

## COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – DÉCEMBRE 2022

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 0,2 % en décembre, soit un résultat plutôt robuste considérant le contexte boursier volatil. Sur une base annuelle, son rendement a été de -5,7 %<sup>1</sup>. Les profits qu'il a réalisés au cours de la deuxième moitié de 2022 lui ont permis d'effacer une part des pertes essuyées durant les six premiers mois.

En décembre, le résultat relativement solide du Fonds était redevable à la vigueur de divers investissements. Notre modeste position dans les obligations de la société de développement immobilier chinoise Country Garden Holdings Company Limited a continué à progresser grâce au soutien significatif qu'a reçu la société de la part de la banque d'État. Notre position dans la dette d'Emergent BioSolutions Inc. a rebondi de plus de 10 % à partir de ce qui était une position survendue à cause de rendements décevants mais, à notre avis, sans gravité. Notre position dans les obligations de Carriage Services Inc., une société de services funéraires, s'est appréciée de 6 % à la suite de la renégociation de l'accord bancaire qui a éliminé certains problèmes de liquidités.

Les faiblesses de décembre ont été largement dues au fait que le taux de rendement en hausse des obligations d'état a fait baisser le prix des obligations de qualité investissement. À ceci s'est ajoutée la fatigue de certains titres de créance, comme ceux de National CineMedia LLC. Les obligations de premier rang de cette société de publicité cinématographique ont souffert de la restructuration actuellement en cours de la dette de l'un de ses principaux partenaires, Cineworld PLC.

### 1<sup>er</sup> janvier 2023 – où en sommes-nous maintenant?

Dans sa chanson « Graceland », Paul Simon dit que parfois, quand il tombe, vole ou tombe dans la tourmente [il rebondit] vers Graceland. Mais nous n'avons pas atterri à Graceland; nous tentons seulement de ne pas perdre le nord sur le marché du crédit le plus semé d'embûches qu'ait connu cette génération. Le congé des fêtes a été l'occasion bienvenue de lire, cogiter et réfléchir sur la situation que nous affrontons à l'aube de la nouvelle année. Voici un petit résumé de ces réflexions.

S'habituer à la nouvelle façon de calculer la valeur : À la fin de 2022, le taux de rendement des bons du Trésor américain à deux ans se chiffrait à 4,43 %. Historiquement, cela n'a rien de remarquable. Depuis juin 1976, le rendement médian sur deux ans des bons du Trésor tourne autour de 5 %. Toutefois, dans le contexte récent, un rendement sur deux ans supérieur à 4 %, c'est un peu comme si l'Everest se matérialisait soudainement sur la plaine de la Saskatchewan! Il s'agit tout bonnement du rendement le plus élevé des quinze dernières années, une période pendant laquelle les instruments à court terme du gouvernement rapportaient généralement moins de 1 %.

Le taux de rendement des bons du Trésor est important en finances, car les taux sans risque jouent un rôle déterminant dans le calcul de la valeur de l'actif. En effet, là, juste à droite des parenthèses renfermant le taux sans risque, se trouve un exposant par lequel les rendements sous-jacents plus élevés peuvent avoir des effets exponentiels.

---

<sup>1</sup>Parts de catégorie F du Fonds. D'autres catégories de parts sont offertes. Celles-ci pourraient présenter des frais et des rendements différents.

Bref, quand les taux montent, cela signifie que la valeur des actifs devrait baisser. Quels actifs, vous demandez-vous? Pratiquement tous les actifs. Obligations? Certainement. Maisons? En effet. Actions? Eh oui. Entreprises privées? Bien sûr.

Les garanties commerciales qui soutiennent tout prêt valent moins, en marge, quand les taux sont élevés que quand ils le sont moins. Par exemple, si vous possédiez l'an passé une obligation dans une société hypothétique de 3 milliards \$ endettée à hauteur de 1 milliard \$, alors, toutes choses étant égales par ailleurs, il se pourrait que la juste valeur de cette entreprise de 3 milliards \$ ne soit plus maintenant que de 2,5 milliards \$. Et cela réduit clairement la valeur tampon sous votre position dans le prêt.

Ce « nouveau calcul » nous incite à viser plus haut dans la structure du capital, ou dans des structures où la dette repose sur une plus grande valeur tampon. Il nous pousse aussi à privilégier des entreprises susceptibles de se constituer un flux de trésorerie positif sous peu, de préférence aux entreprises dont le flux de trésorerie positif risque de se faire attendre longtemps.

*S'habituer à des taux de rendement globaux plus élevés* : Bien que la baisse de valeur soit dure à avaler, en contrepartie, le marché du crédit offre des rendements globaux plus élevés. Le Fonds d'obligations de sociétés Pender commence 2023 fort d'un rendement moyen à échéance d'environ 8 %, ce qui est nettement plus qu'au début de l'an passé. En ce qui a trait aux marchés des titres de qualité investissement ou de titres à rendement élevé, il faut reculer jusqu'en 2009 pour trouver une période ayant une telle quantité d'obligations sociétales bon marché.

En plus de rapporter davantage, évidemment, une structure axée sur des rendements supérieurs a aussi pour avantage de pouvoir absorber n'importe quelle hausse de taux à venir. Une obligation à cinq ans devant rapporter 1 % verra son rendement sur investissement total fondre de 2,5 % si son taux de rendement monte de 1 %. En revanche, une obligation à cinq ans à 6 % dont le taux de rendement s'élèverait de 1 % produirait quand même un rendement sur investissement total de 2,5 %.

*Regard sur l'avenir : quels émetteurs rapporteront des rendements supérieurs?* La hausse soudaine des taux d'intérêt a fait naître des inquiétudes quant à la qualité du crédit en général. Voici un exemple tout simple : une personne emprunte 1 million \$ à 2 % d'intérêt pour s'acheter une maison. À l'origine, le coût annuel du crédit représentait 20 000 \$. Mais voilà qu'en raison de la hausse des taux, cette personne doit refinancer son hypothèque à 6 %, ce qui fait monter le coût annuel du crédit à 60 000 \$. Que se passera-t-il si cette personne n'a pas les moyens de payer le surplus de 40 000 \$?

Considérons maintenant ce problème sous un autre angle. Au cours des 15 dernières années, pratiquement toutes les émissions d'actions et d'obligations, tous les achats de maisons, toutes les acquisitions d'entreprises, toutes les transactions impliquant un bien important ont été financés alors que les taux d'intérêt étaient nettement plus bas.

Nous ne doutons pas que Warren Buffett ait les reins assez solides pour tolérer des taux de 6 %. Mais nous ne sommes pas tous des Warren Buffett.

C'est pourquoi nous nous attendons à ce que les hausses de la Fed entraînent des conséquences étendues, réduisent la demande des consommateurs et alourdissent le service de la dette dont la pression se fera sentir sur l'économie mondiale en 2023. C'est aussi pourquoi nous prévoyons que le taux de rendement des titres sans risque chutera, au moins temporairement, tandis que le ralentissement de l'économie étouffe l'inflation et fait grimper la demande pour des titres de créance liquides et bien adossés.

### **Nouvelles positions**

Toujours en décembre, nous avons acquis une position dans Bandwidth Inc., fabricant d'applications logicielles qui font office d'interfaces pour les réseaux téléphoniques et les messages textes. Chouchou du marché au sommet de la pandémie, Bandwidth a vu sa valeur chuter de plus de 75 % au cours des deux dernières années, et ses ratios d'évaluation n'ont jamais été aussi bas. Nous avons acquis des billets convertibles de Bandwidth

(0,5 %, 2028) dans la tranche inférieure des 60 pour un taux de rendement approximatif de 10 %. Nous aimons la croissance de Bandwidth et son profil en matière de production de flux de trésorerie, et nous considérons que le statut de l'entreprise à titre d'opérateur en télécommunications reconnu par la FCC érige autour d'elle une bonne protection. Son solde de trésorerie de 311 millions \$ est à peine inférieur à la valeur de sa dette de 340 millions \$ telle qu'elle a été récemment chiffrée par le marché.

Aussi en décembre, nous avons ajouté une position dans les billets convertibles d'une entreprise de Winnipeg, NFI Group Inc. (2027, rendement supérieur à 10 % actuellement). NFI est le plus important fabricant d'autobus urbains de l'Amérique du Nord, et son carnet de commandes impressionnant se chiffre à plus de 8 milliards \$. NFI avait toujours été rentable, mais elle a récemment connu des revers à cause de problèmes dans la chaîne d'approvisionnement qui ont entraîné une pénurie de pièces de rechange. Selon nous, 2023 devrait représenter une année décisive pour NFI au fur et à mesure que les perturbations dans la chaîne d'approvisionnement s'estompent. Nous croyons que l'inquiétude du marché quant aux liquidités de l'entreprise a été grandement apaisée par l'engagement du gouvernement du Manitoba et d'Exportation et développement Canada.

### **Positionnement du Fonds**

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 7,9 % au 31 décembre, le rendement actuel s'établissant à 5,6 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,4 années. Il comporte une pondération de 2,1 % dans des titres en détresse dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 2,1 % du portefeuille total au 31 décembre.

*Geoff Castle*  
*6 janvier 2023*



**PENDER**  
Gestion de Capital PenderFund Ltée

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/>

Ce commentaire comporte un Avis de non-responsabilité, que vous pouvez consulter ici : <https://www.penderfund.com/fr/avis-de-non-responsabilite/>