

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Faits saillants :

- Le Fonds a profité de plusieurs thématiques positives pendant le mois de septembre, notamment celles relatives aux titres du secteur énergétique, du secteur pharmaceutique et de sociétés américaines de cannabis.
- La hausse des taux sans risque a entraîné la chute du prix de la plupart des obligations au sein du Fonds.
- Nous nous montrons plus constructifs du côté des émissions à plus longue échéance en raison d'une amélioration nette du rapport risque/rendement de ce côté.

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de -0,5 %¹ en septembre, mois marqué par des vents contraires considérables soulevés par la hausse rapide des taux de rendement de référence tout le long de la courbe, principalement alimentée par la Réserve fédérale qui demeure sur un pied de guerre.

Le Fonds a profité de plusieurs thématiques positives pendant le mois de septembre. Les titres énergétiques ont particulièrement bien tiré leur épingle du jeu et le Fonds a constaté des gains significatifs dans les structures de capital de McDermott International Ltd. et de PHI Group Inc. L'annonce de l'acquisition d'Intercept Pharmaceuticals Inc. pendant septembre a eu l'effet d'un baume sur les obligations d'Intercept qui ont grimpé d'environ 17 points vers ce qu'on pourrait appeler une prime de changement de la garde. Des modifications réglementaires avantageuses aux sociétés américaines de cannabis ont également mis le vent dans les voiles des obligations de Trulieve Cannabis Corp., lesquelles ont bondi de 20 % à un certain moment.

La hausse des taux sans risque a toutefois entraîné un recul généralisé qui est venu contrebalancer ces zones positives. En effet, la plupart des obligations du Fonds ont vu leur prix fondre devant l'avance d'environ 0,5 % du taux de rendement des obligations de référence à cinq ans au Canada et aux États-Unis en septembre. Emergent BioSolutions Inc., fabricant de produits pharmaceutiques spécialisés, a reculé devant la pression exercée par une décote. Toutefois, nous continuons d'affectionner les perspectives de rétablissement d'Emergent et en avons profité pour renchérir sur notre position tandis que les prix sont faibles.

Petits prix et données fondamentales solides... les raisons qui nous poussent à renouer avec les obligations à long terme

Plus récemment, nous avons renouvelé notre intérêt envers les émissions à plus long terme. Alors que par le passé nous avons renâclé à l'idée d'étendre la durée au-delà de cinq ans en raison des taux de rendement obligataires historiquement bas et des primes à 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.

négligentes, nous estimons désormais que nombre d'émissions à plus longue échéance présentent une amélioration nette de leur rapport risque/rendement. Le taux de rendement des bons du Trésor à dix ans est passé de 0,5 % à l'été de 2020 à plus de 4,5 % à la fin septembre 2023 – rien de tel pour changer les formules mathématiques utilisées pour évaluer une panoplie de titres assortis d'échéances plus longues!

« Selon nous dans l'ensemble, la valeur globale des titres à revenu fixe de catégorie investissement est tout aussi attrayante qu'elle l'a été au cours des dix dernières années et plus. Les éléments constitutifs d'une remontée généralisée des obligations à plus long terme se mettent ainsi tranquillement en place. »

En fait, une immense réinitialisation des prix a eu lieu dans le marché obligataire. Voici quelques exemples :

- Le bon du Trésor américain (1,25 %, mai 2050), émis il y a trois ans, a perdu plus de la moitié de sa valeur pour se négocier à 47 % de sa valeur nominale;
- Les actions privilégiées perpétuelles en dollar canadien de plusieurs émetteurs de grande qualité se négociaient à une prime supérieure à 25 \$ de la valeur nominale à l'été de 2021 pour maintenant se négocier à moins de 17 \$, ce qui représente un déclin d'environ un tiers; et
- Les portefeuilles qui suivent les indices de référence obligataires de catégorie investissement ont perdu environ un quart de leur valeur au cours des trois dernières années.

Bien qu'une réinitialisation du prix soit en principe une bonne chose pour les évaluations obligataires, il convient de considérer d'autres facteurs importants, comme le parcours de l'inflation et la modification des moteurs économiques :

- Se souvenir que l'IPC global a touché 9,1 % en juin 2022 aux États-Unis pour ensuite tomber à 3,7 % récemment;
- Noter que les mesures de l'inflation plus strictes (comme la consommation personnelle ou l'inflation de base) sont passées d'un sommet récent de 5,4 % au début de 2022 à 4,2 % en juillet 2023;
- La croissance économique semble prête à reculer sachant que l'indice des indicateurs économiques avancés du Conference Board s'est replié à chacun des 17 derniers mois;
- La masse monétaire américaine, mesurée par M2, a rétréci de 3,7 % au cours de la dernière année; et
- Des indicateurs bien reconnus d'un éventuel ralentissement économique, comme des normes de prêts bancaires plus étroites et une courbe de rendement inversée, laissent prévoir une réduction possible de la consommation et de la demande.

Par conséquent, bien que les taux de rendement plus élevés soient déjà arrivés, des taux de rendement plus élevés en contexte d'inflation potentiellement plus faible pourraient s'avérer, pour le moment, l'occasion offerte par le marché.



Certes, il y a quelques données et réalités qui ne s'inscrivent pas bien dans la trame narrative d'une inflation en recul, notamment la pénurie de pétrole alimentée par l'offre. Toutefois, selon nous dans l'ensemble, la valeur globale des titres à revenu fixe de catégorie investissement est tout aussi attrayante qu'elle l'a été au cours des dix dernières années et plus. Les éléments constitutifs d'une remontée généralisée des obligations à plus long terme se mettent ainsi tranquillement en place.

Nouvelles positions

En septembre, nous avons fortement renchéri sur notre pondération dans les actions privilégiées perpétuelles de **Canadian Utilities Ltd.** L'action privilégiée « J », au prix de 17 \$, est assortie d'un taux de rendement courant d'environ 7 %. Pour un investisseur canadien et sur une base fiscalement équivalente, ce revenu de dividendes équivaut à un rendement obligataire de 9,1 %. Non seulement le flux de revenu est-il attrayant, mais le rapport risque/rendement de ces titres semble exceptionnel considérant le risque de crédit infime de cet émetteur (nous estimons la probabilité de défaut des titres A de Canadian Utilities à moins de 0,01 %.) Advenant une chute de 1 % du rendement de l'action privilégiée, nous envisageons un rendement total sur un an de +23 %. Dans le cas d'un gain de 1 % du rendement de l'action privilégiée, le rendement total prévu sur un an est alors une modeste perte de -5 %. Nous aimons beaucoup le profil de récompense des actions privilégiées perpétuelles de cette entreprise.

Également en septembre, nous avons établi une participation dans les **bons du Trésor protégés contre l'inflation des États-Unis** (0,125 %, 2052), dont le prix représente environ 55 % de la valeur nominale ajustée en fonction de l'indice. À 55 \$, ce bon dégage un rendement d'environ 2,3 %, soit plus que le seuil de rentabilité sur 30 ans inféré par la différence entre les bons protégés contre l'inflation et les bons ordinaires. Cette protection contre l'inflation offerte à très petits prix nous plaît donc énormément. Tout en nous attendant à une réduction de l'inflation à court et moyen terme, l'inflation américaine risque fort de repointer son nez à long terme en raison d'une ribambelle de facteurs, incluant les obligations croissantes en matière de sécurité sociale, les problèmes épineux de sécurité géopolitiques et les politiques populistes.

En délaissant le tableau général pour nous concentrer sur les titres particuliers, nous avons également renchéri sur notre participation aux prêts à terme avec option de reprise de **McDermott International Ltd.**, dont le prix se situe autour de 55 moyennant un taux de rendement d'environ 28 % selon une échéance de 2027. McDermott, qui a dû relever plusieurs défis depuis sa réorganisation en 2020, profite finalement d'un marché nettement plus réceptif à ses services de construction et d'ingénierie. Nonobstant l'amélioration des conditions commerciales, la valeur de l'entreprise McDermott, au prix actuel, ne représente qu'une petite fraction des niveaux antérieurs à la pétition. Surpris par la lenteur et les difficultés de sa réorganisation, nous estimons que des piliers plus solides prennent appui dans cette structure de capitalisation malmenée.

Positionnement du Fonds

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/>



Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 8,5 % au 30 septembre, le rendement actuel s'établissant à 5,5 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,4 années. Il comporte une pondération de 5,0 % dans des titres en détresse dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 3,0 % du portefeuille total au 30 septembre.

Geoff Castle

10 octobre 2023

