



Des Propriétaires d'Entreprise Prêtant aux Entreprises^{MC}

EdgePointWealth.com

L'image de couverture montre le luxueux navire de croisière National Geographic Endeavour II en voyage dans les îles Galápagos, en Équateur. Le bateau est géré par Linblad Expeditions Holdings, Inc, l'un de nos titres obligataires dans les portefeuilles EdgePoint. Cette société gère une flotte de 15 navires (10 en propriété et 5 en location) en partenariat avec National Geographic, ainsi qu'avec plusieurs sociétés d'écotourisme terrestres. Linblad est une entreprise neutre en carbone depuis 2019.

Le Portefeuille mondial de fonds de revenu et de croissance EdgePoint, le Portefeuille canadien de fonds de revenu et de croissance EdgePoint et le Portefeuille de revenu mensuel EdgePoint détiennent actuellement des titres de Lindblad Expeditions Holdings, Inc. au 31 décembre 2023. Les renseignements sur la société susmentionnée visent uniquement à illustrer l'application de la méthode d'investissement EdgePoint et ne sont pas destinés à servir de conseils en matière d'investissement. Ils ne sont pas représentatifs de l'ensemble du portefeuille et ne constituent pas une garantie de rendement futur. Le Groupe de placement EdgePoint inc. peut acheter ou vendre des positions dans le titre susmentionné.

Crédit photographique
Lindblad Expeditions/Ralph Lee Hopkins



Des Propriétaires d'Entreprise Prêtant aux Entreprises^{MC}

COMMENTAIRE SUR LES TITRES À REVENU FIXE Pour le trimestre clos le 31 décembre 2023

Un marché capricieux

Par Derek Skomorowski

À ce moment de l'année, on peut observer une reprise boursière où toutes les actions progressent pratiquement au même rythme. Certains l'appellent même la « reprise du Père Noël ».

Après tous les discours entourant une récession, les prophéties sur les crises bancaires, le resserrement des conditions financières, les tergiversations sur « l'attitude agressive insoutenable des banques centrales » et « la politique d'écrasement », nous entamons dans la nouvelle année avec une frénésie d'achat qui nous amène à nous demander si le Père Noël a donné des actions en cadeau cette année.

Bien sûr, nous apprécions gagner de l'argent dans ces marchés florissants, mais pour quiconque cherche à générer des rendements attrayants à *long terme* – des rendements attrayants sur une période plus longue que quelques mois – c'est en quelque sorte le contraire de ce que nous devrions espérer. Vos portefeuilles EdgePoint sont friands d'incertitude et tirent parti de la volatilité. Les conditions favorables peuvent laisser un visage grincheux pendant les fêtes de fin d'année.

Toutefois, ces conditions sont un instantané de l'époque. L'année écoulée a été loin d'être de tout repos. Les douze derniers mois ont connu plus que leur part de hauts et de bas. Il est facile d'oublier que nous avons connu une reprise générale similaire en janvier pour commencer l'année, et que les marchés ont atteint des sommets historiques pendant la majeure partie de l'été. Dans les deux cas, l'effervescence n'a pas duré et des occasions d'achat attrayantes se sont présentées.

Tous les dollars ne sont pas égaux

Nous recevons beaucoup de questions sur notre la pondération élevée des liquidités dans nos portefeuilles et sur la possibilité que cette décision nuise aux rendements. Cette pondération forte existe dans tous les portefeuilles EdgePoint qui détiennent des titres à revenu fixe – le Portefeuille mondial de fonds de revenu et de croissance EdgePoint et le Portefeuille canadien de fonds de revenu et de croissance EdgePoint, où cette catégorie d'actif est appelée « liquidités et autres actifs nets »; le Portefeuille de revenu mensuel, qui est principalement composé d' « obligations

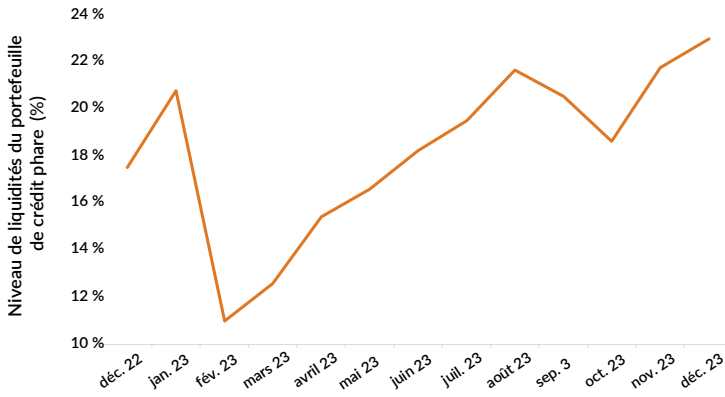
d'État à court terme »; et notre portefeuille phare en matière de titres de créance, le portefeuille d'occasions de crédit (vous pouvez en apprendre sur celui-ci [ici](#)), où cette catégorie est simplement appelé « liquidités ». Il était bon d'éclaircir ce point selon nous.

Tout d'abord, nous n'évoluons plus dans un monde où l'argent liquide est « inutile » – l'argent liquide génère aujourd'hui un rendement. Contrairement aux liquidités de votre compte chèque, les liquidités de nos portefeuilles génèrent un rendement très proche de 5 %, principalement en achetant des bons du Trésor et des obligations d'État à très court terme (notez que ce sont les seuls instruments que nous acceptons en tant « qu'équivalents de liquidités ». Les comptes bancaires à taux d'intérêt élevé ne suffisent pas). Il ne fait aucun doute que la décision de se séparer de ses liquidités en faveur d'un autre investissement doit faire l'objet d'un examen plus approfondi lorsque les liquidités elles-mêmes ont un rendement d'environ 5 %.

Mais à notre avis, *notre* argent apportera *bien plus* que de simples dollars. Il s'agit d'un baril de poudre sèche. Il représente une option et la flexibilité nécessaire pour saisir des occasions au moment où les acteurs du marché qui n'ont pas une compréhension claire de ce qu'ils possèdent commencent à prendre panique. Il nous permet d'agir rapidement et de manière décisive au premier signe de perturbation. Il ne s'agit pas d'un suppresseur, mais plutôt d'un accélérateur.

L'évolution des liquidités au sein de notre portefeuille de crédit phare, 2023 en est un bon exemple. Nous avons commencé l'année avec une pondération de liquidités d'environ 18 %, ce qui, pris isolément, aurait pu constituer un frein important à notre rendement. Cette proportion n'a fait qu'augmenter lorsque les marchés se sont redressés en janvier. Mais en février et mars, lorsque la contagion autour de la Silicon Valley Bank, de Crédit suisse et du système financier dans son ensemble a entraîné une vague de reculs, plus de 10 % du fond a été déployé sur le marché. Après avoir reconstitué nos liquidités pendant l'été, nous nous sommes montrés agressifs vers la fin du mois d'octobre, lorsque les craintes d'une hausse des taux d'intérêt nous ont amené un deuxième cadeau.

Niveau de liquidité du portefeuille de crédit phare d'EdgePoint
(vous pouvez en apprendre sur celui-ci [ici](#))
 Du 31 déc. 2022 au 31 déc., 2023



Seth Klarman, PDG du groupe Baupost, est connu pour gérer son fonds de couverture avec une pondération de liquidités de l'ordre de 30 à 50 %. Comme il a 30 ans d'avance sur ses concurrents pour ce qui est d'articuler ses arguments sur les liquidités, il est intéressant de le citer : « Pourquoi les occasions immédiates devrait-elles être les seules à être prises en compte, alors que celles de demain pourraient bien être considérablement meilleures que celles d'aujourd'hui ? »ⁱ

L'univers des titres actuels n'est pas le seul univers que nous devons prendre en compte. Nous devons équilibrer toutes les occasions qui peuvent se présenter au cours des semaines et des mois à venir, tout en reconnaissant qu'à mesure que les paiements d'intérêts et les échéances des obligations s'accumulent, les fonds de crédit produisent constamment plus de liquidités. En accumulant des liquidités, nous déclarons que nous nous attendons à ce que les occasions futures augmentent le potentiel de rendement du portefeuille ou réduisent son risque en le diversifiant dans des positions qui n'ont aucun rapport avec les idées actuelles. Dans le cas contraire, nous ne ferions qu'accroître les investissements que nous détenons déjà.

Il est peu probable que nos liquidités augmentent beaucoup plus que les niveaux actuels, mais nous ne sommes pas pressés non plus de les dépenser. Jusqu'en 2023, malgré une pondération moyenne des liquidités d'environ 18 % dans notre portefeuille phare, la combinaison d'un rendement de 5 % et d'un déploiement actif en période de turbulences s'est traduite par un léger ralentissement net de notre rendement. À la fin du mois d'octobre, nous étions optimistes que de bonnes affaires qui allaient continuer d'être disponibles. Si l'année s'était terminée autrement, nos fluctuations de liquidités à court terme auraient presque certainement été un avantage.

Pas plus tard qu'en septembre 2022, notre pondération de liquidités de notre portefeuille n'était que de 1,6 %. Nous retrouverons à cette pondération, et même probablement un niveau inférieur. Tout dépend de la profondeur et de l'ampleur des idées que nous trouvons.

Ne confondez pas notre gestion des liquidités avec la prévision des cours boursiers. Nous n'avons pas besoin que l'ensemble du marché devienne attrayant pour trouver des moyens de gagner de l'argent. Il y a toujours des titres à acquérir, et les conditions, même avec la moindre incertitude ou hésitation de la part des investisseurs en titres à revenu fixe, peuvent se traduire par une frénésie d'achat pour les portefeuilles EdgePoint.

Des occasions cycliques

En tant qu'investisseurs à revenu fixe, nous sommes actifs à la fois sur le marché des nouvelles émissions (nous achetons des obligations émises directement par des entreprises qui ont besoin d'emprunter de l'argent) et sur le marché secondaire, où nous achetons des obligations existantes vendues par d'autres investisseurs. Sur le marché des nouvelles émissions, les entreprises émettent généralement des obligations lorsqu'elles en ont besoin, et ce pipeline est plus robuste que jamais, car les entreprises qui avaient traîné les pieds pour obtenir un refinancement dans ce monde de taux d'intérêt plus élevés commencent à réaliser qu'ils ne peuvent plus attendre.

Les occasions disponibles sur le marché secondaire sont moins prévisibles mais tout aussi fréquentes. D'une manière générale, nous avons observé que les investissements à rendement élevé peuvent être mal évalués sur le marché secondaire de trois manières, les rendements surestimant le risque que nous percevons dans les perspectives de l'entreprise. Deux d'entre elles sont assez évidentes : la première est qu'un événement macroéconomique majeur entraîne une mauvaise évaluation sur l'ensemble du marché (par exemple, les hausses de taux d'intérêt de la Fed en 2018 ou les fermetures initiales causées par une pandémie en mars 2020). Le second est un événement idiosyncrasique qui affecte temporairement une entreprise spécifique (par exemple, une acquisition importante ou une unité peu performante masquant une société par ailleurs saine).

La troisième manière est moins évidente, mais n'en est pas moins fructueuse. Récemment, il a été amusant d'écouter les commentateurs à la télévision essayer d'évaluer l'économie. Par exemple, un animateur interviewer à l'antenne un propriétaire surendetté qui loue des espaces de bureaux à San Francisco, les larmes aux yeux décrivant un effondrement économique total,

avant d'être suivi par un dirigeant de compagnie aérienne qui augmente ses prix, n'a jamais été aussi occupé et menace de poursuivre Boeing pour ne pas avoir livré le milliard de dollars d'avions dont il a besoin pour répondre à une demande record.

Il y a plus d'un cycle économique, et même si la trajectoire de l'activité économique globale est généralement plus élevée, il y a souvent des pans de l'économie qui ressemblent à une récession. Taylor Swift, qui vend 50 000 places à 1 000 \$ l'unité, n'a pas l'air de connaître une récession, mais le vendeur d'ensembles de terrasse qui vient de connaître deux années record est aujourd'hui en grande difficulté. Les idées qui se situent à la périphérie de ces cycles peuvent constituer d'excellents investissements, comme le montre le tableau ci-dessous.

Exemples des titres à revenu fixe d'EdgePoint par rapport aux opinions populaires des investisseurs De 2018 à 2023

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Consensus du marché	« L'apocalypse du commerce de détail »	« Il est impossible d'investir dans le pétrole »	« La pandémie de COVID durera éternellement »	« Cauchemar dans la chaîne d'approvisionnement »	« La mort du bureau »	« Bénéficiaire du confinement, mais le confinement n'y est plus »
La volonté de se démarquer du troupeau	Mattel 6,75 %, arrivant à échéance en 2025 <i>Le fabricant de jouets + Toys 'R Us fait faillite.</i>	Tervita 7,625 %, arrivant à échéance en 2025 <i>Entreprise de traitement des déchets pétroliers et gaziers.</i>	Cinemark 5,25 %, arrivant à échéance en 2028 <i>Deuxième chaîne de cinémas aux États-Unis.</i>	New Flyer 5,0 %, arrivant à échéance en 2027 <i>Fabricant d'autobus de transport public. Demande record mais impossibilité d'obtenir des pièces détachées.</i>	Interface 5,5 %, arrivant à échéance en 2028 <i>Fabricant de revêtements de sol commerciaux pour les bureaux, les écoles et les hôpitaux.</i>	Fabricant de chaussures <i>Le chiffre d'affaires des chaussures de randonnée et des chaussures de course augmente de plus de 50 % entre 2020 et 2022.</i>
Tous les rendements sont des taux de rentabilité internes (TRI) en monnaie locale. Les rendements inférieurs à un an et les rendements cumulés sont marqués d'un astérisque (*).	Taux de rentabilité interne 9,7 %	Taux de rentabilité interne 30,0 %	Taux de rentabilité interne 16,5 %	Taux de rentabilité interne 3,1 %	Taux de rentabilité interne 20,0 %*	Taux de rentabilité interne 9,0 %*
	L Brands 6,694 %, arrivant à échéance en 2024 <i>Propriétaire de Victoria's Secret et Bath & Body Works - 1/3 de leurs magasins se situent dans des centres commerciaux, et ce secteur est en baisse de popularité.</i>	Vesta 10 %, arrivant à échéance en 2025 <i>Producteur de pétrole léger basé en Alberta.</i>	Lindblad 6,75 %, arrivant à échéance en 2027 <i>Croisière d'expédition naviguant aux Galapagos et en Antarctique.</i>	Park-Ohio 5,25 %, arrivant à échéance en 2028 <i>Distributeur de pièces de fixation dont les clients ne peuvent pas obtenir de pièces.</i>	Cushman & Wakefield 5,25 %, arrivant à échéance en 2028 <i>Courtier en vente et en location de biens immobiliers commerciaux.</i>	Entreprise d'entretien de pelouses et de jardins <i>Les ventes de semences de gazon, d'engrais et de produits d'entretien des jardins ont augmenté de 37 % pendant la fermeture.</i>
	Taux de rentabilité interne 15,6 %	Taux de rentabilité interne 17,5 %	Taux de rentabilité interne 13,6 %	Taux de rentabilité interne 12,5 %	Taux de rentabilité interne 19,1 %*	Taux de rentabilité interne 20,7 %*

Au 31 décembre 2023. Tous les rendements sont des taux de rendement internes en monnaie locale pour le portefeuille de crédit phare EdgePoint. Le taux de rendement interne est un rendement pondéré en fonction de l'argent qui tient compte du moment et de l'ampleur des flux de trésorerie dans un investissement et qui représente le rendement réel d'un investisseur. Au 31 décembre 2023, les titres susmentionnés sont/étaient détenus dans le portefeuille de crédit phare EdgePoint. En outre, tous ces titres peuvent avoir été détenus dans au moins un des portefeuilles suivants : Portefeuille mondial de fonds de revenu et de croissance EdgePoint, Portefeuille canadien de fonds de revenu et de croissance EdgePoint ou Portefeuille de revenu mensuel EdgePoint. Les renseignements sur les titres susmentionnés servent uniquement à illustrer l'application de la méthode d'investissement EdgePoint et ne constituent pas des conseils en matière d'investissement. Ils ne sont pas représentatifs de l'ensemble du portefeuille et ne constituent pas une garantie de rendement futur. Le Groupe de placements EdgePoint inc. peut acheter ou vendre des positions dans les titres susmentionnés. Les années reflètent les thèmes du consensus du marché, tandis que nos avoirs reflètent l'accent mis par EdgePoint sur l'achat ou le prêt d'argent aux entreprises, indépendamment de l'opinion populaire.

En 2018, alors que l'espace de vente au détail était surabondant compte tenu de la croissance du commerce électronique, la disparition de Toys 'R Us nous a conduits à investir dans Mattel. Lorsque nous pouvions entrevoir la fin de la pandémie de COVID-19 et évaluer le coût de la traverser, nous avons trouvé un exploitant de salles de cinéma dont les obligations ont été évaluées pour une durée indéterminée. Lorsque les entreprises ont rouvert leurs portes face à une demande insatiable alors que les usines asiatiques restaient fermées, nous avons acheté des obligations de sociétés industrielles dont les chaînes d'approvisionnement étaient gelées. Au début de l'année, nous avons investi dans des sociétés touchées par la baisse de l'occupation des bureaux, mais dont les secteurs d'activité non liés se portaient bien.



Les entreprises qui ont clairement tiré profit de la pandémie de COVID-19 ont constitué notre dernier terrain de chasse. Au moins une partie de la croissance des ventes de ces dernières années aura été une poussée de la demande. À mesure que le monde se normalise, les ventes de ces entreprises se corrigent de manière excessive et les volumes actuels sont souvent inférieurs aux niveaux de 2019. Au cours des dernières semaines de l'année, les obligations d'un fabricant de chaussures et d'une société d'entretien de pelouses et de jardins récemment achetés ont augmenté avec le reste du marché, mais nous nous attendons à des occasions similaires dans les mois à venir. Ces cycles à l'intérieur d'un cycle vont se poursuivre.

Résolutions

Ce marché capricieux a été idéal pour les investisseurs qui choisissent dans quelles obligations ils investissent. En tant que prêteurs, vos portefeuilles EdgePoint détenant des titres à revenu fixe continuent de bénéficier du vent arrière des taux d'intérêt matériellement positifs. Vous en profiterez si les taux d'intérêt augmentent encore. Il est possible qu'il s'agisse d'une aubaine de courte durée et que les taux reviennent à zéro – mais peut-être pas. Si l'avenir financier est différent du passé récent – si les taux d'intérêt sont là pour durer – les prêteurs en profiteront au détriment des emprunteurs et des propriétaires d'actifs. Des taux d'intérêt plus élevés pourraient être synonymes d'une plus grande volatilité, où les passages optimistes sont suivis d'un pessimisme généralisé. Nous aimons ces sautes d'humeur.

Après avoir été les grincheux de Noël, nous espérons découvrir la joie des bonnes affaires de l'Après-Noël à l'amorce de la nouvelle année.

ⁱ Source: Seth Klarman, « The Painful Decision to Hold Cash », *lettre de fin d'année 2004 de Baupost Limited Partnerships*.

Les portefeuilles EdgePoint exemptés de prospectus ne sont accessibles que par exemption de prospectus aux investisseurs qualifiés. Pour de plus amples renseignements, veuillez consulter la notice d'offre (« NO ») appropriée. Ainsi, le portefeuille n'est pas offert au grand public et n'est offert, par exemple, qu'aux investisseurs accrédités, au sens du Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus. Les demandes d'achat dans ces portefeuilles dispensés de prospectus ne seront prises en compte qu'aux conditions de la NO, qui peuvent être obtenues auprès de votre conseiller financier. Des commissions, commissions incitatives, frais de gestion et frais d'investissement peuvent tous être associés aux opérations touchant des fonds communs de placement. Veuillez lire le prospectus et l'Aperçu du fonds avant de procéder à tout investissement. Des exemplaires du prospectus peuvent être obtenus auprès de votre conseiller financier ou à l'adresse www.edgepointwealth.com. Le rendement des fonds communs de placement n'est pas garanti, leur valeur évolue rapidement dans le temps et aucun rendement antérieur ne garantit de résultat ultérieur. Le présent document n'est pas une invitation à investir dans le Portefeuille ni ne constitue une offre publique de vente. Les fonds communs de placement ne peuvent être achetés que par l'entremise d'un courtier inscrit et ne sont offerts que dans les territoires où leur vente est légale. Le présent document ne donne aucun conseil, que ce soit sur le plan juridique, comptable, fiscal ou propre aux investissements. Les renseignements inclus dans le présent document ont été obtenus de sources que nous croyons crédibles, mais EdgePoint n'assume aucune responsabilité pour les pertes, qu'elles soient directes, particulières ou accessoires, pouvant résulter de l'utilisation de la présente information. Les titres du portefeuille sont fournis sous réserve de toute modification possible. Les portefeuilles d'EdgePoint sont gérés par Groupe de placements EdgePoint inc., une société affiliée à Gestion de patrimoine EdgePoint inc. EdgePoint® et Des Propriétaires d'Entreprise Prêtant aux Entreprises^{MC} sont des marques déposées du Groupe de placements EdgePoint inc.

Publié le 17 janvier 2024.