

## Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

---

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a passé le fil d'arrivée de septembre armé d'un gain de 0,7 %<sup>1</sup>. Il a dégagé ce résultat en contexte obligataire robuste, lequel a été caractérisé par une forte remontée alimentée par la décision de la Réserve fédérale de réduire ses taux, puis par un léger mouvement de ventes.

Le résultat solide du Fonds s'est appuyé sur un de ses dix principaux avoirs en portefeuille, soit les obligations de premier rang de Hughes Satellite Systems (5,25 %, 2026), lesquelles ont grimpé de plus de 20 points depuis leurs creux printaniers, plus récemment en raison d'améliorations prévues du crédit de l'entreprise résultant d'une rumeur de fusion avec DirecTV. Les titres du secteur des métaux précieux ont également bien tenu la route sachant que les billets convertibles d'Equinox Gold Corp (2028) ont bondi de plus de 10 points en septembre grâce à une amélioration prévue de ses bénéfices.

En revanche, certaines lignes de crédit se sont retrouvées en situation de stress, ce qui a soustrait une part des gains réalisés. Les obligations convertibles de Revance Therapeutics Inc. ont chuté de plus de 12 points après l'annonce d'un délai dans le processus d'acquisition par Crown Laboratories, Inc. Selon nous, ce délai issu d'une dispute commerciale avec un fournisseur ne devrait pas remettre en cause cette entente. Les obligations garanties de Spirit Airlines (2025) ont également subi les contrecoups d'un délai dans les négociations de restructuration, lesquelles ont toujours cours. Dans les deux cas, nous avons profité de ce moment de faiblesse pour renchérir sur nos positions.

### Une réduction de la Fed – et puis après?

Septembre 2024 trouvera sa place dans les annales comme le mois où s'est mis en branle le quatrième cycle de réductions des taux de la Réserve fédérale de ce jeune centenaire. Le premier cycle s'est terminé en 2003, année où le taux de la Fed s'élevait à 1 %. Les deux autres, qui ont respectivement commencé à la fin 2007 et à la mi-2019, ont culminé par un taux près de zéro.

Allons-nous nous rendre jusqu'à zéro encore? C'est toujours une possibilité. Toutefois, nous estimons que les éléments moteurs de l'inflation ont changé depuis la dernière décennie. On constate une augmentation en spirale de la demande auprès des fonds publics. Les démocraties de l'Ouest doivent affronter, entre autres défis, les nouvelles menaces militaires de la Russie et de ses alliés autocrates; les coûts engendrés par la croissance des urgences climatiques; et les demandes jusqu'ici non financées sur le plan des caisses de retraite et des soins médicaux pour les retraités (qui représentent une part toujours plus importante de la population).

---

<sup>1</sup> 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.

Et bien que les exigences en fonds publics ne font que s'accroître, l'offre limitée de travailleurs dans la fleur de l'âge pour répondre à cette demande fait en sorte que les gouvernements du Canada, des États-Unis et d'ailleurs se retrouvent avec un manque à combler toujours plus béant sur le plan du financement public. De plus, sachant que cette équation doit ultimement trouver un équilibre liquide, il semblerait que la création monétaire soit le seul moyen de combler cet écart.

Par conséquent, on s'attend à ce qu'un ralentissement économique, comme celui constaté dans le sillage du cycle sans précédent de hausses de taux en 2022 et 2023, ne puisse pas engendrer le même degré de désinflation que celui en vigueur lors des cycles passés. Notre opinion à cet égard est donc la suivante : la Fed mettra en route un cycle de réductions de taux relativement court qui mènera à des taux fédéraux de quelques points inférieurs, cycle qui prendra fin avec la résurgence d'une inflation persistante.

À long terme, nous nous attendons à ce que l'Amérique du Nord arrive ultimement à maîtriser la courbe de rendement à nouveau, un peu comme ce qui se passe au Japon en ce moment, et de temps en temps en Europe. Cet environnement, sur le plan du placement, devrait favoriser les investissements dans les actifs tangibles rares, comme les marchandises énergétiques ou les métaux précieux, et des flux de revenus hautement prévisibles, comme ceux fournis par les monopoles et les services publics réglementés.

D'autres gagnants possibles sont à considérer. Les obligations à rendements réels et les TIPS devraient bien tirer leur épingle du jeu dans un tel contexte. Les petites entreprises à forte croissance pourraient également offrir de bons rendements en pareilles circonstances. Nous estimons que les bonnes occasions parmi les titres en situation de détresse ne seront pas rares. Donc, dans l'ensemble, nous sommes d'avis que les années à venir devraient se révéler plutôt favorables au monde du crédit, mais pas dans la même mesure que les bons vieux marchés haussiers obligataires du passé.

### Nouvelles positions

En septembre, nous avons financé un nouveau prêt à **Terrascend Corp**, un producteur de cannabis dans plusieurs États et un détaillant actif dans plusieurs États américains du nord-est. Le nouveau prêt de premier rang verse un taux de 12,75 % et se trouve au sommet de la pyramide des priorités dans la structure de capital de Terrascend. Au cours des trois dernières années, à titre de prêteurs, nous avons été impressionnés par le progrès réalisé par la direction, tant sur le plan de la réduction de la dette que de l'expansion des ventes et de la rentabilité de la société. Le passif total représente moins du quart de la valeur actuelle de l'entreprise, et nous estimons la probabilité de défaut sur un an de la société à moins de 1,0 %. Terrascend devrait profiter de nombreux éléments catalyseurs à court terme, y compris la légalisation probable du cannabis à l'échelle nationale des États-Unis.

Également en septembre, nous avons acquis les billets de **Herbalife Ltd** (7,875 %, 2025). Parfois controversée, cette entreprise est un marchand direct de suppléments vitaminés en Amérique du Nord et à l'international. Nous possédons les titres assortis de l'échéance la plus rapprochée et de plus petite taille (300 millions \$ en circulation au 30 septembre).



L'équipe de direction s'est engagée à rappeler cette obligation plus tôt, dont le montant principal est inférieur à l'encaisse de l'entreprise dans son bilan financier. Avec un prix menant à un taux de plus de 8 %, nous considérons cette obligation comme étant une occasion de revenu à court terme pragmatique.

Finalement, nous avons également établi une position ce mois-ci dans le prêt à terme garanti de **Telesat LLC**, une filiale de l'opérateur de satellite Telesat Corp., dont le siège social est situé à Ottawa. Cette position en situation de détresse se négocie présentement à environ 50 % de la valeur nominale pour dégager un taux de rendement de plus de 40 % en vertu d'une échéance prévue en 2026. Telesat doit composer avec des défis reliés à la détérioration de sa base de revenu issu de sa flotte de satellites géostationnaires. Selon nous, l'incursion de Telesat du côté des satellites à orbite terrestre basse, d'ailleurs entérinée par le gouvernement du Canada, est favorable à ses titres de créance. Qui plus est, l'importance stratégique de l'entreprise pour l'armée canadienne et pour les communautés éloignées du Canada rend toute faillite de cette entreprise peu probable, à notre avis.

### Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 8,2 % au 30 septembre, le rendement actuel s'établissant à 5,6 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,5 années. Il comporte une pondération de 2,2 % 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. L'encaisse représentait 0,8 % du portefeuille total au 30 septembre.

**Geoff Castle**

8 octobre 2024

