

Commentaire du gestionnaire

Justin Jacobsen, CFA

Le Fonds alternatif à rendement absolu Pender a terminé le mois d'août avec un rendement de 0,21 % pour établir son cumul annuel à 4,61 %¹. L'indice américain HFRI Credit (USD), l'étalon du Fonds, a rapporté 0,38 % en août et 5,92 % depuis le début de l'année.

Le déclin marqué des actifs risqués qui a eu lieu au début d'août s'est déroulé en contexte de goût renouvelé pour le risque. De ce fait, le marché des titres à rendement élevé a connu un de ses meilleurs mois de 2024. Les rendements sur le marché ont résulté d'un mélange de portage positif, d'écart plus étroits et de taux de rendement des obligations gouvernementales moins élevés à la base. Le marché n'a pas produit de nouveaux creux annuels en matière d'écart, et nous croyons que le fait que la deuxième moitié du mois ait été très calme, comme à son habitude, a contribué à cette remontée.

Mise à jour sur le portefeuille

Bien que l'indicateur de volatilité (VIX) ait brièvement dépassé les 60 le 5 août, nous n'avons guère trouvé d'occasions d'achat intéressantes. Normalement, il faut plusieurs semaines de volatilité pour générer des sorties en matière de crédit qui entraînent des ventes forcées et créent sur le marché des occasions dignes d'intérêt. Les titres de créances ont fait mieux que les actions au début d'août, grâce sans doute à la hausse des obligations gouvernementales et à l'enthousiasme suscité par un éventuel pivot de la part de la Réserve fédérale.

À notre avis, cet enthousiasme à l'idée que les taux baisseront pourrait être excessif étant donné que les prix tiennent déjà compte de plusieurs réductions. Nous croyons que ces prix fixés en fonction des diminutions de taux ne pourront pas être maintenus sans un affaiblissement marqué des données fondamentales économiques. Pour que la courbe des taux s'avère juste, la faiblesse économique requise donnerait probablement lieu à des primes de risque nettement plus élevées qu'elles ne le sont actuellement.

Bien que les positions à découvert dans les titres de créance aient été le principal boulet pour le portefeuille en août, le Fonds a tiré profit de plusieurs événements positifs. Notre participation à l'obligation de Legends Hospitality (5 %, 2026) a été rappelée en conjonction avec le parachèvement de la fusion de l'entreprise avec ASM Global, ce qui s'est traduit par un gain en capital de 2 % pour ces achats effectués aussi récemment qu'en juillet. Le Fonds a investi dans plusieurs nouvelles émissions sur les marchés à rendement élevé tant canadiens qu'américains, y compris auprès de quelques premiers émetteurs qui ont fait leur entrée à des niveaux particulièrement attrayants, ce qui a aidé le Fonds à réaliser une performance positive.

Le positionnement général du Fonds n'a que très peu changé en août, car nous avons réinvesti le capital tiré de positions coûteuses sur des marchés secondaires dans de nouvelles émissions aux prix plus intéressants. Le Fonds a également mis de l'argent à l'œuvre dans sa stratégie axée sur le revenu fixe afin de faire contrepoids aux bons du Trésor arrivés à

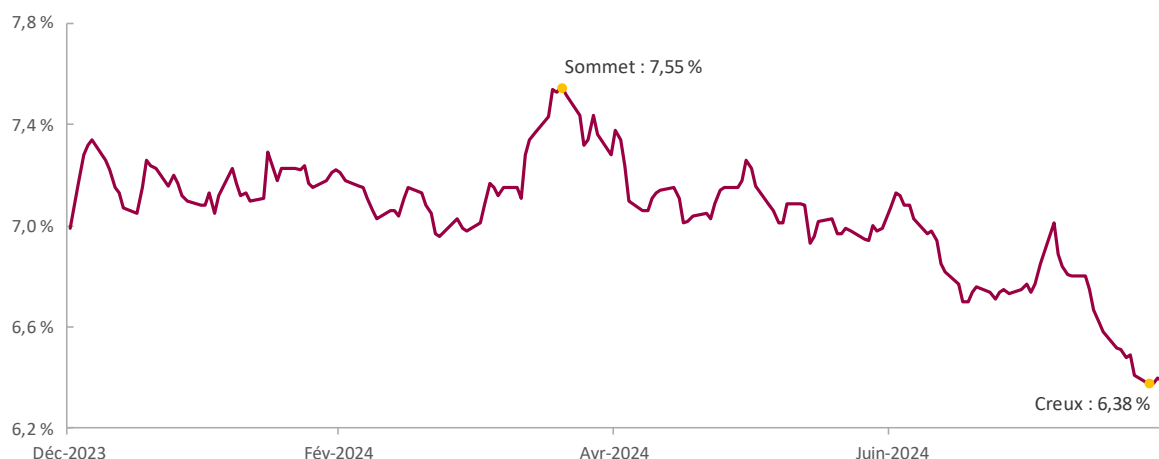
¹ Tous les rendements signalés sont ceux des parts de catégorie F du Fonds. D'autres catégories de parts sont offertes. Celles-ci pourraient présenter des frais et des rendements différents. Les données standards sur le rendement du Fonds alternatif à rendement absolu Pender sont présentées ici : <https://www.penderfund.com/fr/fonds-alternatif-a-rendement-absolu-pender/>

échéance et aux obligations rappelées. Notre stratégie axée sur le revenu fixe a pour objectif de générer un portage positif faiblement corrélé aux marchés dans leur ensemble.

Mise à jour sur le marché :

Les écarts continuent d'avoir l'air de coûter cher selon les standards historiques. Avec la réévaluation du prix des titres d'État, les taux de rendement tout compris valent nettement moins qu'au début de l'année. Bien que, tout au long de l'année, les écarts aient été chers par rapport aux niveaux historiques, un contre-argument raisonnable selon lequel les rendements tout compris demeuraient attrayants circulait depuis quelques mois. Avec la baisse des taux, nous croyons que cette théorie est de plus en plus difficile à défendre. Le segment BB-B du marché américain à rendement élevé, qui exclut les 12 % au bas du marché, s'est effondré le 26 août jusqu'à atteindre un pire rendement envisageable (ou YTW) de 6,38 %, soit plus de 100 pb sous le sommet d'avril.

Indice ICE BofA US High Yield — pire rendement envisageable %



Source : Bloomberg/ICE BofA

Il existe normalement une corrélation négative entre le taux de rendement des obligations gouvernementales et les écarts, car les rendements tout compris attirent les acheteurs visant des rendements absolus et, de ce fait, les écarts se compriment à mesure que les taux de base augmentent. De plus, les développements macroéconomiques qui sont positifs pour les bons du Trésor sont souvent négatifs pour les actifs risqués et les primes de risque. Ce ne fut pas le cas récemment. En effet, le marché semble croire que des données économiques faibles sont positives pour les actifs risqués, car elles offrent à la Réserve fédérale la possibilité de baisser les taux. La notion « d'idéal » ou de données fondamentales économiques qui sont « juste parfaites » tend à ne pas se concrétiser dans les faits, historiquement parlant.

À notre avis, d'une perspective macroéconomique, quelque chose doit céder. Ou bien les conditions économiques s'avéreront assez faibles pour donner lieu à un assouplissement dramatique qui a déjà été pris en compte dans les valeurs, ou bien l'économie est relativement plus solide et l'espoir que la politique des banques centrales se fera plus accommodante est excessif. Le marché semble vouloir le beurre et l'argent du beurre, tirer avantage d'un changement de politique, mais aussi d'une bonne croissance des revenus et de primes de risque basses.

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/>

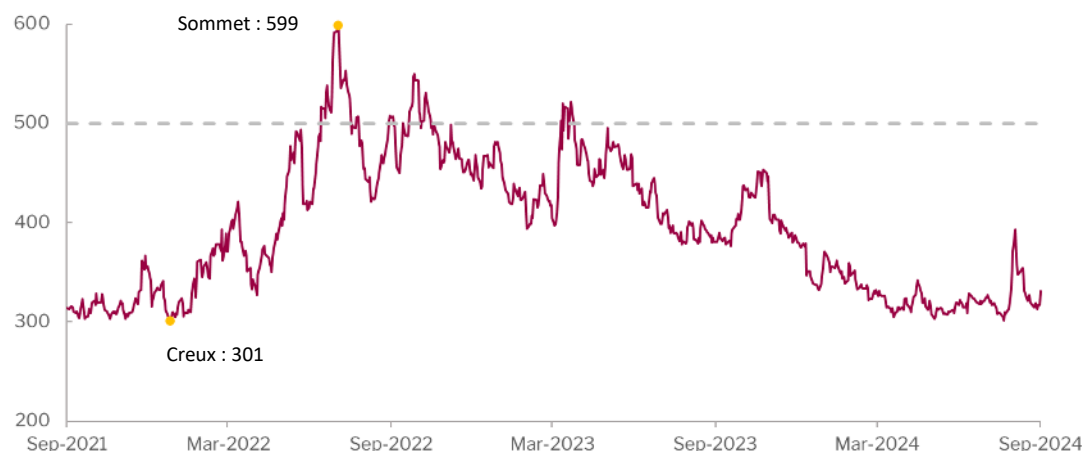
Ce commentaire comporte un Avis de non-responsabilité, que vous pouvez consulter ici : <https://www.penderfund.com/fr/avis-de-non-responsabilite/>

© Copyright Gestion de capital PenderFund Itée. Tous droits réservés, septembre 2024



Depuis un certain temps déjà, nous avons changé nos opérations de couverture vers les actifs risqués, protégeant dès le début de l'année une bonne part de nos participations aux taux d'intérêt. On peut davantage s'attendre à une réévaluation des actifs risqués qu'à une récession. Pendant la plupart des 10 dernières années, le marché à rendement élevé a atteint des écarts de 500 pb ou plus, et cela n'a été associé à une récession que dans un seul cas et alors, les écarts étaient beaucoup plus larges que 500 pb. Depuis une valeur initiale de 317 pb, la voie qu'empruntera le marché à rendement élevé nous semble claire.

Indice américain à rendement élevé ICE BofA — OAS gouvernemental en pb



Source : Bloomberg/ICE BofA

Indice américain à rendement élevé ICE BofA

Année	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Cumul annuel 2024
Écart maximal, pb	571	733	887	416	538	544	1 087	393	599	522	393

Source : Bloomberg/ICE BofA

Notons que 2024 est, jusqu'à ce jour, à égalité avec 2021 quant à l'écart maximal le plus faible depuis la crise financière mondiale. Nous croyons que l'apathie du marché envers une éventuellement réévaluation du risque ressemble beaucoup à celle de 2021. Il y a pourtant des différences évidentes entre le contexte boursier de 2021 et celui d'aujourd'hui. Il y a trois ans, nous pensions que les investissements de courte durée étaient préférables aux actifs risqués, mais c'est tout le contraire maintenant. Même si l'on tient compte de la forte reprise qui s'est produite à la fin d'août, la volatilité accrue des dernières semaines nous donne à croire que le marché est en train de changer, ce qui devrait donner lieu à des occasions plus intéressantes.

Paramètres du portefeuille :

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois d'août armé d'une pondération longue (excluant les liquidités) de 137,3 %. Dans celle-ci, 42,8 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 88,6 % de notre stratégie axée sur la valeur relative et 5,9 % de notre stratégie visant l'investissement événementiel. Le Fonds renfermait en outre une pondération courte de - 54,0 %, dont -5,2 % dans les obligations du gouvernement, -33,5 % dans les titres de créance

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, septembre 2024



d'entreprises et -15,3 % dans les actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration ou OAD) se chiffrait à 0,94 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 2026 ou antérieure, l'OAD du Fonds a baissé à 0,69 an. Le taux de rendement actuel du Fonds est de 4,6 % et le taux de rendement à l'échéance de 6,3 %.

Justin Jacobsen, CFA

11 septembre 2024