

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a affiché un rendement de -0,4 % en mars, une perte qui est somme toute modeste considérant le contexte du marché du crédit pendant cette période. Toutefois, à la lumière des événements qui ont suivi, particulièrement les répercussions de l'annonce des droits de douane américains le 2 avril dernier, une discussion sur les résultats de mars semble insignifiante, aussi avons-nous décidé d'inclure les dénouements des derniers jours à ce commentaire.

Discussion sur le rendement à ce jour en avril

Parmi les facteurs généraux qui ont joué sur la performance des obligations de sociétés, on retrouve la valorisation globale des entreprises par le marché. Toute période de baisse d'environ 10 % des marchés boursiers mondiaux sur une période d'une semaine est également susceptible d'avoir un impact sur le prix des obligations de sociétés. À cet égard, le Fonds n'a pas été épargné par certaines des répercussions en ce début d'avril, ce dont nous discuterons ci-dessous.

Sur le plan des émetteurs individuels, **Spirit Airlines** est l'avoir en portefeuille qui a le plus écopé dans le sillage de l'annonce des droits de douane. Le Fonds détenait, *ex ante*, une pondération de 2,7 % dans une combinaison d'obligations de premier rang et d'actions liées à la réorganisation de cette entreprise. Même si, en dollars par avion, la structure de Spirit représente la valorisation la moins chère de son secteur (et de loin), cela n'a pas empêché les vendeurs paniqués de vendre. Cet avoir a donc accusé, à lui seul, un retrait de plus de 0,5 % au sein du portefeuille.

Deuxième zone de défis pour le Fonds : deux émetteurs qui avaient entamé un processus de refinancement de leurs billets. Dans le cas des obligations récemment acquises de **New Fortress Energy Inc.** et **Wolfspeed, Inc.**, la turbulence reliée à l'annonce des droits de douane n'aurait pas pu plus mal tomber. Conséquemment, la pondération d'environ 2,5 % a subi un recul de près de 15 % (soit plus de 0,3 % pour le Fonds). Nous nous attendons à des issues éventuellement positives pour ces refinancements, mais ce n'est évidemment pas le cas aujourd'hui.

Troisième zone épineuse : les obligations convertibles, lesquelles occupent ensemble une pondération d'environ 30 % dans le portefeuille. Nous pourrions avancer de nombreux arguments en faveur de ces positions, notamment sur le plan du profil rendement/risque et des valorisations propres aux sociétés émettrices. Toutefois, de tels arguments ne tiennent pas la route lorsque les actions de ces sociétés se font emporter par une vague de vente sans discernement. Une douzaine de titres de plus grande envergure, certains qui se négocient à un « delta » relativement plus élevé par rapport à l'action ordinaire de l'émetteur, ont ajouté un autre revers de plus de 0,5 % pour le Fonds à ce jour en avril.

Il y a eu, bien entendu, quelques mouvements positifs pour contrebalancer le tout. En fait, plus de 90 avoirs (qui représentent plus de 35 % du Fonds) ont contribué positivement au

Fonds à ce jour en avril. De façon générale, ces avoirs incluent nos placements dans les obligations d'État et les titres hautement cotés à taux fixe.

Positionnement et perspectives

Cela peut paraître banal de le dire, mais dans le monde des titres à revenu fixe, la baisse des prix sur le moment tend à faire augmenter les taux de rendement prévus à l'avenir. Les prix sont à la baisse, mais les taux de rendement sont à la hausse. Par conséquent, la correction qui a présentement cours devrait être de bon augure pour l'argent placé au beau milieu de la panique. Repérer où se trouvent les occasions en contexte fort évolutif n'est toutefois pas évident.

Concernant la deuxième administration Trump, nous estimons principalement qu'elle représente un facteur généralement négatif pour la valeur réelle des actifs d'entreprises américaines, mais pas nécessairement pour la valeur nominale de ceux-ci. Ce n'est pas seulement les droits de douane qui contribuent à cet état de fait, mais aussi selon nous, l'assaut généralisé contre des institutions telles que le pouvoir judiciaire, le pouvoir législatif et la Réserve fédérale, ainsi que l'attaque contre tout un cadre de relations commerciales et de sécurité internationales qui offrait, jusqu'à présent, un certain degré de certitude commerciale et de stabilité économique.

Toutefois, pour chaque porte qui se ferme, une fenêtre s'ouvre quelque part. Ainsi, sur le chemin des mésaventures américaines, on retrouve éparpillées ici et là des occasions dans plusieurs domaines :

- le complexe des métaux précieux;
- le secteur des services publics réglementés, où les bénéfices sont hautement prévisibles;
- les titres liés à l'inflation, comme les TIPS et les obligations à rendement réel;
- les titres garantis de premier rang des producteurs de pétrole et gaz naturel (adossés à de bons coussins d'actions);
- les titres de crédit en détresse, lesquels peuvent offrir une valeur supérieure par rapport aux actions sur le plan du risque/rendement; et
- les titres de sociétés issues de divers marchés à l'international qui ont sous-performé par rapport à leurs contreparties américaines.

Ce que nous faisons en fin de compte finit souvent par être un peu moins thématique. En effet, pour mettre les dollars au travail, tout dépend des caractéristiques propres aux émetteurs examinés et aux titres qu'ils mettent en circulation. Néanmoins, lorsqu'on éloigne la lunette, on constate la présence d'énormes opportunités dans les domaines énumérés plus haut.

Où notre route nous mènera au cours du trimestre à venir, voire de l'année à venir, est difficile à estimer. Nous savons toutefois que bon nombre des meilleures périodes de rendement pour le Fonds ont suivi des déclins du marché, comme celui que nous vivons présentement. Les choses pourraient donc être intéressantes.

Nouvelles positions

En mars, nous avons créé une position dans les obligations de premier rang de **New Fortress Energy**, société qui gère l'expédition de gaz naturel liquéfié et les infrastructures énergétiques dans un certain nombre de marchés, principalement en Amérique latine et dans les Caraïbes. La valeur de la base d'actifs de New Fortress est élevée, mais l'entreprise est quelque peu serrée financièrement en raison de la mise en service de projets clés. À cet égard, ses billets de premier rang pour 2026 et 2029 ont dégagé un taux de rendement supérieur à 17 % à la fin du mois. La société a récemment annoncé la vente de ses opérations jamaïcaines moyennant 1 milliard \$, ce qui devrait à terme permettre à la société d'honorer les échéances à venir. L'achèvement des installations en construction au cours des deux prochaines années devrait également augmenter la production de liquidités par une marge de 50 %.

Aussi en mars, nous avons créé une nouvelle participation dans les obligations garanties (2028) de **Greenfire Resources**, située en Alberta. Greenfire, qui exploite des sables bitumineux dans la région d'Athabasca, est contrôlée par Adam Waterous, le célèbre investisseur canadien dans le secteur de l'énergie. Le groupe de gestion de fonds éponyme a récemment amassé 1,4 milliard \$ pour financer des acquisitions dans le secteur pétrolier canadien, créant un potentiel sur ce front. Les données économiques de Greenfire sont solides, considérant que son BAIIA couvre 4 fois les intérêts. Les billets garantis (12 %) bénéficient d'un amortissement en espèces à 105 % de la valeur nominale et d'un rendement supérieur à 10,8 % à l'échéance. Nous considérons que la probabilité de défaut sur un an de Greenfire se situe à moins de 0,6 %.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 6,99 %, au 31 mars, le rendement actuel s'établissant à 5,42 % et la durée moyenne modifiée de ses instruments à terme à 3,85 années. Il comporte une pondération de 4,19 % 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.

Geoff Castle
7 avril 2025

