

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 1,8 %¹ en juin, dans des conditions de marché généralement favorables.

Les meilleures performances du Fonds reviennent à nos participations aux sociétés exposées au platine, notamment les obligations convertibles du groupe minier sud-africain de métaux platine, **Sibanye Stillwater Limited**, et les parts d'**abrdn Physical Platinum Shares**, qui se sont avancées de plus de 25 %. Bien que nous ayons réduit quelque peu notre enjeu dans ces titres, nous estimons toujours que le platine est considérablement sous-évalué et que l'offre de nouveaux métaux nécessite des prix de bien supérieurs aux niveaux actuels.

Notre participation à la structure de capital de **Wolfspeed Inc.** figurait également parmi les performances clés du Fonds. Ce fabricant de plaquettes de carbure de silicium a annoncé un plan de restructuration en vertu du chapitre 11 de la loi sur les faillites, ce qui lui permettrait d'éliminer plus de 4,6 milliards \$ de dettes. Maintenant que le plan a été dévoilé, en attente de l'approbation du tribunal, nos obligations convertibles ont grimpé de plus de 35 %. Nous nous attendons d'ailleurs à ce que les bonnes nouvelles continuent de s'accumuler pour Wolfspeed.

À l'autre bout du spectre, les titres perdants n'étaient pas en grand nombre, mais un d'entre eux a connu une débandade considérable : **Spirit Aviation Holdings**. Tant les actions que les obligations de sa structure de capital ont accusé un revers. Nous aimons encore nos perspectives à l'égard de cet avoir et avons en conséquence renchéri sur ses billets de premier ordre et ses actions nouvellement réorganisées en juin.

En quête d'occasions par-delà le Rio Grande

Nous estimons que l'Amérique latine est bien placée pour dégager des rendements excédentaires, tant du côté obligataire que boursier, au cours des mois et années à venir. Deux facteurs principaux appuient cette hypothèse.

Premier facteur : les investisseurs de l'Amérique centrale et du Sud ont accès à des taux d'intérêt réels inhabituellement élevés (c'est-à-dire, taux d'intérêt moins inflation locale).

Considérons le **Brésil**. L'inflation au cours des 18 derniers mois se situe autour de 5 %, mais les taux d'intérêt à court terme locaux se situent à des niveaux catastrophiques de l'ordre de 15 %. Et qu'en est-il de la **Colombie**? Et bien ses taux d'intérêt gouvernementaux se situent

¹ Tous les rendements signalés sont ceux des parts de catégorie F du Fonds, à moins d'indication contraire. D'autres catégories de parts sont offertes. Celles-ci pourraient présenter des frais et des rendements différents. 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/>

de 5 % au-dessus du taux d'inflation prédominant. La situation est comparable au **Mexique** où règnent des taux d'intérêt réels relativement copieux de 4 à 5 % tout le long de la courbe gouvernementale.

Des taux d'intérêt réels très prononcés figurent parmi les caractéristiques d'une tendance haussière soutenue à venir au sein d'un marché. Il s'avère que de nombreux marchés latino-américains répondent présentement à ce critère. À quand remonte la dernière fois où l'Amérique du Nord a présenté des taux d'intérêt réels de 5 % ou plus sur une longue période? Il faut aller jusqu'au début des années 1980, à la fin d'une longue période de stagnation boursière sur 15 ans et juste avant un incroyable marché haussier où le rendement de l'indice S&P 500 s'est décuplé au cours des 15 années subséquentes.

Deuxième facteur à l'appui de notre hypothèse : simplement, la durée prolongée du marasme boursier qui a miné les actions latino-américaines. En dollars américains, l'indice boursier Bolsa Mexicana n'est allé nulle part en 18 ans. Il en va de même pour l'indice Bovespa du Brésil. Toutefois, pendant ce temps, ces économies ont connu une croissance, les multiples de valorisation se sont contractés et leur capacité à dégager des bénéfices s'est accrue considérablement.

Bref, le contexte en Amérique latine pour les obligations, les titres de créance, voire même les actions, nous semble extrêmement prometteur. Les lecteurs attentifs de nos commentaires mensuels auront sûrement remarqué que notre présence dans cette région a pris de l'expansion. Notre plus grande pondération accordée à une société individuelle, ici **Pemex**, représente environ 3,3 % du portefeuille. Les obligations de Pemex, qui profitent d'un bon soutien gouvernemental et de données fondamentales améliorées, offrent encore des taux de rendement de presque 10 % (pour les titres à plus longue échéance), procurant un potentiel tant sur le plan du revenu que de la plus-value du capital.

Outre Pemex, notre pondération combinée en Amérique latine représente désormais environ 5 % du Fonds et comprend des positions dans la société de paiement brésilienne **StoneCo Ltd** et dans **Gran Tierra Energy Inc.**, qui est propriétaire et exploitant d'actifs énergétiques en Colombie, mais dont le siège social est à Calgary.

Nous affectionnons cette région et continuons d'accroître notre participation dans les structures de capital offrant un fort potentiel.

Nouvelles positions

En juin, nous avons créé une nouvelle position dans les obligations hybrides de **BlueNord ASA**. BlueNord appartient environ 37 % des actifs extraterritoriaux de pétrole et gaz naturel dans la mer du Nord danoise dans le cadre d'un consortium qui inclut également TotalEnergies et une entité détenue par l'État danois. Nous aimons BlueNord pour bon nombre des mêmes raisons qui nous ont poussés à investir dans Tenaz Energy Corp, laquelle exploite des actifs énergétiques dans la mer du Nord danoise. Tant BlueNord que Tenaz sont appelées à profiter d'un changement des priorités gouvernementales en faveur des ressources extraterritoriales tandis que les pays européens cherchent à diversifier leurs



sources énergétiques afin d'éviter le gaz naturel russe. Le consortium de BlueNord procède actuellement à une vaste expansion dans le champ Tyra, ce qui devrait plus que doubler la production et prolonger la durée de vie de ce champ jusqu'en 2042. Nous estimons que le taux de rendement de 12 % des émissions de BlueNord est attrayant dans cette situation considérant que la probabilité de défaut sur un an se situe à moins de 0,6 %, selon nos calculs.

Également en juin, nous avons décidé de créer une nouvelle position dans les obligations convertibles de **Lucid Group, Inc.** (2026), titres dans lesquels nous avons auparavant investis. En effet, après avoir liquidé notre position antérieure à un prix de 88,50 \$, nous avons sauté sur l'occasion de réinvestir dans cette émission offrant un taux de rendement de plus de 10 %. Nous considérons toujours que la capacité de Lucid en elle-même est suffisante pour rembourser cette émission de 960 millions de dollars en moins de 18 mois, et nous prenons également en compte le soutien implicite apporté par l'actionnaire majoritaire de la société, soit le fonds Saudi Public Investment Fund.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender était assorti d'un rendement à l'échéance de 6,24 % au 30 juin, le taux de rendement actuel s'établissant à 5,27 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,75 années. Il comporte une pondération de 4 % dans des titres en détresse dont les positions sont détenues en vue d'une valeur cible inférieure au pair et dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. La trésorerie représentait 2,6 % du portefeuille total au 30 juin.

Geoff Castle
8 juillet 2025

