

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 0,9 %¹ en août. Ce bon résultat survient en contexte généralement favorable pour le marché du crédit, celui-ci ayant fait abstraction de la volatilité causée par la déroute des opérations d'achat d'obligations sur fonds empruntés à court terme (portage) en yen au début du mois.

Parmi les contributions clés au portefeuille du Fonds pendant la période, on retrouvait celles des obligations convertibles de Revance Therapeutics Inc. En effet, celles-ci ont grimpé de 45 % après l'annonce d'une offre d'acquisition. Parmi les autres moteurs de rendement, notons le gain de plus de 15 % des titres convertibles d'OPKO Health, qui ont profité de l'annonce d'un important programme de rachat de titres, et les titres convertibles de Cineplex Inc. qui ont profité d'un achalandage des cinémas plus élevé que prévu.

Le déclin des billets de Stem Inc. est toutefois venu soustraire une part des gains. La société a divulgué des recettes et des bénéfices décevants sachant que les nouvelles installations de batteries destinées aux services publics ont été affectées par des retards de financement du côté des services publics municipaux. Bien que Stem se soit avérée une position controversée pour nous cette année, nous demeurons convaincus de sa valeur à long terme en tant que chef de file des solutions de stockage d'énergie intelligentes. C'est pourquoi nous avons acheté d'autres obligations.

Le chemin devant nous... Notre stratégie revisitée pour l'automne 2024

Les stratégies de placement ont une durée de vie limitée. Les secteurs et les entreprises qui sont injustement défavorisés sont éventuellement repérés et réhabilités. Les tendances se jouent et s'estompent. Les forces tectoniques qui font bouger les marchés au diapason des cycles à plus long terme refaçonnent graduellement le terrain de jeu en faveur de nouvelles ou de différentes occasions.

Il nous faut donc, en tant qu'investisseurs, réajuster le tir fréquemment. Au cours des quelques dernières années, nous avons profité de certains groupes industriels devenus victimes de la perte d'élan post-COVID – une situation que nous appelons « Cathie Wood T+2 ». Nous avons également récolté les coupons de certaines entreprises pétrolières qui ont survécu à l'épisode de prix négatifs de 2020. Nous avons également fait du surf sur le rebond des taux d'actions privilégiées depuis leurs creux ridicules. Mais, tout ça est passé. Et nous voici dans le présent.

En examinant le marché en ces derniers jours de l'été 2024, nous voyons émerger de nouveaux thèmes de placement. Parmi les éléments dignes de mention, précisons que les entreprises semblent **éprouver beaucoup plus de difficulté à dégager des profits**. Que cela soit en raison des effets retardataires de la hausse des taux d'intérêt ou du financement 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.

relance évanescence de la période pandémique, nous constatons que, pour ces entreprises, le nombre de clients diminue, de même que le prix payé pour leurs produits par la clientèle encore là.

Un autre thème : **la tendance baissière des politiques de taux des banques centrales.**

Jusqu'à présent, la Réserve fédérale américaine continue de faire bande à part en ne réduisant pas ses taux, mais à la suite de la récente capitulation de M. Powell à Jackson Hole, il semblerait que la banque centrale américaine soit prête à emboîter le pas aux autres en renversant, du moins dans une certaine mesure, le cycle de hausses de taux sans précédent des deux dernières années.

Et puis finalement, un troisième thème qui nous paraît notable : **la perte de vitesse des opérations les plus lucratives de la dernière décennie.** Les investisseurs qui ont favorisé les actions et les obligations américaines, notamment par l'entremise de stratégies passives qui ont privilégié les grandes plutôt que les petites entreprises, ainsi que la croissance plutôt que la valeur, ont obtenu des résultats disproportionnellement avantageux. Peut-être un peu trop. Par conséquent, nous nous affairons à trouver des titres parmi les entreprises plus petites, non américaines, qui présentent des caractéristiques de valeur.

Nous en aurons davantage à dire sur ces thèmes lors des commentaires à venir, mais pour l'instant, nous cherchons à créer des positions dans un nouveau bassin d'occasions :

1. **Services publics :** En contexte de marché fortement axé sur la croissance, la stabilité des bénéfices est en quelque sorte devenue un facteur sous-apprécié. Par conséquent, de secteur non gratta pour nous il y a quelques années, nous détenons maintenant environ 90 millions \$ en titres d'entreprises de services publics. De plus, au sein de ce secteur, notre attention s'est portée sur les titres présentant un large écart ou qui sont sensibles aux facteurs boursiers et qui ont de bonnes chances, à notre avis, de profiter d'une réévaluation grâce à l'intérêt renouvelé des investisseurs envers cette industrie.
2. **Opérations à contre-courant sur le dollar américain :** La solidité du dollar américain a également joué un rôle déterminant lors du plus récent cycle. Bien que les mesures du pouvoir d'achat et de la balance des paiements n'aient pas été favorables au billet vert, la position relativement agressive des taux de financement de la Fed semble avoir donné un bon coup de main au dollar. Comme cette tendance semble sur le point de chavirer, l'avenir semble plus rose du côté des sociétés non américaines, comme Petróleos Mexicanos (Pemex) ou des sociétés plus sensibles aux métaux précieux comme Equinox Gold Corp. et ses titres convertibles.
3. **Immobilier :** À vrai dire, au cours de la dernière année, il a été ardu de trouver des titres immobiliers commerciaux qui ont suscité un degré de conviction suffisant pour passer à l'action. Toutefois récemment, les quelques noms que nous détenons qui sont exposés à ce secteur ont commencé à reprendre du poil de la bête. Nous allons donc continuer à agrandir notre petit avoir dans ce domaine.

Les lecteurs habitués de nos commentaires mensuels savent que nous réalisons des gains souvent *en dépit de notre stratégie*, et non en raison de celle-ci. Aussi, même si nous avons les yeux rivés sur l'horizon, nous n'allons jamais refuser de nous pencher pour ramasser un vingt dollars sur le trottoir. Il reste que, sur les marges, nous voyons se profiler un nouveau type d'opportunités à l'automne de 2024 en fonction de ces trois thèmes émergents.

Nouvelles positions

En août, nous avons renchéri sur plusieurs pondérations existantes, notamment la société logicielle de sécurité CrowdStrike Holdings Inc. qui, en raison d'une panne fortement publicisée au début de l'été, a vu ses écarts s'élargir. Selon nous, les titres de créance de CrowdStrike sont extrêmement solides : son solde liquide s'élève à plus de 4 milliards \$, soit cinq fois le total de sa dette courante de 792 millions \$. Sa capitalisation boursière se chiffre par ailleurs à plus de 67 milliards \$.

Aussi en août, nous avons considérablement augmenté notre avoir dans les obligations canadiennes à rendement réel. Selon nous, tant les obligations à rendement réel que les TIPS, leurs cousins américains, offrent un mélange attrayant de potentiel de croissance du prix et de sécurité du capital, sachant que les économies nord-américaines devront composer avec un levier financier élevé au cours de la décennie qui s'annonce.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 7,4 % au 31 août, le rendement actuel s'établissant à 5,2 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 4,4 années. Il comporte une pondération de 3,4 % 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. L'encaisse représentait 3,3 % du portefeuille total au 31 août.

Geoff Castle

6 septembre 2024

