

COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – AOÛT 2022

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender, poursuivant sa remontée après les revers de l'été, a dégagé un rendement de 0,4¹ en août.

Ce rendement s'explique, entre autres, par l'excellente performance de certains titres de crédit à haute conviction comme Intercept Pharmaceuticals Inc. (NASDAQ : ICPT) dont le rendement prévu de 2 % de ses billets convertibles venant à échéance en 2026 s'établit désormais à plus de 10 % en raison d'une réduction substantielle de la dette privilégiée de l'entreprise. Notre position dans les obligations convertibles de Liberty TripAdvisor Holdings Inc. (NASDAQ : LTRPA) a profité d'une montée spectaculaire après que l'entreprise a divulgué des résultats trimestriels solides. Enfin, notre position dans les titres de crédit de la société de développement immobilier chinoise Country Garden Holdings Company Limited (HKG : 2007) et de CIFI Holdings (Group) Co. Ltd. (HKG : 0884) a elle aussi fait bonne figure suite à une levée de capitaux supportée par l'état qui sera sans doute bénéfique à ces émetteurs que l'on pourrait qualifier de « survivants désignés ».

Cependant, ces bons coups ont été quelque peu amortis par la faiblesse de certaines obligations de qualité investissement alors même que les rendements de référence montaient. Comme nous en reparlerons ci-dessous, si nous avons bel et bien remarqué que les facteurs fondamentaux se transforment pour devenir plus réceptifs au crédit de grande qualité, il n'en demeure pas moins qu'en août, les obligations se sont repliées après leur bref rebond des deux mois précédents.

Le marché obligataire de 2022 – peut-on y replonger sans danger?

Il y a deux ans encore, le marché obligataire était dans son ensemble l'un des endroits les plus sûrs où investir. Pendant les 39 années où le marché est demeuré en hausse, le rendement des obligations du Trésor américain à 5 ans a dégringolé de son sommet de 16,2 % en 1981 à un creux abyssal de moins de 0,3 %. Même au bout de la course du marché haussier, l'appréciation du capital issue de la chute du taux de rendement a permis aux investisseurs d'empocher un rendement total qui se situait largement au-dessus de la valeur des coupons. Au cours des cinq années qui ont pris fin le 31 décembre 2020, les rendements annualisés du Trésor américain ont rapporté 4,7 %.

Mais toute bonne chose a une fin, et celle de ce marché haussier a eu l'effet d'une bombe. Au Canada, les indicateurs en matière de rendements totaux indiquent que ceux-ci ont perdu dans leur ensemble plus de 13 % depuis août 2020². Et c'est encore pire quand il s'agit de durées plus longues. Le rendement total du I-Shares 20+ Year Treasury Bond ETF a chuté de plus de 30 % depuis son sommet de 2020³. Les obligations à haut rendement ont fait un peu mieux, mais en 2022, les fonds indiciels, comme le I-Shares IBOX High Yield Corporate Bond ETF, ont affiché une perte de plus de 7 % (rendement total)⁴.

Les répartisseurs de capital avisés n'ont aucun mal à comprendre tout ça. On peut les imaginer qui surveillent à la fin de l'été les ondulations du marché obligataire un peu comme Roy Scheider, le bon shérif d'Amity Island du film *Les Dents de la Mer*, scrutait les vagues à la recherche d'un aileron monstrueux en se demandant avec angoisse : « **Peut-on y replonger sans danger?** »

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.

² Rendement total de XBB (iShares Core Canadian Universe Bond Index ETF) du 31 août 2020 au 31 août 2022; source : Bloomberg

³ Rendement total de TLT (iShares 20+ Year Treasury Bond ETF) de son sommet le 4 août 2020 au 31 août 2022; source : Bloomberg

⁴ Bloomberg

Pour sa part, l'investisseur non professionnel (ou de détail) a visiblement encore peur de replonger dans le marché obligataire. Depuis le début de l'année, les obligations américaines de qualité investissement ont donné lieu à des sorties de capitaux de plus de 120 milliards \$, soit environ 6 % des avoirs totaux, tandis que du côté des investissements à rendements élevés, les sorties nettes se sont élevées à plus de 20 milliards \$, soit environ 5 % des avoirs totaux⁵.

Les investisseurs qui sont pressés de vendre ne remarquent pas toujours les changements dans les données fondamentales sous-jacentes. Or, dans le contexte actuel, il nous semble des plus raisonnables de prendre le temps de réévaluer les données fondamentales du marché obligataire.

Bref, à notre avis, en ce qui a trait aux obligations de grande qualité, plusieurs voyants sont au vert. La courbe des rendements s'est inversée. L'inflation, dont le taux de base n'a cessé de monter en flèche depuis le début de 2022, montre des signes d'essoufflement. Le prix de plusieurs marchandises est nettement plus bas qu'ils ne l'étaient au premier trimestre de 2022, dont ceux du bois d'œuvre (en baisse de 65 %) et du cuivre (en baisse de 25 %). Des sondages sur la confiance des consommateurs et des dirigeants d'entreprises laissent entendre qu'un ralentissement économique significatif se prépare. Après une suite ininterrompue de hausses des taux des banques centrales, ne voilà-t-il pas qu'à la surprise générale la Chine a baissé le sien. Faut-il y voir un possible revirement de situation sur le front de la hausse des taux? Certes, Jerome Powell, le président de la réserve fédérale, continue de défendre la ligne dure. Or, en dépit de son discours guerrier au symposium de Jackson Hole, où il a promis encore plus de hausses de taux, le rendement américain sur un horizon temporel de 5 ans demeure inférieur de plus de 20 points de base qu'il ne l'était à la mi-juin.

Cela dit, où se cachent les meilleures affaires?

Ici et là. Les plus évidentes se trouvent dans les obligations à plus court terme de qualité investissement d'émetteurs solides tels que PepsiCo Inc. (NASDAQ : PEP) et McDonald's Corporation (NYSE : MCD) dont les rendements à échéance de 3 ans avoisinent les 4,5 %.

Nous avons aussi confiance dans les titres de premier rang assortis d'une bonne couverture d'évaluation. À titre d'exemple, le prêt à terme de catégorie B arrivant à échéance en 2025 d'Uber Technologies Inc. (NYSE : UBER) devrait rapporter plus de 6 %, et ce en dépit du fait que l'entreprise occupe la tranche de 2,5 milliards \$ qui se trouve au sommet d'une structure de capital se chiffrant à 65 milliards.

Par ailleurs, nous sommes convaincus de la valeur de certaines émissions d'obligations à rendement supérieur. Ainsi, les obligations convertibles assorties d'une option de vente de Liberty TripAdvisor devraient rapporter plus de 13 % à leur échéance de 2025. Mais quand il est question de ce genre d'investissements quelque peu plus complexes, nous avons jusqu'ici fait montre d'une grande prudence en ce qui a trait à la taille de la position et à son poids dans le portefeuille, conscients que nous sommes que le vent économique ne souffle pas toujours dans la bonne direction.

À notre avis, le marché actuel pourrait s'appuyer sur des émissions et des émetteurs de grande qualité, et c'est en ce sens que nous voulons progresser à l'aube du dernier trimestre de 2022.

Nouvelles positions

Nous avons été relativement occupés en août. En effet, nous avons repéré plusieurs entreprises assorties de solides données fondamentales sous-jacentes, mêlées à des prix inférieurs et à des rendements intéressants. Ainsi les billets de 5,25 % venant à échéance en 2029 de **Great Lakes Dredge & Dock Corporation** (NASDAQ : GLDD) se négocient autour de 86 cents sur le dollar et devraient rapporter environ 8 %. Nous aimons le fait que GLDD soit bien installé sur le marché en tant que plus grand fournisseur américain de services de dragage, sans compter qu'il a su tenir bon quand l'économie fléchissait et que son ratio d'endettement est plutôt bas par rapport à la valeur de remplacement de sa flotte.

⁵ CreditSights, 25 août 2022

Également en août, nous avons renchéri sur notre position dans la structure de capital de **McDermott International Ltd.** (OTCMKTS : MCDIF). McDermott, qui s'est relevée de la faillite en 2020, est une entreprise que le marché des capitaux a presque oubliée. Ses déboires ont commencé par l'acquisition de Chicago Bridge and Iron en 2018. Cette décision mal avisée a précipité ce fournisseur mondial de solutions d'ingénierie et de construction pour l'industrie de l'énergie dans un borbier fait de gros contrats à prix fixe non rentables. Mais l'entreprise s'est activée à résoudre les contrats non rentables, et la demande dans son secteur industriel s'est accrue. Par ailleurs, elle a remboursé son emprunt de premier rang et réorganisé ses capitaux propres, ce qui en fait, selon nous, un investissement intéressant au prix actuel.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 7,8 %, au 31 août, le rendement actuel s'établissant à 5,8 % et la durée moyenne de ses instruments à terme de 3,7 années. Il comporte une pondération de 2,3 % dans des titres en détresse dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 0,8 % du portefeuille total au 31 août.

Geoff Castle

13 septembre 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/fr/fonds-revenu-fixe/>

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