

Commentaire du gestionnaire

Justin Jacobsen, CFA

Le Fonds alternatif à rendement absolu Pender a terminé le mois de juillet avec un rendement de 0,21 % pour établir son cumul annuel à 4,39 %¹.

L'état du marché a changé à la mi-juillet. Si la première moitié avait été le prolongement du contexte boursier exceptionnellement calme des deux mois précédents, la seconde a été considérablement plus volatile. Une très forte dynamique technique a persisté sur les marchés du crédit. Les indices des titres cotés BB et B ont atteint, le 23 juillet, leurs écarts les plus bas depuis la crise financière mondiale.

Mise à jour sur le marché et le portefeuille

Les trois derniers mois ont été épineux pour le Fonds qui a eu du mal à trouver des occasions intéressantes à cause des écarts très serrés et de la faible volatilité. Parmi les rares sphères où nous avons pu mettre notre capital à l'œuvre se trouvent les nouvelles émissions en dollars canadiens sur le marché des titres à rendement élevé. Des émissions canadiennes de qualité supérieure sont arrivées sur le marché assorties d'écarts nettement plus considérables que leurs pendants sur le marché à rendement élevé américain.

À la fin de juillet, les écarts touchant les titres cotés B et BB ont atteint leur creux de l'année, mais peu après, ils se sont considérablement élargis. Au moment où nous écrivons ces lignes, les écarts en matière de rendement élevé ne se sont pas assez élargis pour être attrayants historiquement parlant, car les primes de risque pour les titres à rendement élevé de qualité supérieure demeurent nettement dans les moyennes à long terme. Quant aux écarts pour les titres CCC, ils n'ont pas été aussi larges depuis le début de novembre 2023 et se situent au-dessus de leur moyenne sur 10 ans. Bien qu'il soit encore trop tôt pour en tirer des conclusions, le fait que les écarts des titres les moins cotés en matière de rendement élevé se soient élargis pourrait annoncer un changement plus important sur le marché.

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 de rendement absolu Pender sont présentées ici : <https://www.penderfund.com/fr/fonds-alternatif-a-rendement-absolu-pender/>

Indice américain à rendement élevé ICE BofA des titres CCC et moins — OAS gouvernemental en pb

Source : Bloomberg/ICE BofA

Nous avons relevé maintes manifestations de tolérance au risque excessive depuis quelques mois. En juillet, nous avons vendu notre position dans la TACHC Austin Fairmont. Nous l'avons payée 3 ½ points sous le pair en décembre 2022 et avons réalisé un rendement d'environ 9 % sur une base annualisée pendant cette période de détention. Il y a un an, il semblait improbable que les sociétés de capital-investissement propriétaires de l'actif puissent réussir à renouveler l'hypothèque entière de 300 millions \$, et on a rapporté que la propriété avait été mise en vente sur le marché. Non seulement les promoteurs ont-ils été en mesure de renouveler cette hypothèque échue de 300 millions \$, mais le marché des TACHC leur a permis d'ajouter 130 millions \$ de plus lors du refinancement de l'hypothèque en juin. Nous n'avons pas participé au refinancement, car nous croyons qu'un endettement de 9,6 fois le BAIIA des 12 derniers mois et de plus de 14 x le BAIIA de 2023 est excessif. Bien qu'il s'agisse incontestablement d'une propriété de très grande qualité, nous soutenons que même d'excellents hôtels se vendront pour environ 10 x leur BAIIA en cas de vente forcée. La plus grande FPI hôtelière, la Host Hotels & Resorts Inc. (Nasdaq : HST), s'est négociée dernièrement à environ 9 x son BAIIA prévisionnel. Par ailleurs, nous ignorons combien il y a actuellement d'acheteurs institutionnels pour des hôtels haut de gamme. Nous avons des raisons de croire que le marché n'est pas très profond et qu'il est fortement corrélé aux conditions sur le marché du crédit.

L'IA a sans doute été l'élément dominant sur le marché des actions depuis un an et demi. En juin, Goldman Sachs et Sequoia ont publié quelques textes intéressants dans lesquels ils se demandaient si les capitaux plus que considérables investis dans l'IA rapporteraient assez de revenus et de profits pour justifier une telle dépense. Ce questionnement a grandement influencé la manière dont le marché a perçu les rendements des grandes sociétés technologiques au T2, ce qui a entraîné un changement de discours marquant.

Dans le milieu de l'information financière, nulle société n'est mieux renseignée et capable d'innovation que Bloomberg. Plus tôt cette année, nous avons utilisé certaines de leurs ressources mettant en jeu l'IA et découvert qu'elles n'ajoutaient rien à notre propre processus. En gestion de patrimoine, nous sommes constamment bombardés par de l'information dont la majeure partie

n'est que du bruit. Il faut beaucoup de jugement et d'expérience pour séparer le bon grain de l'ivraie, et d'après ce que nous avons pu observer, l'IA est très loin de posséder cette capacité. Quand il s'agit de livrer un produit défini, comme une image, une vidéo ou un code, l'IA est utile. Mais analyser et trier un lot de renseignements ambigus est beaucoup plus difficile.

Le récent changement de ton sur le marché a raffermi notre conviction que nous aurons de meilleures occasions d'acheter des actifs risqués cette année. D'ici à ce que les valeurs s'améliorent, nous allons conserver une posture défensive.

Paramètres du portefeuille :

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois de juillet armé d'une pondération longue (excluant les liquidités) de 137,3 %. Dans celle-ci, 62,4 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 70,7 % de notre stratégie axée sur la valeur relative et 4,2 % de notre stratégie visant l'investissement événementiel. Le Fonds renfermait en outre une pondération courte de -53,1 %, dont -5,0 % dans les obligations du gouvernement, -31,9 % dans les titres de créance d'entreprises et -16,2 % dans les actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration ou OAD) se chiffrait à 0,83 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 0,62 an.

Le taux de rendement actuel du Fonds est de 4,1 % et le taux de rendement à l'échéance de 5,7 %.

Justin Jacobsen, CFA
13 août 2024