

COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – JUIN 2022

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a terminé le mois de juin, qui en fut un des plus volatils, en retrait de 3,2 %¹. Bien que le résultat n'ait pas été celui escompté, on a constaté la présence de signes de ralentissement de l'inflation pendant le mois, ce qui pourrait s'avérer un élément catalyseur important pour permettre au marché de renverser la vapeur.

Les zones de lumière n'abondaient pas dans ce marché marqué par les liquidations et les décotations. Toutefois, une offre plus élevée pour les obligations de 2013 de Thornburg Mortgage, depuis longtemps en défaut, a fait grimper cette position de six points sachant que des progrès ont été réalisés vers un remboursement ultime émanant d'une série de requêtes légales lancées durant la crise financière de 2008.

Ce petit gain était l'un des rares, car la majorité des prix obligataires ont subi une chute précipitée en juin. Du côté des titres gouvernementaux, les investisseurs ont tenu compte de taux directeurs encore plus élevés en contexte de resserrement continu de la part des banques centrales. Du côté des titres de sociétés, les craintes de récession ont nourri la volatilité, tous les rangs de privilège exhibant des primes de risque plus larges, notamment pour les entreprises ne présentant pas une période de rentabilité robuste à l'heure actuelle.

Relativement parlant, les titres de sociétés de qualité investissement se sont mieux tirés d'affaire, comme en témoigne notre position dans les billets échéant en 2024 de PepsiCo, Inc.'s (NASDAQ : PEP), en baisse de moins de 1 % pendant le mois. En revanche, les avoirs à plus long terme dans des émetteurs à rendement élevé, comme la récemment réorganisée Windstream Holdings, Inc. et Coeur Mining, Inc. (NYSE : CDE), ont accusé des pertes de plus de 10 % en juin. Dans les cas de positions plus volatiles, comme celles dans Windstream et Coeur, nous estimons que la valeur intrinsèque est plus que suffisante pour protéger notre capital en période baissière – même si les variations de prix nous importent grandement.

Tribulations 2022 : petite pause de mi-parcours – à quoi ressemblera le reste de l'année?

À quelques minutes en voiture au nord de Vancouver se trouve un sentier de randonnée bien connu qui mène à la montagne Grouse. Ce sentier très à pic, appelé « The Grind » (corvée, boulot, labeur), pullule de grimpeurs en sueur et à l'occasion, d'ours curieux. À environ 450 mètres d'altitude, on retrouve sur un arbre une affiche qui indique « 1/2 », et à côté de cet arbre, un banc qui peut servir pour se reposer et réfléchir avant de reprendre le chemin du sommet.

Après six mois dans ce qui constitue un des marchés obligataires les plus escarpés de l'histoire, nous sommes d'avis que 2022 est devenue la version financière de ce sentier – long, éreintant et parfois entaché de sueurs – et que la longue fin de semaine du début juillet ressemble fort à ce petit banc de bois qui permet de respirer un peu et de réfléchir à ce qui vient. Quelques pensées se profilent pendant que nous profitons d'une petite pause de mi-parcours.

Ralentissement de l'inflation : On voit les signes un peu partout. Il suffit d'examiner la situation complexe des marchandises. L'acier et le bois d'œuvre, par exemple, ont reculé de plus de 50 % depuis leur plus récent sommet. Les conditions financières se resserrent. La confiance des consommateurs est en chute libre. Et par conséquent, il n'est pas surprenant que les obligations d'État et de sociétés de qualité investissement trouvent preneurs.

Marges de profit sous pression : Si les salaires sont plus élevés, les prix des biens plus onéreux et les taux d'intérêt plus hauts, il va de soi que les bénéfiques, de façon générale, soient à la baisse. Donc, malgré les attentes optimistes éveillées par le rebondissement hâtif d'après-Covid, nous dressons un portrait plutôt terne des bénéfiques de certaines entreprises. Les gagnants dans un tel contexte, toujours sur une base comparative, seront probablement ceux qui sont en mesure de transférer les coûts à leur clientèle et/ou qui jouissent d'une demande sous-jacente relativement stable.

Les titres de moins bonne qualité souffrent davantage : Comme la météo économique est passée d'ensoleillée à pluvieuse, on assiste à un revirement rapide des rendements relatifs au sein des titres de sociétés à rendement élevé. Au cours des 12 derniers mois, les titres à plus haut rendement assortis d'une cote plus basse étaient mieux placés pour absorber l'impact de la hausse des taux sans risque. Mais récemment, cette tendance s'est renversée, le risque de

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.

défaut ayant remplacé la duration à titre de frein aux rendements. À l'opposé de la duration, le risque de défaut n'est pas escompté de façon homogène par le marché; l'objectif consiste alors à éviter à tout prix les risques de défaut non évalués.

Resserrement continu des banques centrales : La hausse continue des taux d'intérêt par la Réserve fédérale et les autres banques centrales, malgré une chute boursière évidente et une économie en décélération rapide, représente l'élément qui différencie le repli actuel de celui de 2020 ou même de 2016. La crainte de la Fed, qui serait de permettre à un cycle inflationniste de s'installer pour de bon, semble prendre préséance sur le maintien de l'expansion économique et du taux d'emploi.

Toute cette introspection peut s'avérer bien utile, mais ce sont plutôt les gestes concrets qui dégagent des résultats. Alors que faire dans cette conjoncture? **Premièrement**, nous continuons de privilégier les titres qui sont assortis d'une meilleure cote, car selon nos prévisions, ce sont eux qui tireront parti du recul de l'inflation et qui seront les plus résilients aux risques de récession. **Deuxièmement**, dans la zone à rendement élevé du portefeuille, nous cherchons à répartir nos avoirs dans les émetteurs les plus tenaces économiquement parlant, munis de facteurs de protection solides. **Troisièmement**, nous avons prolongé quelque peu notre duration, plus que de mémoire récente, parce que nous estimons que les obligations à long terme, du moins du côté des titres à haut rendement, risquent de produire des rendements totaux plus élevés si les taux se tranquilisent.

Néanmoins, bien qu'il s'agisse de directions qui nous semblent sensées à l'heure actuelle, nous ne voulons pas qu'une stratégie descendante nous empêche de tirer parti d'une excellente occasion ascendante. Nous continuons donc de fouiller, particulièrement dans le segment à fort rabais du marché, pour voir si des options malmenées à outrance par le marché pourraient se révéler simplement mal comprises. Comme toujours, nous sommes toujours à l'affût d'occasions offrant d'excellents rendements ajustés au risque à très bon prix.

Nouvelles positions

En juin, une obligation du gouvernement canadien, venant à échéance en juin 2030, représentait notre achat le plus important. Selon nous, le déclin de 16 points de cette émission en 2022 (au point où les obligations venant à échéance en 2030 affichaient un rendement à l'échéance de plus de 3,5 % au mi-mois) en faisait une occasion d'achat intéressante. Dans un contexte de croissance économique au ralenti et d'affaiblissement de l'inflation, nous avons augmenté notre pondération dans cette émission et certaines autres aussi émises par le gouvernement canadien.

Nous avons également renchéri sur notre position dans les obligations du fournisseur indicier MSCI Inc. (NYSE : MSCI), à 4 % échéant en 2029. MSCI a montré sa résilience sur le plan des bénéficiaires à travers plusieurs cycles économiques au cours des deux dernières décennies; en effet, il semblerait que les clients aient continué à souscrire les produits indiciers de MSCI, peu importe la conjoncture du moment. Avec des bénéficiaires d'exploitation six fois plus élevés que les charges d'intérêt et une probabilité de défaut sur un an que nous estimons à moins de 0,1 %, nous trouvons le taux de rendement de 6 % à l'échéance de 2029 des titres MSCI fort attrayant.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 8,5 %, au 30 juin, le rendement actuel s'établissant à 5,7 % et la durée moyenne de ses instruments à terme de 3,4 années. Il comporte une pondération de 2,6 % dans des titres en détresse dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 1,1 % du portefeuille total au 30 juin.

*Geoff Castle
8 juillet 2022*



PENDER
Gestion de Capital PenderFund Ltée

Les données standards sur le rendement des fonds de titres à revenu fixe Pender sont présentées ici : <https://www.penderfund.com/fixed-income/>

Ce commentaire comporte un Avis de non-responsabilité, que vous pouvez consulter ici : <https://www.penderfund.com/fr/avis-de-non-responsabilite/>

© Copyright Gestion de capital PenderFund Ltée. Tous droits réservés, juillet 2022.