

Commentaire du gestionnaire

Justin Jacobsen, CFA

Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a terminé le mois de septembre avec un rendement de 0,2 % pour établir son cumul annuel à 4,8 %¹. L'indice américain HFRI Credit (USD) a rapporté 1,2 % en août et 7,5 % depuis le début de l'année. Les marchés des titres risqués ont continué de bien faire en septembre. Le pire rendement envisageable de l'indice américain à rendement élevé ICE BofA a reculé sous la barre des 7 % pour la première fois depuis avril 2022. Bien que les taux à long terme aient baissé, les écarts se situent toujours à un niveau historiquement très coûteux. Ils ont clôturé le mois sur un écart de rémunération corrigé des effets de la clause de remboursement anticipé (OAS) de 303 points de base par rapport aux titres d'État, à tout juste 2 pb du plancher atteint pendant la crise financière mondiale.

Mise à jour sur le marché et le portefeuille

Comme il le fait depuis quelques mois déjà, le Fonds a cherché à augmenter sa valeur par l'ajout de nouvelles émissions et à repérer des obligations pour notre stratégie axée sur le revenu fixe. Nous nous sommes montrés très sélectifs quant aux émissions auxquelles nous avons participé, car plusieurs investisseurs souhaitaient devenir partie prenante d'importantes levées de capitaux n'offrant aucune des concessions propres aux nouvelles émissions. Les zones les plus risquées du marché du crédit ont particulièrement bien fait en septembre, comme en témoigne le segment CCC du marché à rendement élevé qui a connu son meilleur mois de l'année, sans doute en raison de l'euphorie engendrée par l'impressionnante réduction de 50 pb opérée le 18 septembre par la Réserve fédérale. À mesure que la valeur de base entre qualité inférieure et qualité supérieure se rapproche, nous allons chercher à posséder des émissions de grande qualité et à vendre celles de moindre qualité pouvant souffrir d'une dépréciation.

La remontée des obligations d'État depuis avril a fortement alimenté la récente reprise des marchés du crédit. Il semble toutefois y avoir eu à la mi-septembre un tournant pouvant signaler que les taux de rendement à moyen terme et à long terme ne descendront pas plus bas. La possible dégradation de la situation au Moyen-Orient représente une menace croissante pour les économies mondiales et l'inflation en raison des répercussions sur le prix du pétrole. Le pétrole a toujours eu un effet démesuré sur l'humeur des consommateurs et les attentes quant à l'inflation.

Certains indicateurs montrent que le cycle économique est arrivé à un tournant. L'un des secteurs qui figurent parmi les signes avant-coureurs de l'épuisement des consommateurs est celui des automobiles. Les fabricants d'équipement d'origine de ce secteur ont multiplié les mises en garde concernant leurs profits et leurs projections. Ainsi, Terex Corporation (NYSE : TEX), un équipementier industriel international, a révisé à la baisse ses prévisions pour 2024 le

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.

19 septembre, moins de deux mois après avoir annoncé des gains le 30 juillet. Il est rare que l'on révisé négativement des prévisions au milieu d'un trimestre, et cela se produit généralement quand le cycle économique va mal. Nous ne saurions dire s'il s'agit d'un signal ou d'un bruit, mais nous pensons que le marché sous-estime généralement la possibilité qu'une faiblesse économique se prolonge.

Maintenant que le cycle de diminutions des taux est bien parti, nous avons notablement réduit notre exposition aux prêts syndiqués. Parce que les prix ont été revus à maintes reprises en 2024, les écarts sont nettement plus bas qu'il y a un an. Nous nous sommes retirés en septembre du prêt de Four Seasons Hotels, qui affichait au début de 2024 un écart supérieur de 260 pb au taux de financement au jour le jour (Secured Overnight Financing Rate ou SOFR), lequel a définitivement remplacé l'an passé le LIBOR à titre de référence pour les taux de crédit variables. Malgré une certaine faiblesse sur le marché du financement en septembre, le prêt a été refinancé à un écart inférieur pour une seconde fois cette année, se situant actuellement à aussi peu que 175 pb au-dessus du SOFR, ce qui est, à notre avis, le plancher en vigueur sur le marché des prêts syndiqués. À ces diminutions d'écarts de crédit causées par les réévaluations s'ajoute la chute du taux de base. De ce fait, le risque est encore plus convexe négativement qu'il ne l'est d'ordinaire pour ces instruments. Il nous paraît vraisemblable qu'il y aura dans les prochains trimestres une combinaison de taux plus bas et d'écarts plus larges, et qu'en conséquence, les prêts coûteront moins cher à un certain moment.

Tout comme les obligations CCC, les FPI canadiennes semblent avoir plus tiré profit de l'enthousiasme suscité par une politique monétaire plus souple que d'une analyse fondée sur les données fondamentales. Nous croyons que l'avenir s'annonce encore très difficile pour les propriétaires de bureaux et nous ignorons où les taux maximaux du marché finiront leur course. Au Canada, la plupart des meilleurs actifs en matière de bureaux appartiennent à des fonds de pension qui sont généralement vendeurs de cette catégorie d'actif. Nous pensons qu'Alex Avery, de Primaris REIT, est l'un des plus brillants PDG de FPI canadiennes. Primaris a récemment acheté à Québec un centre commercial fermé. Au début d'octobre, l'entreprise a émis des parts de la FPI pour financer la portion liquide de l'acquisition. L'Office d'investissement du régime de pensions du Canada a vendu quelques-unes de ses parts dans l'entreprise. Nous en déduisons que certains des meilleurs répartiteurs de capitaux du Canada croient que la valeur marchande d'une société immobilière publique est plus élevée que celle d'une entreprise privée. Le Fonds a mis fin à une modeste position longue dans l'obligation émise par une FPI de bureaux américaine en mauvaise posture. Il détient actuellement deux positions, modestes et courtes, dans des titres émis par des FPI de bureaux. L'un de ces titres est une émission à revenu fixe d'une FPI dans laquelle bon nombre d'initiés ont vendu leur avoir au cours des derniers mois, même si le cours frôlait son plancher historique. Ce développement pourrait alarmer les créanciers, mais la peur est une denrée rare sur ce marché.

Le Fonds attend patiemment le retour de la volatilité et de meilleures évaluations sur le marché du crédit.

Paramètres du portefeuille :

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois de septembre armé d'une pondération longue de 156,5 %, dont 44,6 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 95,3 % de notre stratégie axée sur la valeur relative et 3,9 % de notre stratégie visant les titres marqués par des événements spéciaux. Le Fonds renfermait en outre une pondération courte de 56,5 %, dont 5 % dans les obligations du gouvernement, 35,7 % dans les titres de créance et 15,8 % dans les

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, octobre 2024.



actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration ou OAD) se chiffrait à 0,58 an.

En excluant les positions se négociant à des écarts de plus de 500 pb ou en vertu d'une date d'échéance ou de rappel de 2026 ou antérieure, l'OAD du Fonds a baissé à 0,37 an.

Le taux de rendement actuel du Fonds est de 4,57 % et le taux de rendement à l'échéance de 5,82 %.

Justin Jacobsen, CFA

21 octobre 2024