

Commentaire du gestionnaire

Justin Jacobsen, CFA

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif à rendement absolu Pender a affiché un rendement de -0,3 %¹ en mai pour un cumul annuel de 1,1 %.

Dans le sillage d'un rebond notable au cours de la deuxième moitié d'avril, les actifs risqués se sont bien comportés en mai et le S&P 500 a produit son meilleur rendement mensuel en un an et demi. Les écarts par rapport aux titres de créance à rendement élevé se sont considérablement rattrapés : ils ont terminé le mois en baisse de 62 points de base, c'est-à-dire à 332 pb selon l'indice américain à rendement élevé ICE BofA. L'indice de référence du Fonds, soit l'indice HFRI Credit, a bien tiré son épingle du jeu ce mois-ci en rapportant 1,5 %.

Mise à jour sur le marché et le portefeuille

L'ampleur de la remontée soutenue des actifs risqués en mai nous a étonnés. Le marché a semblé impatient et désireux d'envisager des résultats positifs liés aux tarifs douaniers, aux taux d'intérêt et à l'économie mondiale, remontant bien au-delà des niveaux antérieurs au « Jour de la Libération ».

Nous avons continué à vendre à la hausse, étant donné qu'il était de plus en plus difficile de justifier les primes de risque au fur et à mesure qu'elles s'amenuisaient. Les titres à rendement élevé ont atteint, au début du mois, des écarts de rémunération corrigés des effets de la clause de remboursement anticipé (OAS) de 309 pb par rapport aux titres d'État. Bien que la redistribution du capital se soit avérée un défi, certes, nous avons réussi à acheter quelques positions de courte durée et à investir dans plusieurs nouvelles émissions.

Du côté des titres de courte durée, nous avons plus que doublé notre participation dans les TACHC de **JW Marriott Desert Ridge** au début du mois. Peu après, la propriété a été vendue à Ryman Hospitality Properties Inc. (NYSE : RHP). La vente a été menée à bien le 10 juin. Nous avons payé entre 97,50 \$ et 98,00 \$ pour cette position qui a terminé le mois à 99,32 \$. Nous prévoyons que le prix de rachat s'élèvera à 100 \$ au cours des semaines à venir.

Les TACHC de **Hilton Hawaiian Village** représentent la position risquée la plus importante du Fonds. Nous détenons quatre tranches différentes de cette hypothèque, la plus considérable ayant été évaluée légèrement sous les 96 \$ à la fin du mois. Nous pensons que cette obligation sera rachetée au pair d'ici cinq mois par le propriétaire, Park Hotels & Resorts Inc. (NYSE : PK).

¹ Tous les rendements signalés sont ceux des parts de catégorie F du Fonds, à moins d'indication contraire. 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://www.penderfund.com/fr/fonds-alternatif-a-rendement-absolu-pender/>

En effet, celui-ci, lors de sa dernière communication sur les résultats, a clairement indiqué son intention de racheter l'émission avant qu'elle ne devienne un passif à court terme.

Nous avons décelé de bonnes occasions d'affaires dans les créances énergétiques en mai. Nous avons donc augmenté notre position au début du mois dans l'obligation de **Vermilion Energy Inc. (VET)** (7,25 %, 2033), dont le taux de rendement à l'échéance se situe autour de 11 % et près de 20 points sous le pair. En juin, nous avons vendu cette obligation jusqu'à 12 points au-dessus de notre récent prix d'achat. Nous prévoyons demeurer actifs dans la sphère des obligations énergétiques dans les mois à venir. Cependant, les meilleures occasions d'acheter à la baisse sont probablement passées et ne reviendront pas de sitôt.

Réinvestir le capital a été un véritable défi sur le marché actuel puisque c'est un récit des plus optimistes qui est venu combler tous les vides en matière d'information. Les écarts par rapport aux titres BB, qui sont souvent de bons indicateurs pour nous, se trouvent près des 180 points, c'est-à-dire au point le plus bas qu'ils ne l'ont été en 16 ans pendant la période allant de 2008 au début de 2024. Bien que les écarts soient négativement corrélés aux taux de rendement des bons du Trésor, les primes de risque demeurent à notre avis beaucoup trop serrées.

Nous avons ajouté un avoir à notre volet événementiel avec l'obligation d'**Encino Acquisition Partners Holdings LLC** (privée) le 30 mai, donc trop tardivement pour qu'elle figure dans notre rapport de fin de mois. La société a accepté l'offre d'achat d'EOG Resources Inc. (NYSE : EOG) et nous nous attendons à ce que cette transaction soit conclue cet été. Nous croyons que notre participation fera l'objet d'une option d'achat intégrale supérieure à notre prix d'acquisition. En attendant, le taux de rendement d'environ 8 % continue de courir. Il s'agit de notre premier investissement obligataire événementiel de l'année.

Perspectives de marché

Tandis que les risques géopolitiques — allant des politiques tarifaires changeantes jusqu'à l'escalade des conflits en Asie de l'Ouest et en Europe de l'Est — ne cessent de croître, le marché semble ne pas s'en soucier, préférant se fier aux indicateurs techniques et au sentiment général. Le temps aura le dernier mot. Pour nous, l'évolution des deux conflits est imprévisible, tout comme le sont les possibles conséquences sur le marché de l'énergie et sur les routes maritimes. C'est sans doute la politique commerciale qui aura le plus de retombées pour les consommateurs et l'économie. Nous devrions découvrir au deuxième semestre de 2025 si les tarifs douaniers auront ou non un effet important sur l'emploi et la consommation.

La probabilité que la « milice obligataire » parvienne à imposer un régime d'austérité au Trésor états-unien demeure un sujet primordial pour les marchés. Le déficit des États-Unis a atteint un sommet intenable et il risque de grimper encore sous peu si le « Big Beautiful Bill », c'est-à-dire le projet de loi budgétaire de Trump, est adopté. S'il s'agissait d'un autre pays que les États-Unis, le marché obligataire lui aurait sans aucun doute déjà fait subir un traitement à la Lizz Truss.

La probabilité que les détenteurs étrangers d'actifs états-uniens se voient imposer des taxes considérablement plus élevées est un sujet qui retient moins l'attention, du moins sur le

Les prix obligataires sont présentés sous forme de pourcentage de la valeur au pair dans la devise locale.

Les données standards sur le rendement du Fonds sont présentées ici : <https://www.penderfund.com/fr/fonds-alternatif-a-rendement-absolu-pender/>

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

© Copyright Gestion de capital PenderFund Itée. Tous droits réservés, juin 2025.



marché des États-Unis. Cette mesure découlerait de l'article 899 du Big Beautiful Bill de Trump et s'avérerait une taxe dite de représailles aux pays qui imposent une taxe sur les services numériques, comme le Canada, le Royaume-Uni et l'Australie. Cette proposition, si elle va de l'avant, pourrait faire fuir les capitaux présents sur le marché du capital américain, ce qui aurait pour effet de faire monter les primes de risque et de réduire la valeur des actifs. Sachant que l'on s'inquiète déjà du caractère sécuritaire du dollar américain, le moment serait plutôt mal choisi. Nous ne serions pas étonnés que le marché oblige l'administration à réexaminer les réelles conséquences de telles taxes imposées aux investisseurs étrangers.

Par ailleurs, nous trouvons préoccupant que les primes de risque ne tiennent pas compte, selon nous, d'une éventuelle récession dans le secteur de l'immobilier canadien. On pourrait expliquer cette situation du fait que l'immobilier canadien a paru trop cher et les consommateurs canadiens ont semblé surendettés depuis plus de dix ans déjà. Bien que la faiblesse du marché de l'immobilier puisse mettre du temps à affecter l'économie dans son ensemble, nous pensons qu'il y aura en 2025 une forte baisse des prix tant à Toronto qu'à Vancouver, ce qui se répercutera sur les dépenses des consommateurs, le crédit et la création d'emploi. Nous croyons que, cette année, les écarts de crédit des banques canadiennes iront en s'élargissant à mesure que les données économiques se dégraderont.

La force du redressement des deux derniers mois nous a étonnés, mais nous sommes convaincus que faire montre de discipline en attendant de meilleures valorisations finira par rapporter.

Paramètres du portefeuille

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois de mai armé d'une pondération longue de 92,1 % (excluant la trésorerie et les bons du Trésor). Dans celle-ci, 20,2 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 71,9 % de notre stratégie axée sur la valeur relative et 0,0 % de notre stratégie visant l'investissement événementiel. Le Fonds renfermait en outre une pondération courte de -56,9 %, dont -3,2 % dans les obligations du gouvernement, -37,2 % dans les titres de créance d'entreprises et -16,5 % dans les actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration ou OAD) se chiffrait à 1,22 an. En excluant les positions se négociant à des écarts de plus de 500 pb et les participations se négociant en vertu d'une date d'échéance ou de rappel de 2027 ou antérieure, l'OAD du Fonds a baissé à 0,59 an. Le taux de rendement actuel du Fonds est de 4,47 % et le taux de rendement à l'échéance de 6,34 %.

Justin Jacobsen, CFA
19 juin 2025

