

Commentaire du gestionnaire

Justin Jacobsen, CFA

Faits saillants

Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a terminé le mois de décembre avec un rendement de 1,5 % pour établir son cumul annuel à 7,1 %¹.

L'euphorie du marché s'est dissipée en décembre lorsque l'élan s'est inversé en raison du ton plus incisif que prévu de la Réserve fédérale américaine et du rééquilibrage de fin d'année des fonds de retraite, lequel entraîne un délestage des titres boursiers. Le marché des titres à rendement élevé a enregistré en décembre son troisième mois négatif de 2024, rapportant -0,4 % en raison du taux de rendement croissant des bons du trésor et des écarts qui se sont élargis de 18 pb pour atteindre 292 pb à la fin de l'année. L'indice sur le crédit américain HFRI a dégagé -0,03 % en décembre pour établir son cumul annuel à 9,5 %.

Nous nous réjouissons que le Fonds ait livré un rendement supérieur à 7 % en 2024 malgré une posture très défensive et du rapport risque-bêta négatif tout au long de l'année. Cela dit, nous ne croyons pas pouvoir juger de la performance d'un investissement en une seule année. Il existe de nombreux exemples de fonds d'investissement ayant affiché au bout d'un an des rendements spectaculaires, suivis d'une chute abyssale inacceptable. À notre avis, un horizon temporel de trois ans ou plus jumelé à une évaluation du risque est préférable quand vient le temps d'évaluer la performance d'un investissement.

Fonds/Indice	1 an	3 ans*	Écart type*
Fonds alternatif de rendement absolu Pender, catégorie F	7,1 %	7,0 %	2,4 %
Indice HFRI Credit	9,5 %	4,8 %	3,4 %
Indice ICE BofA américain des titres à rendement élevé couvert en CAD	7,3 %	2,1 %	8,6 %
iShares Core Canadian Universe Bond (TSX : XBB)	4,0 %	-0,7 %	7,4 %
Rendement moyen d'un CPG 1 an	4,0 %	3,2 %	S.O.

Source : Morningstar et Bloomberg, au 31 décembre 2024. * Rendement annualisé sur trois ans/écart type.

Mise à jour sur le portefeuille

Le Fonds était en bonne posture pour affronter la faiblesse du marché, ce qui lui a permis de connaître un mois de décembre positif. Le Fonds a aussi trouvé des occasions d'investissement dans de nouvelles émissions offertes sur le marché, tant canadien qu'américain, les plus notables étant Wolf Midstream LP (entreprise privée) au Canada et Diebold Nixdorf Incorporated (NYSE : DBD) aux États-Unis.

Notre participation axée sur l'événementiel dans l'obligation du groupe Neiman Marcus a été rappelée à la fin de décembre au prix de 101,78 \$ lors du parachèvement de la fusion avec Saks Fifth Avenue. Entre le gain en capital et le revenu, cette position a généré un rendement interne

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.

supérieur à 10 % depuis juillet, date à laquelle nous l’avions prise. Depuis le rachat de cette position, le Fonds ne détient plus aucun investissement axé sur l’événementiel.

Nous avons activement géré nos liquidités en augmentant certaines de nos positions de courte durée dans des titres gouvernementaux et des créances de sociétés de grande qualité. Nous prévoyons avoir de meilleures occasions d’acheter des actifs risqués quelque temps en 2025. Nous avons donc limité la durée de nos investissements liquides de substitution de manière qu’ils arrivent à échéance au cours des quatre prochains mois.

Perspectives de marché

Les écarts par rapport aux titres à rendement élevé commenceront 2025 sur un seuil inférieur à 300 pb pour la première fois depuis 2007. Bien que les écarts aient traversé plusieurs cycles baissiers en 2024, le climat de faible volatilité régnant sur le marché rappelait 2017 et 2021. Dans les deux cas, la volatilité s’était accentuée l’année suivante. Cela s’était également avéré en 2007 : le marché avait commencé l’année avec des écarts dans la tranche supérieure des 200 pb pour la finir à près de 600 pb à la suite d’un second semestre tumultueux. Rien ne garantit que la volatilité reviendra de manière significative en 2025, mais si l’on se fie à l’histoire, les périodes de faible volatilité et de primes de risque amoindries tendent à être bouleversées par quelque chose que le marché n’avait pas prévu. Considérant le niveau actuel des écarts, le marché a peu de marge pour absorber des événements négatifs inattendus.

Indice ICE BofA des titres à rendement élevé américains

Année	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Écart maximal, pb	571	733	887	416	538	544	1087	393	599	522	393
Écart moyen, pb	404	536	598	377	363	408	554	332	440	421	315
Écart minimal, pb	335	438	411	338	316	351	338	301	305	332	260

Source : Bloomberg, au 31 décembre 2024.

Nous pourrions donner plusieurs exemples d’excès de liquidités sur le marché actuel. Les actions de détaillants populaires telles que celles de Tesla enregistrent des gains astronomiques qui sont déconnectés des données fondamentales. Au cours de l’an passé, les analystes ont abaissé d’environ 30 % leurs prévisions quant au BAIIA de Tesla en 2025. Pendant cette même période, le titre a apporté plus de 60 %. Il y a sur le marché plusieurs autres exemples où l’humeur particulière des investisseurs a entraîné des rendements surdimensionnés. Sur le marché du crédit, on trouve aussi des cas semblables, quoique moins détachés de leur valeur fondamentale que certaines actions individuelles. Au début de janvier, nous avons investi dans la nouvelle émission de titre adossé à des créances hypothécaires commerciales (TACHC) de Spiral, une tour de bureaux de prestige située aux Hudson Yards de Manhattan. Nous avons acheté la tranche F du titre dont le prix correspondait à un écart de 310 pb. Pour ce même titre, les tranches D et E ont été sursouscrites à plus de quarante fois le prix initial. Selon nous, le prix de la tranche F était fondamentalement bon marché par rapport aux tranches D et E parce qu’elle était cotée à rendement élevé, tandis que les autres tranches de la structure étaient cotées de catégorie investissement.

Plusieurs catalyseurs potentiels plaident en faveur d’une remise à niveau du risque en 2025. Il semble probable que les tarifs douaniers soient au cœur des préoccupations du marché dans les mois à venir, et que cela ne sera sans doute pas un facteur positif. La position budgétaire

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-de-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/>



intenable de plusieurs économies développées, notamment celles des États-Unis et de la France, pourrait devenir un autre sujet d'inquiétude. Les conditions risquent de favoriser le retour des « justiciers obligataires », lesquels ont pour mission de faire reculer l'offre de titres requis pour financer tout déficit supérieur à 6 % du PIB.

Les prix sur le marché témoignent d'un tel optimisme en ce début de 2025 que la réalité aura beaucoup à faire pour être à la hauteur des attentes. Nous sommes convaincus que le Fonds est bien positionné pour affronter le retour de la volatilité et nous espérons déployer son capital sur un marché dont les primes de risque seront meilleures qu'en 2024.

Paramètres du portefeuille

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois de décembre armé d'une pondération longue de 126,2 % (excluant les liquidités et les bons du Trésor). Dans celle-ci, 41,7 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 83,0 % 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 56,8 %, dont 4,4 % dans les obligations du gouvernement, 35,1 % dans les titres de créance d'entreprises et 17,3 % dans les actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration ou OAD) se chiffrait à 1,4 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 0,99 an.

Le taux de rendement actuel du Fonds est de 5,8 % et le taux de rendement à l'échéance de 6,0 %.

Justin Jacobsen, CFA

13 janvier 2025