

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Faits saillants :

- Cineworld Group PLC et Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) ont favorablement contribué au rendement du Fonds. En revanche, les actions privilégiées canadiennes à coupon variable ont nui au rendement du Fonds en raison d'un élan négatif sur les prix, tout comme Emergent BioSolutions, mais nous avons profité de ce moment de faiblesse pour renchérir sur notre position.
- Parmi les nouveaux arrivants, notons la présence de Nuveen Quality Municipal Income Fund (actions américaines NAD), un fonds à capital fixe qui regroupe une variété d'émissions municipales américaines hautement cotées, ainsi que l'ajout des obligations de Petroleos Mexicanos (Pemex), société pétrolière nationale du Mexique.

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a remporté un rendement modeste de 0,1 %¹ en août, une période caractérisée par des taux d'intérêt directeurs légèrement plus élevés et la faiblesse de certains actifs risqués.

Dans le lot des positions robustes ce mois-ci, notre enjeu dans la société nouvellement réorganisée Cineworld Group PLC a bien tiré son épingle du jeu : le double succès de Barbie et Oppenheimer a attiré l'attention sur le redressement de l'industrie cinématographique en général et sur cette structure de capital en particulier. Notre position de longue date dans les actions privilégiées de la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) a également profité de l'octroi de 612 millions \$ par un jury fédéral, ce qui s'avère un développement soudain et positif pour la société et ses efforts soutenus pour remettre la main sur les revenus qui avaient été « balayés » dans les coffres du gouvernement fédéral américain après la crise financière.

Toutefois, ces éléments favorables ont été mis à mal par plusieurs titres moins bien fortunés dans ce qui fut somme toute un mois d'août plutôt illiquide. Notamment, les actions privilégiées à coupon variable du Canada ont perdu du terrain, attirées vers le bas par un élan négatif sur les prix qui a pris le dessus sur les données fondamentales pourtant attrayantes. Notre avoir dans les obligations d'Emergent BioSolutions, société pharmaceutique américaine spécialisée, s'est replié à la suite d'une décote de ses créances. Nous continuons cependant d'affectionner cette entreprise, maintenant évaluée à 48 % de sa valeur nominale, et avons profité de ce mouvement négatif pour renchérir sur notre position.

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.

Nous en avons fait du chemin

Tout cela s'est passé il y a trois ans à peine. En août 2020, alors que la planète entière se démenait tant bien que mal pour composer avec la pandémie, les bons du Trésor américain à 10 ans se négociaient à un taux de rendement à l'échéance de 0,5 %. À ce moment-là, comparativement à d'autres obligations gouvernementales, un rendement de 50 points de base représentait une récompense bien alléchante, sachant que 18 billions \$ sous forme d'obligations mondiales rapportaient moins de zéro. Ce temps est maintenant révolu.

Au cours des deux années qui ont immédiatement suivi ces creux générationnels extraordinaires, le prix des actifs a explosé à la hausse. L'année 2021 fut l'année des licornes, des SAVS, de la cryptomonnaie, des jetons non fongibles (NFT) et des PAPE. En 2022, alors que les économies rouvraient leurs portes, la demande pour les biens a de loin dépassé la production de ceux-ci, entraînant des bouchons monstres dans les ports et des perturbations massives dans les chaînes d'approvisionnement.

Maintenant, le taux sans risque des bons du Trésor s'élève à plus de 5 %. La masse monétaire américaine, mesurée par M2, a perdu plus de 5 % depuis le T1 de 2022. Les banques centrales sont en mode de resserrement quantitatif. Nous ne savons pas vraiment quelles seront les séquelles de cette thérapie de choc. Toutefois, si on estime qu'un assouplissement important des conditions monétaires entraînerait un boom pour les actifs, alors son contraire risque fort d'entraîner quelque chose qui ressemble à un effondrement.

Le moment n'est pas venu de se laisser hypnotiser par les effets tranquilisants de la hausse générale des prix. Aussi, nous conservons une participation relativement généreuse dans les titres de catégorie investissement. Pour accroître notre participation aux titres à rendement élevé, nous sommes à la recherche d'anomalies très prononcées sur le plan des prix, le tout jumelé à la présence démontrable d'éléments catalyseurs à court terme.

« Le moment n'est pas venu de se laisser hypnotiser par les effets tranquilisants de la hausse générale des prix. Aussi, nous conservons une participation relativement généreuse dans les titres de catégorie investissement. »

Activités du portefeuille

En août, nous avons créé un avoir dans Nuveen Quality Municipal Income Fund (actions américaines NAD), un fonds à capital fixe qui regroupe une variété d'émissions obligataires municipales américaines hautement cotées. Comme ses titres se négocient sur le marché à un escompte par rapport à sa valeur liquidative (VL, calculée au quotidien) de plus de 15 %, nous sommes fort intéressés par son potentiel de rendements futurs. Nous évaluons son rendement total au cours des 12 prochains mois à près de 15 %, advenant que l'escompte par rapport à la VL revienne vers sa moyenne à long terme de 6 %, de concert avec une réduction même modeste du taux de rendement des obligations municipales.

Également en août, nous avons monté une position dans les obligations de Petroleos Mexicanos (Pemex), société pétrolière nationale du Mexique. Les obligations de Pemex ont récemment été sous pression en raison d'une détérioration des paramètres opérationnels



de la société. De ce fait, bon nombre de ses séries offrent présentement un rendement de plus de 11 %. L'écart des obligations de Pemex, comparativement aux obligations d'État en dollars américains, se situe maintenant à un niveau historique. Tout en étant d'avis que les problèmes rencontrés par Pemex ne sont pas exactement de la petite bière, les chances que Pemex reçoive un soutien notable du gouvernement central – soit sous forme de transferts liquides moindres de Pemex au gouvernement, soit sous forme de crédits gouvernementaux – représentent une occasion de valeur pour les investisseurs qui choisissent d'investir dans les créances en dollars de Pemex.

Positionnement du Fonds

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

Geoff Castle

7 septembre 2023

