

## COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – AVRIL 2023

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 0,5 %<sup>1</sup> en avril, mois pendant lequel les titres de créance de catégorie investissement et à rendement élevé nord-américains ont aussi enregistré des résultats positifs.

Les actifs qui ont le plus rapporté au Fonds comprennent trois obligations d'émetteurs du secteur technologique : Paratek Pharmaceuticals, Inc., Emergent BioSolutions Inc. et Esperion Therapeutics, Inc. Dans chaque cas, les obligations ont bougé de 8 % à 10 % en notre faveur sans raison particulière si ce n'est, peut-être, le fait que d'autres investisseurs se soient rendu compte que leur prix était extrêmement bas. Notre position dans le prêt à terme de Bausch Health s'est également avérée un bon placement en avril.

La plupart des titres se sont comportés positivement en avril, mais certains ont décliné abruptement, dont les positions dans les titres de rang inférieur de McDermott International, Inc., de PHI Group, Inc. et d'American Tire Distributors, Inc. Nous apprécions ces entreprises, mais en raison du contexte actuel, certains investisseurs ont choisi de liquider leurs positions dans des structures de capital de moindre importance et récemment réorganisées.

### Prêts pour l'avenir

À mesure que progresse 2023, nous observons que le climat qui règne est plutôt étrange. La semaine dernière, lors de son allocution à la conférence de la Norges Bank, le réputé gestionnaire de fonds spéculatif Stanley Druckenmiller a livré un résumé succinct des courants qui s'opposent cette année :

« D'emblée, je dirai que j'ai du mal à analyser ce qui se passe sur le marché. Je fais ça depuis 45 ans. J'ai beaucoup étudié l'histoire économique, mais je n'ai encore jamais vu une situation où pendant 11 ans l'argent ne coûtait rien, en présence d'une bulle boursière presque tous azimuts, suivie d'une flambée des taux d'intérêt de 500 points de base en 12 mois. »

Le trouble de Druckenmiller trouve écho en nous. Il n'existe aucun « manuel de l'utilisateur » pour ce cycle, car ce cycle n'a pas vraiment de correspondances historiques. Certains de ces éléments font penser à 1970, d'autres aux années 1930, et quelques-uns au début des années 2000. Mais jamais encore n'avait-on vu les banques centrales éteindre les crises financières à coup de puissants jets d'argent fraîchement imprimé.

Nous comprenons les règles du jeu pour combattre l'inflation, et nous comprenons les règles du jeu pour contrer la récession. Mais quelles sont les règles du jeu pour faire les deux à la fois? Et, pour lancer une hypothèse saugrenue, que faire si les opérations de couverture que d'autres ont réalisées pour se préparer au pire avaient déjà créé les prix requis pour que nous poursuivions notre route comme si le pire s'était déjà produit?

---

<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.

Cette incertitude nous pousse à adopter quelques règles de fonctionnement qui nous semblent adaptées à la situation. La première est l'obligation absolue de rester liquide. Conserver une ample provision de titres à court terme de bonne qualité n'est plus une bonne stratégie pour devenir riche. C'est plutôt le constat de notre habileté limitée à prévoir l'avenir. Idéalement, cette réserve abondante de liquidités nous permettra de saisir les occasions qui pourraient devenir sans équivoque au cours des prochains mois. Ces liquidités renforceront aussi notre capacité à gérer les rachats au cas où notre futur se révélerait trop cahoteux pour certains de nos partenaires.

La deuxième règle est de rester à l'affût de ces situations sur le marché où le capital est rare. Nous croyons avoir plus de chance d'obtenir de meilleurs rendements sur nos investissements dans les titres d'emprunt si nous faisons partie des rares investisseurs prêts à courir un risque à fort escompte sur le marché secondaire que si nous faisons la queue sur dix rangs pour souscrire à de nouvelles émissions convoitées. Profiter de ces situations pour investir nous expose certes à de la volatilité, et il arrive que nous n'ayons pas de succès. Mais au fil du temps, c'est un exercice qui a été profitable pour les porteurs de parts du Fonds.

Enfin, la dernière règle consiste à demeurer actifs. Notre activité est axée tout spécialement sur l'évaluation et la réévaluation du risque par rapport au rendement des titres d'emprunt. La dette appartient-elle à un émetteur protégé par le fait qu'en cas de liquidation, l'entreprise émettrice vaudrait nettement plus que son passif? Le taux de rendement d'une obligation donnée fournit-il un rendement quand même intéressant si l'émetteur se trouve en défaut de paiement? Ce sont là des questions simples que nous nous posons chaque jour, et notre activité est fondée sur les réponses.

### **Mise à jour sur les activités d'avril**

En avril, nous avons ajouté une position dans DISH DBS Corporation, filiale de DISH DBS Corporation qui se trouve à être son garant. DISH Network Corporation est en train d'élaborer un ambitieux réseau 5G sans fil. Bien qu'il existe une certaine unanimité au sein de la direction quant à l'avenir prometteur de l'industrie du sans-fil, l'investissement de DISH Network Corporation dans l'univers du sans-fil et dans un nouveau réseau d'infrastructures a imposé à l'entreprise le fardeau d'une dette beaucoup plus lourde qu'elle peut raisonnablement assumer avec le flot de trésoreries qu'elle génère à l'interne. Selon nous, les actifs valent beaucoup plus que les dettes de la société. La situation devrait se régler assez rapidement. DISH devra se défaire de quelques-uns de ses actifs pour ramener le service de sa dette à un niveau plus acceptable, ou alors une entité plus importante pourrait acquérir l'entière ou une part du réseau de DISH Network Corporation. Nous croyons que les obligations garanties à 0,70 \$ le dollar et les obligations non garanties à 0,40 \$ le dollar de DISH DBS Corporation pourraient tirer avantage d'un vaste éventail de solutions en mesure de rééquilibrer le bilan.

Toujours en avril, nous avons aussi renchéri sur notre position dans les obligations convertibles cassées de Bandwidth Inc., un chef de file dans la production de logiciels qui créent une passerelle entre les applications du web et le réseau téléphonique. Étant donné que les réunions d'affaires et les échanges avec les clients se font de plus en plus par Zoom et Microsoft Teams, nous prévoyons que Bandwidth Inc. poursuivra sa croissance. L'entreprise a récemment racheté pour 160 millions de sa dette lors d'une transaction sur le marché libre, ce qui met en lumière le côté bon marché de ces titres. Nous avons augmenté notre position dans les billets convertibles (0,5 %, 2028), dont le rendement d'ici là se chiffre approximativement à 10 %. La possible acquisition de Bandwidth est une option qui pourrait accélérer les rendements de ce côté.

### **Positionnement du Fonds**

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 7,9 % au 30 avril, le rendement actuel s'établissant à 5,6 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,3 années. Il comporte une pondération de 3,0 % dans des titres en détresse dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 1,7 % du portefeuille total au 30 avril.

*Geoff Castle*

*4 mai 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 Itée. Tous droits réservés, mai 2023.