

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 2,0 %¹ en novembre, une période caractérisée par des rendements positifs sur l'ensemble des marchés de titres à revenu fixe. Les titres de catégorie investissement ont opéré une magnifique volteface dans le cadre de laquelle notre propre mandat axé principalement sur ces titres, le Fonds univers obligataire Pender, a dégagé son rendement mensuel le plus élevé à ce jour, soit 2,9 %.

Certains titres de plus grande qualité et de plus longue durée ont dégagé des rendements faramineux. C'était le cas notamment de notre position dans les billets de Warnermedia Holdings Inc. (2062), lesquels ont réalisé un gain de plus de 13 % en novembre. Les actions privilégiées ont également mis la main à la pâte en affichant des gains, dans quelques cas, de plus de 10 %. En ce qui a trait aux titres de rangs inférieurs, la situation était plus mitigée. D'un côté, notre position dans les billets de 2027 d'Unisys Corporation s'est avancée de 14 %, poussée par de solides résultats financiers au troisième trimestre.

En revanche, certains titres de créance ont subi en novembre une pression exercée par les liquidations motivées par les pertes fiscales de fin d'année et par une aversion généralisée au risque. Notre position dans les billets d'Esperion Therapeutics Inc. (4 %, 2025) a reculé de 10 % pendant le mois pour fixer son prix à 48 % de sa valeur au pair. Selon nous, les billets d'Esperion recèlent une valeur fantastique. Cette société pharmaceutique, qui connaît une croissance rapide et profite de plusieurs éléments catalyseurs favorables, devrait être assortie d'une juste valeur de bien supérieure à son fardeau de dette total.

Oui, Virginia, l'investissement obligataire est envisageable

Le marché obligataire a changé radicalement de cap en novembre. Les investisseurs qui ont vu au cours des trois dernières années les taux de rendement s'élever et les prix obligataires s'effondrer sont, et cela va de soi, plutôt prudents devant cette nouvelle situation.

Contrairement aux plus récentes feintes, ce changement tendancier semble s'appuyer sur des facteurs fondamentaux et techniques favorables. Donc, toutes nos excuses M. Francis Church², mais oui, Virginia, l'investissement obligataire est de nouveau envisageable.

La différence cette fois réside, selon nous, dans la qualité du contexte de placement. Comme nous l'avons affirmé lors de commentaires précédents, une superbe remontée comprend quatre éléments clés : des **prix extrêmes**, un **changement fondamental positif**, une **humeur excessive** et un **positionnement déséquilibré** de la part des investisseurs.

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.

² En 1897, une fillette de 8 ans appelée Virginia O'Hanlon a écrit une lettre au New York Sun pour demander si le père Noël existait vraiment. La réponse affirmative du Sun, écrite par Francis Church, est devenue instantanément un classique.

Saupoudrez le tout de quelques éléments catalyseurs et le tour est joué! Pour le marché obligataire à l'aube de 2024, tout semble être bien en place. Nous y croyons aussi à cette remontée.

Prix extrême : L'élément le plus important pour un contexte favorable au placement : un prix extrêmement bas. On pourrait débattre de la question à savoir si les prix obligataires actuels sont extrêmes, d'un point de vue historique large, mais en ciblant les 15 dernières années, les creux récents ont vraiment touché le fond du baril. Il n'y a pas eu un tel marché, mis à part quelques journées en mars 2020 lorsque la plupart des obligations de catégorie investissement ont dégagé un rendement supérieur à 6 % et qu'aucun billet du gouvernement à plus longue échéance n'a touché un prix inférieur à 0,50 \$ le dollar.

Changement fondamental : La politique monétaire vient avec un effet de décalage variable et long. Après un cycle de hausses drastiques qui s'est étalé sur un an et demi, l'édifice de la solidité économique commence à présenter des fissures bien visibles. La confiance des investisseurs, l'investissement commercial et une panoplie d'autres indicateurs se sont mis à clignoter rouge; or, ce sont là des indicateurs qui surgissent généralement en début de récession. Avec ces perspectives de ralentissement, l'inflation s'est calmée. Si une réelle récession devait frapper, l'inflation serait appelée à ralentir encore plus, ce qui fournirait des ingrédients fondamentaux clés à la création d'une remontée durable des obligations.

Humeur : Les remontées les plus spectaculaires prennent vie au zénith du pessimisme. Or, en ce qui concerne le marché obligataire, il vaut la peine de souligner que le pessimisme à l'endroit des bons du Trésor américain régnait en maître en octobre 2023³. Comme le feu et vénérable Richard Russell nous l'a rappelé, les marchés produisent des opinions (*markets make opinions*), et non le contraire. Après trois années d'affaiblissement progressif des prix, les investisseurs n'étaient plus simplement indifférents aux bons du Trésor, ils les détestaient carrément. Quel carburant fantastique pour une belle remontée!

Positionnement : À l'instar de l'humeur, un positionnement démesuré donne souvent des indications quant à l'ampleur qu'aura la remontée potentielle. Là encore, le marché des bons du Trésor nous envoie des signaux intéressants. Le 21 novembre, la Commodity Futures Trading Commission a signalé une position courte nette sur des contrats du Trésor américain à cinq ans d'environ 1,5 million \$. Ce total représentait la position courte nette sur cinq ans la plus importante de tous les temps; elle venait doubler le sommet du cycle de 2018.

Selon nous, les répartisseurs d'actifs longs de partout accusent une surpondération dans les quasi-espèces tandis que les fonds de couverture ont exercé une pression sur les positions obligataires à découvert vers de nouveaux extrêmes. Ainsi, le dénouement des transactions de couverture et le retour sur le marché obligataire des investisseurs de type CPG pourraient se combiner pour donner à la récente reprise assez de jus pour orchestrer une remontée obligataire en bonne et due forme.

³ Voir *Topdown Charts, Weekly Macro Themes, 20 octobre 2023, (p.10)*.



Activités du portefeuille en novembre

Des aubaines abondent du côté des anciens chouchous technologiques et de leurs obligations convertibles en défaut d'équivalence. En novembre, nous avons créé une participation dans les billets très bon marché de Stem Inc., fournisseur californien de logiciels qui permet aux exploitants d'énergies renouvelables utilisant le stockage sur batterie d'optimiser la consommation d'énergie et de maximiser la valeur de la production d'énergie. Cette entreprise était évaluée à plus de 2 milliards \$ il y a à peine 12 mois, et pourtant, nous sommes en mesure d'acheter ses billets (0,5 %, 2028) à tout juste un peu moins de 0,50 \$ le dollar. À ce prix, nous avons établi une position dans Stem équivalent à 175 millions \$ ou son solde liquide, au moyen de ses billets non garantis. Stem profite d'une bonne base d'engagements contractuels assortis d'échéances de plus de dix ans qui offrent des flux de trésorerie réguliers. La société continue également d'élargir sa portée grâce à sa gamme de produits supérieurs, lesquels semblent devenir une norme industrielle dans l'optimisation des batteries.

Nous avons également renchéri sur notre position dans les billets d'Emergent BioSolutions Inc. (3,875 %, 2028) – aussi à petits prix. Ces billets, représentant environ 40 % de la valeur nominale, ont souffert de manière spectaculaire en raison de la chute de la valeur de l'entreprise post-pandémie, causée originalement par des pertes dans ses exploitations de fabrication de vaccins pendant la pandémie. Si on y ajoute l'incertitude liée aux divers programmes d'approvisionnement gouvernementaux pour les réserves stratégiques de médicaments, Emergent a été acculée au pied du mur sur le plan financier. Selon nous, l'entreprise se remet cependant sur pied, notamment grâce à la demande florissante pour Narcan, un médicament qui renverse les effets des opioïdes.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 9,3 % au 30 novembre, le rendement actuel s'établissant à 5,7 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,80 années. Il comporte une pondération de 4,8 % dans des titres en détresse dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 1,9 % du portefeuille total au 30 novembre.

Geoff Castle

7 décembre 2023

