

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a terminé le mois d'octobre, qui fut volatil, en retrait de 0,5 %¹. Octobre a été un mois volatil caractérisé par des prix nettement plus bas pour les titres risqués et des taux sans risque supérieurs tout le long de la courbe.

Les positions sensibles aux taux, comme les titres du Trésor protégés contre l'inflation (TIPS), ont fléchi en octobre, tandis que les titres moins chers exposés à des éléments catalyseurs ont gagné du terrain. Notre position de longue date dans les capitaux réorganisés de PHI Group Inc., un opérateur d'hélicoptères, a enregistré une hausse à deux chiffres, car les investisseurs anticipaient un premier appel public à l'épargne en suspens.

Du général au particulier... Analyser le bassin des occasions actuelles

Après un mois d'octobre volatil, nous sommes généralement plus actifs sur le marché des obligations vers la fin de l'année. Tout semble indiquer que l'économie ralentit. Nous entendons plusieurs anecdotes sur la scène locale. Nous voyons des banques procéder à des mises à pied et entendons parler des problèmes qui couvent sur le marché des logements en copropriété. Nous observons aussi des indicateurs sur la scène mondiale. Par exemple, l'indice des indicateurs économiques avancés du Conference Board américain s'est replié à chacun des 18 derniers mois.

Par conséquent, nous nous sommes demandé si le ralentissement de l'économie est bon pour les obligations. Et nous croyons que la réponse est oui, tout à fait. Si la marée montante économique qui a eu lieu alors que la capacité était réduite par la COVID a provoqué une flambée de l'inflation, on peut en déduire que la chute de la demande alors que la capacité de production a pour l'essentiel rebondi devrait faire l'inverse. Et si l'inflation élevée a fait monter les rendements au-dessus de la courbe, le recul de l'inflation devrait les faire baisser.

Le fait que l'inflation ait amorcé un virage n'est plus sujet à débat. Il est clair que c'est le cas. La mesure préférée de la Fed, l'inflation de base, a culminé à 6,6 % en septembre 2022, pour ensuite décliner régulièrement pendant douze mois et atteindre 4,1 % à la fin de septembre 2023. Étant donné qu'il semble que l'économie va continuer de s'affaiblir, nous prévoyons que l'inflation devrait faire de même pendant quelque temps.

Donc, si l'inflation a été jugulée, du moins pour l'instant, et si les rendements des obligations sont destinés à régresser, à quelles obligations devrait-on s'intéresser? Les deux facteurs à prendre en considération sont la durée et l'exposition au crédit.

La durée, qui a été pendant longtemps un facteur négatif, semble mériter d'être revue. Il est vrai que la prime à l'échéance n'est pas faramineuse. Mais, considérant que la courbe pourrait s'affaïssir, nous croyons qu'il vaut le coup de s'exposer à un certain degré de

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.

volatilité afin de tirer avantage des gains à effet de levier que pourraient rapporter des taux à long terme plus bas. Plusieurs obligations à plus long terme ont chuté de plus de 40 % au cours des trois dernières années. Un déclin aussi modeste que 1 % dans le rendement d'une obligation à 30 ans peut représenter un rendement total sur un an de plus de 15 %.

Bien que le crédit ne soit pas tout à fait attrayant en période de ralentissement économique, nous distinguons quelques ouvertures intéressantes. Les cinémas, qui commencent tout juste à se remettre de la COVID, représentent une sphère où la valeur des entreprises est encore minuscule et le crédit bon marché. Il en va de même pour le pétrole qui a souffert de pénurie de capitaux au cours des cinq dernières années. Les soins de santé et les pharmaceutiques, dont les marges de profit ont été réduites par le caractère inhabituel des ressources qui sont allées à la COVID, se trouvent encore à l'étape du rebond. Et il y a ici et là d'autres poches de crédit bon marché parce que, au fond, la qualité du crédit dépend de la situation. Par exemple, les entreprises qui peuvent réduire leurs dettes en vendant des actifs cachés ou celles bénéficiant du soutien implicite en matière de crédit de propriétaires bien nantis figurent parmi ce genre de situations qui nous ont bien servis au fil des ans.

« Sur le marché actuel, c'est le taux sans risque en lui-même qui est à l'origine d'occasions intéressantes. Et nous croyons qu'une reprise vigoureuse, tractée par les taux et possiblement aiguillonnée par des poches de crédit bon marché se produira sans doute d'ici peu. »

Par ailleurs, les risques inhérents au crédit se multiplient dans certaines sphères. Ainsi, les secteurs bancaire et de l'immobilier en général ne nous intéressent pas pour l'instant.

Tout compte fait, nous sommes très optimistes quant à notre marché et à un possible rebond. Mais il se pourrait que ce rebond diffère de ceux de 2016 et de 2020. C'est le crédit et les produits de consommation courante qui avaient engendré ces rebonds. Sur le marché actuel, c'est le taux sans risque en lui-même qui est à l'origine d'occasions intéressantes. Et nous croyons qu'une reprise vigoureuse, tractée par les taux et possiblement aiguillonnée par des poches de crédit bon marché se produira sans doute d'ici peu.

Activités du portefeuille

En octobre, nous avons continué à trouver des occasions dans l'arène des titres bon marché de plus longue durée, par exemple dans les billets (4,1 %, 2047) fortement réduits d'Occidental Petroleum Corporation, avec leur prix équivalant à environ 64 % de la valeur nominale pour un rendement de 7,3 %. La dette d'Occidental représente moins du quart de la capitalisation de l'entreprise et ses bénéfices d'exploitation ont couvert les frais d'intérêt plus de huit fois au cours des 12 derniers mois. Nous considérons que la probabilité de défaut sur un an se situe à moins de 0,1 %. Étant donné que Berkshire Hathaway est un acheteur actif des actions de la société, nous considérons que le crédit d'Occidental est extrêmement solide.

Toujours en octobre, nous avons renchéri sur certaines positions de qualité supérieure de notre portefeuille, par exemple en ajoutant des billets (2,6 %, 2026) de Waste Management



Inc. pour un rendement d'environ 5,4 %. Waste Management, une entreprise fiable et imperméable aux soubresauts du marché, a un excellent bilan et peu de dettes. Ses récents bénéfices d'exploitation couvrent plus de huit fois les frais d'intérêt.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 8,8 % au 31 octobre, le rendement actuel s'établissant à 5,7 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,5 années. Il comporte une pondération de 4,9 % dans des titres en détresse dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 1,4 % du portefeuille total au 31 octobre.

Geoff Castle

6 novembre 2023

