L'humble CPG sur un an, autrefois considéré comme un partenaire sans intérêts au bal du placement, est maintenant couronné le beau du bal. Liquider un CPG en faveur d'un actif risqué en mai 2022 n'est pas le type d'action que les clients, encore sous le choc, risquent de proposer. Toutefois, pour les quelques intrépides qui osent envisager une telle démarche, permettez-moi d'apporter quelques munitions intellectuelles additionnelles.

Selon nous, tout comme l'été arrive après le printemps, les périodes de redressement suivent invariablement les périodes de fléchissement. Lorsqu'on examine les périodes de rebondissement dans les titres de catégorie investissement, nous repérons certains éléments intéressants. À la suite d'un déclin qui s'est terminé en octobre 2008, nous avons constaté un rebondissement sur 12 mois qui a permis aux investisseurs dans cette arène d'obtenir un rendement de 17,8 % – écrasant, et de loin, le taux des CPG d'environ 1,8 %. En septembre 2013, une période baissière s'est terminée et les investisseurs de ce cru-là ont profité d'un rebondissement des titres de catégorie investissement de 9,2 % par rapport au taux prévalent de 0,8 % pour les CPG. Plus récemment en mars 2020, le rebondissement qui a suivi la période baissière d'alors s'est chiffré dans les 14,6 % pour les titres de catégorie investissement, contre un taux de 0,8 %<sup>2</sup> pour les CPG. Par ailleurs, le rétablissement des titres à rendement élevé, comme les porteurs de ce fonds en savent quelque chose, a été encore plus avantageux.

L'avenir est inconnu, mais selon notre expérience des marchés passés, la participation aux marchés obligataires en période de rétablissement s'est traduite par une prime importante par rapport aux taux des CPG.

#### **Nouvelles positions**

En avril, nous avons tiré parti des prix en chute de certains titres de créance à risque relativement faible pour créer certaines participations ou renchérir sur elles. Pour illustrer ces propos, prenons l'exemple du gestionnaire de répertoire internet VeriSign, Inc. (NASDAQ : VRSN). Nous avons augmenté notre participation dans ses billets à 4,75 % venant à échéance en 2027, lesquels ont reculé d'environ 4 points en 2022 pour dégager un rendement d'environ 4,7 %, assorti d'une échéance de cinq ans. Nous estimons que VeriSign est une entreprise qui pourra aisément rembourser sa dette : ses bénéfices liquides dépassent, par 10x, ses charges d'intérêts; son effet de levier net se situe à moins de 1x la BAIIA; et sa probabilité de défaut sur un an s'élève, selon nos calculs, à moins de 0,01 %. VeriSign a le monopole des registraires de domaines web « dot com » et à ce titre, elle est particulièrement bien protégée contre les risques économiques.

---

<sup>2</sup> Bloomberg

Également en avril, nous avons acquis une position dans les billets à 8,625 % d'Exterran Corporation (NYSE : EXTN), un joueur dans le secteur de l'équipement pour gisements de pétrole. Or, la société a récemment accepté l'offre d'achat d'Enerflex Ltd. (TSX : EFX). Dans le cadre de cette entente, qui selon nos estimations devrait avoir lieu au troisième ou quatrième trimestre de 2022, nous nous attendons à ce que notre position rembourse, moyennant un prix de changement de direction de 101, produisant un rendement à court terme supérieur à 8 %.

### Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 7,0 %, au 30 avril, le rendement actuel s'établissant à 5,1 % et la durée moyenne de ses instruments à terme de 3,4 années. Il comporte une pondération de 2,8 % dans des titres en détresse dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 3,4 % du portefeuille total au 30 avril.

*Geoff Castle*

*6 mai 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.*