

COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – MARS 2023

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de -0,5 %¹ en mars. Bien que la période ait été clémente pour les titres à rendement élevé du portefeuille, l'élargissement des écarts pour les titres de créance de rang inférieur ainsi que quelques événements moins favorables dans des secteurs particuliers ont entraîné un résultat négatif pour le mois.

Parmi les titres perdants ce mois-ci, on retrouvait les obligations convertibles d'Esperion, lesquelles ont reculé à 0,40 \$ de leur valeur nominale après que les marchés ont eu vent d'une dispute entre la société et son partenaire de marketing, Daiichi Sankyo Co Ltd., à l'égard d'un paiement d'étape de 300 millions \$. Selon nous, peu importe l'issue de cette prise de bec, Esperion vaut bien plus que la valeur marchande de sa dette et ses billets à 4 % représentent une occasion de valeur considérable. Également dans la liste des perdants, on notait la présence des billets garantis (2027) de Lumen Technologies, Inc. Ceux-ci ont reculé de plus de 10 points après une décote par le S&P.

Du côté des gagnants, la plupart des titres de catégorie investissement ont passé le fil d'arrivée armés d'un gain alors que l'indice des bons du Trésor à cinq ans affichait un recul de son taux de rendement de 0,6 % en mars. En tête de liste, on retrouvait les billets à 5,125 % de Coeur Mining, Inc. En effet, dans le sillage d'une ruée vers les abris traditionnels qui ont favorisé les sociétés minières aurifères et portés par la publication de résultats trimestriels positifs, les billets de l'entreprise ont grimpé de plus de 10 %.

Les banques à la dérive : une réflexion sur les risques liés aux liquidités et à l'effet de levier

Le mois n'a pas été de tout repos. En plus de la défaillance et de la vente *in extremis* de Credit Suisse, nous avons également assisté aux déboires notoires – deuxième et troisième en importance en fonction de la valeur des actifs – de deux banques aux États-Unis. La confiance des investisseurs en a incidemment pris pour son rhume alors que la Réserve fédérale s'activait à rafistoler son Bank Term Funding Program (BTFP). Une fois le filet de sécurité en place, notamment à l'égard des dépôts, les investisseurs ont collectivement poussé un soupir de soulagement. Ainsi, mars a commencé en lion, et fidèle au dicton, il s'est terminé en mouton.

Il reste que la récente crise bancaire a offert certaines leçons en ce qui a trait aux liquidités et à l'effet de levier. Avant de donner notre opinion sur les bilans financiers d'autres compagnies, nous avons cru bon d'envisager les problèmes potentiels qui guettent notre propre entreprise et de vous faire part des mesures prises pour y faire face.

Liquidité des banques et des fonds communs de placement axés sur les titres de créance : Les activités propres à la gestion de ce Fonds ou d'une banque, bien que très différentes à plusieurs égards, ne sont pas entièrement incomparables. Les porteurs de parts du Fonds, comme les déposants, peuvent effectuer des retraits sur demande. Et comme une banque, nous prêtons essentiellement nos actifs à long terme.

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.

Différence clé cependant sur le plan des actifs, nous prêtons en investissant dans des titres de créance négociables, comme des obligations ou des titres comparables émis par de grandes entreprises, tandis que les banques prêtent directement à des emprunteurs de plus petite envergure selon des modalités personnalisées. Toutefois, dans un cas comme dans l'autre, la souscription des créances doit être calibrée en vue d'une éventuelle liquidation. Les personnes qui suivent notre Fonds depuis longtemps se souviendront que nous avons mis en place une politique qui teste le portefeuille en fonction d'une liquidation théorique de 50 % des actifs du Fonds en un jour². Les événements qui sont survenus en mars 2023 servent à illustrer le bien-fondé de cette politique comme mesure de contrôle du risque.

Les risques liés à l'endettement : Les perturbations récentes qui ont sévi dans le secteur bancaire mettent également en relief les dangers de l'endettement. Le bilan financier de nombreuses banques suit la logique simplifiée suivante : 10 parties d'actifs financées par neuf parties de dettes et une partie de liquidités. Dans de telles circonstances, les dettes conservent une valeur nominale, tandis que la juste valeur des actifs produisant des revenus peut monter ou descendre. Il y a plusieurs mécanismes en place, comme des normes de souscription prudentes, des modalités strictes de financement, etc., qui font en sorte que la plupart des actifs bancaires ont une valeur relativement stable au fil du temps. Toutefois, les risques auxquels sont exposées les banques financées de la sorte résident dans le déclin de la juste valeur des actifs produisant un revenu au point où les capitaux propres sont volatilisés. Dans une telle situation, le flot de demandes de retraits par les déposants est une réaction tout à fait sensée et raisonnable.

Notre Fonds, qui exploite sans effet de levier, s'échafaude sur une structure inhéremment plus stable. Les baisses et les retraits, advenant leur survenue, ne sont pas multipliés par neuf degrés d'endettement ou plus. En fait, deux fois au cours de l'existence entière du Fonds, une fois en 2015/16 et encore en 2020, le Fonds a enregistré une baisse de plus de 10 % (sur une base de rendement total). Cependant, grâce à notre structure sans effet de levier, nous avons pu plier sans casser. Ce faisant, nous sommes en mesure de nous prévaloir de cette souplesse pour saisir d'excellentes occasions sur les prix pendant les périodes de stress. En fait, au cours des trois années qui ont suivi la baisse de 2020, le Fonds a dégagé un rendement annualisé supérieur à 8 % par année, et cela en dépit du fait que cette période a vu une hausse significative du taux de rendement obligataire sans risque.

Activités au sein du portefeuille en mars

En mars, nous avons renchéri sur notre pondération dans les actions privilégiées de Canadian Utilities Limited (TSX : CU), notamment dans ses actions privilégiées perpétuelles moyennant un taux de rendement supérieur à 6 %. Nous affectionnons le profil opérationnel stable de cet émetteur qui exploite principalement en tant que service public réglementé dans le réseau de distribution électrique et des gazoducs. Sur le plan des prix, les titres privilégiés perpétuels de l'entreprise se négocient aux échelons inférieurs de sa fourchette historique, les investisseurs se montrant plus préoccupés par les risques inflationnistes que les risques commerciaux. Nous estimons que les titres privilégiés de grande qualité, comme ceux-ci, seront plus courus une fois que l'inflation reculera davantage.

Également en mars, nous avons grossi notre avoir dans les obligations (5,5 %, 2029) de Great Lakes Dredge and Dock Corporation (GLDD). GLDD a dû composer avec des flux monétaires erratiques au cours des dernières années, car les contrats de dragage émis par la US Army Corps of Engineers, le principal

² Consultez notre commentaire de juillet 2022 (<https://www.penderfund.com/fr/commentaries/revenu-fixe-juillet-2022/>)

acheteur public de dragage aux États-Unis, ont été prorogés. Toutefois, à la lumière de la reprise des activités de soumissions et des faibles prix des titres de créance de GLDD, nous estimons que le rendement de plus de 10 % de ces obligations présente un solide rapport risque-rendement.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 7,9 % au 31 mars, le rendement actuel s'établissant à 5,6 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,31 années. Il comporte une pondération de 3,7 % dans des titres en détresse dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 2,8 % du portefeuille total au 31 mars.

Geoff Castle
10 avril 2023



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/>

© Copyright Gestion de capital PenderFund Ltée. Tous droits réservés, avril 2023.