

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est descendu tout juste sous le seuil d'équilibre en juillet (rendement mensuel de -0,02 %¹), dans un contexte défavorable aux titres à revenu fixe caractérisé par la hausse des rendements de référence sur l'ensemble de la courbe.

Le Fonds a pu compter sur notre positionnement dans le secteur du pétrole et gaz naturel, largement exposé aux producteurs primaires, aux raffineurs de carburants et aux sociétés d'infrastructures. Sur une base individuelle, la palme revient à nos avoirs dans la structure de capital de **McDermott International Ltd. (MCDIF)**. Le refinancement de son prêt à terme arrivant à échéance en 2027 a entraîné la hausse de cet emprunt et des actions de la compagnie en juillet. Nous devons aussi souligner la contribution de nos positions dans les obligations convertibles de **Northern Oil and Gas Inc. (NOG)** et de **Crescent Energy Co. (CRGY)**.

Nos positions à l'extérieur de l'Amérique du Nord ont aussi fortement contribué à notre performance de juillet. Celle en dollars états-uniens dans les bons de souscription d'**Argentine GDP**, qui font toujours l'objet d'un litige obligataire, a été entraînée à la hausse par la conviction que celui-ci connaîtrait une issue favorable. Le géant du commerce en ligne et de l'informatique en nuage, **Alibaba Group Holding Ltd. (BABA)**, a lui aussi enregistré une augmentation appréciable, partiellement en raison de Beijing Moonshot AI Technology Co., soit l'un de ses avoirs en portefeuille dont le succès soudain de son modèle IA a rejailli sur notre position dans les obligations convertibles (2031 et 2032) de l'entreprise.

Cependant, la liquidation qui a eu lieu sur le marché obligataire a nui au fonds. Nous ne détenons pas beaucoup d'obligations de longue durée, mais celles que nous possédons ont subi des revers. Notre position dans un **TIPS venant à l'échéance en 2052** a perdu plus de 5 % en juillet. Malgré leur protection contre l'inflation, les TIPS peuvent être et sont négociés en fonction de la courbe des taux en vigueur des bons du Trésor états-uniens à taux fixe, et la faiblesse de ceux-ci a fait monter le taux d'intérêt réel des TIPS à des hauteurs inégalées depuis 2002. Malgré cette faiblesse, nous estimons que ces avoirs ont le potentiel de rebondir et c'est sans hésitation que nous avons acheté des TIPS.

Mentionnons pour finir la faiblesse de notre position dans l'obligation convertible de **Wolfspeed Inc. (WOLF)**, qui a chuté de concert avec la liquidation ayant frappé tout le secteur des semiconducteurs. Nous avons tiré avantage de cette faiblesse pour racheter à profit quelques-unes des options d'achat couvertes que nous avons souscrites contre nos droits sur les actions à la conversion. Ce fabricant de substrats de carbure de silicium, qui se négocie de nouveau à un cours près de celui qu'il avait au sortir de sa faillite, est selon nous mal compris, insuffisamment suivi et très sous-évalué.

Perspectives positives pour le secteur pétrolier et occasions parmi les titres de créance énergétiques

Nous avons continué à investir dans les titres de créance des producteurs en énergie conventionnelle basée sur les hydrocarbures. En ce moment, ce secteur représente la plus importante pondération au sein du Fonds. Notre confiance s'appuie sur un nombre de facteurs que nous résumerions ainsi :

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. Les données standards sur le rendement du Fonds sont présentées ici : <https://penderfund.com/fr/fund/pender-corporate-bond-fund/>

- 1) **Les réserves de pétroles sont basses.** Avec les marchandises, l'un des indicateurs les plus déterminants quant aux prix est tout simplement le rapport entre les réserves (ou les stocks) et l'usage. Les réserves des États-Unis sont à leur plus bas depuis 1984, époque à laquelle la demande mondiale en pétrole se chiffrait autour de 60 millions de barils par jour. De nos jours, elle frise les 105 millions. D'après ce que l'on sait des réserves internationales en Chine et ailleurs, les stocks seraient en baisse partout dans le monde.
- 2) Les producteurs ont eu **tendance à réduire leurs dépenses en capital au cours des dix dernières années.** Depuis l'hécatombe provoquée par l'effondrement du schiste en 2015-2016 et la panique entraînée par le prix négatif du pétrole pendant la COVID, les producteurs font preuve d'une prudence extrême dans leurs investissements destinés à accroître leur capacité. Les réserves antérieures tirées de puits forés mais inachevés se sont taries, et le seuil de rentabilité nécessaire pour l'exploitation en mer et pour celle du schiste des États-Unis rebute les investisseurs.
- 3) **Les enjeux géopolitiques dans le Golfe et en Russie ne semblent pas en voie d'être réglés,** et s'ils l'étaient, nous ne croyons pas que l'offre en pétrole brut redeviendrait aussitôt celle qu'elle était antérieurement. Et plus ces conflits tardent à être résolus, plus les réserves baissent.

Tout bien considéré, nous pensons que ce tumulte géopolitique s'apaisera. En attendant, nous croyons que le marché pétrolier devra trouver le moyen de réagir sur le plan de l'offre. Et nous sommes d'avis que pour répondre à la demande, les prix devront rester élevés pendant encore longtemps.

La dynamique de l'industrie en matière de fixation des prix n'est qu'une des variables de l'équation d'investissement; l'autre variable dépend de la manière dont les compagnies pétrolières sont évaluées. En cela, nous trouvons déconcertant que plusieurs producteurs et prestataires de services se négocient à des ratios cours-valeur comptable qui frôlent leurs plus bas niveaux en dix ans. Par ailleurs, nous ne comprenons pas qu'on ait imposé de larges écarts de crédit à certaines entreprises pétrolières dont l'endettement est plutôt faible et le flux de trésorerie assez solide pour couvrir les intérêts. Nous sommes au nombre des optimistes.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 6,16 %, au 31 juillet, le taux de rendement actuel s'établissant à 5,07 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,36 années. Il comporte une pondération de 0,97 % dans des instruments de créance 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. De même, les obligations convertibles près ou équivalentes au cours représentant 7,4 % du Fonds ont également été exclues du taux de rendement et de la durée. La trésorerie représentait 1,2 % du portefeuille total au 31 juillet.

Geoff Castle
10 août 2026