

COMMENTAIRE DU GESTIONNAIRE – SEPTEMBRE 2021

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a terminé son premier mois d'existence armé d'un prix de 9,99 \$¹ la part et de distributions de 0,12 \$ la part.

Le marché des titres à rendement élevé s'est légèrement incliné, entraîné par une hausse des taux d'intérêt et une sensibilité accrue aux risques au sein des marchés de crédit. L'indice à rendement élevé iBoxx Liquid a fléchi de 0,01 % et l'indice à rendement élevé Bloomberg Barclays s'est replié de 0,17 %. L'écart de rémunération corrigé des effets de la clause de remboursement anticipé (Option Adjusted Spread ou OAS) de l'indice de Bloomberg Barclays était d'un point de base supérieur au cours du mois pour terminer la course à 289 points de base. À la lumière de rendements modestement plus élevés du côté des bons du Trésor, le pire rendement envisageable (yield to worst ou YTW) de l'indice a augmenté de 3,87 % à 4,04 %. Les intervenants du marché se montrent de plus en plus sceptiques envers la nature dite « passagère » de l'inflation, les banques centrales orchestrant tranquillement un changement de cap de leur politique monétaire. En outre, la légère augmentation du rendement obligataire gouvernemental en septembre ne nous a pas menés à réévaluer notre opinion : une couverture solide sur la durée demeure appropriée.

Mise à jour sur le portefeuille

En septembre, nous avons ajouté Great Canadian Gaming Corporation à notre segment de titres marqués par une situation spéciale. Sa débenture de 5,25 % venant à échéance en 2026 a touché une prime intégrale en contexte d'acquisition par emprunt de l'entreprise à la fin du mois par Apollo Global Management, Inc. Nous avons été en mesure d'accumuler une position plus tôt dans le mois moyennant un prix fort intéressant. Bien que la transaction ait pu être interrompue par les autorités réglementaires, nous estimions que cette éventualité était peu probable et que la récompense pour courir ce risque en valait la chandelle. Si l'entente n'avait pas eu lieu, l'obligation de Great Canadian demeurerait bien appuyée considérant notre prix d'achat. Dans la notice d'offre du financement par emprunt d'Apollo concernant cette entente, il y était clairement indiqué que cette obligation jouirait d'une prime intégrale. Ces obligations de Great Canadian Gaming représentaient des titres plutôt orphelins, représentant une débenture cotée de 189 millions CAD assortie d'un suivi institutionnel plutôt limité. Le fait qu'elle était peu suivie a fait en sorte qu'elle est restée sous le radar de la plupart des investisseurs et nous a permis de renchérir sur notre position pour en faire un de nos principaux avoirs en portefeuille.

Le Fonds a également participé, en septembre, aux nouvelles émissions d'Allegheny Technologies Incorporated et Secure Energy Services Inc. Les deux émissions ont été achetées en contrepartie d'une couverture sur la durée, les protégeant contre une compression potentielle des écarts et une éventuelle hausse des taux d'intérêt. L'émission sur 10 ans d'Allegheny était évaluée en fonction d'un écart de 380 points de base par rapport au bon du Trésor sur 10 ans le 9 septembre. Elle a ensuite terminé le mois à un écart de 350 points de base par rapport au bon du Trésor sur 10 ans.

Bon nombre des positions du Fonds se sont modestement repliées, suivant la faiblesse du marché dans son ensemble, mais ont tout de même profité d'une certaine protection consentie par la couverture. Limiter la participation aux périodes d'aversion au risque fait partie intégrante de notre approche visant

à ajuster de façon dynamique la répartition du portefeuille en fonction des évaluations.

À la fin du mois, le Fonds affichait une durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration) de 0,4 an.

Environ 70 % des positions longues du Fonds relevaient de titres que nous caractérisons de « revenu fixe régulier » prudent, volet dans lequel nous détenons des obligations à rendement élevé de meilleure qualité venant à échéance à plus court terme. Le solde de 30 % du portefeuille regroupe les volets de valeur relative et de titres marqués par des situations spéciales où nous dénichons des occasions présentant un potentiel de gains en capital qui se négocient à escompte par rapport au marché dans son ensemble. Nous avons repéré de la valeur dans des émetteurs de plus petite taille, versant entre 5 % et 7,5 %, dans les marchés à rendement élevé tant canadiens qu'américains.

À la fin du mois, nos positions à découvert étaient entièrement composées d'obligations du gouvernement et de FNB à rendement élevé. Nous affichions ainsi une position à découvert de 14,3 % dans les bons du Trésor américain à 5 et 10 ans, protégeant ainsi le portefeuille contre toute hausse éventuelle des taux d'intérêt, ainsi qu'une position à découvert de 13,4 % dans les FNB à rendement élevé afin d'immuniser le portefeuille contre l'élargissement des écarts de rendement. Nous estimons que ce positionnement met le portefeuille à l'abri de ces risques.

Perspectives

Selon nous, la panique Evergrande de septembre illustre bien le niveau élevé de complaisance du marché de nos jours. L'obligation d'Evergrande, à 11,5 % venant à échéance en 2023, a vu son prix chuter de 80 \$ à 43 \$ en juillet, sans grands éclats. Pour toute obligation qui se négocie à environ 40 cents le dollar, le marché détermine essentiellement que l'obligation est en situation de défaut. Or, il a fallu se rendre au 20 septembre pour que le marché se penche sur les effets secondaires potentiels de cette situation et s'inquiète des retombées générales sur les actifs risqués.

Au fil des jours de septembre, bon nombre de situations spéciales négatives ont forcé leur marché du crédit à effectuer une réévaluation d'envergure. Nous ne sommes pas en mesure de prédire ce qui occasionnera une hausse généralisée des primes de risque. Toutefois, à la lumière d'écarts de rendement près des creux records, le risque entraîné par des nouvelles décevantes est aggravé, ce qui nous invite à adopter un positionnement plus défensif.

Considérant les interventions extraordinaires des banques centrales sur les marchés du crédit en 2020, nous estimons que le trajet qui mènera au retrait de ces mesures de relance sera cahoteux et qu'il y aura sûrement de meilleures occasions de soutirer des liquidités et des primes de risque au cours des mois et années à venir. Notre objectif demeure la création d'un revenu de grande qualité dans des positions idiosyncrasiques, assorti d'une participation limitée aux mouvements généraux du marché.

Justin Jacobsen, CFA

18 octobre 2021

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 fonds communs de placement peuvent comporter des commissions de vente, des commissions de suivi, des frais de gestion et des dépenses, en plus d'autres taxes. Veuillez lire le prospectus simplifié avant d'investir. Les taux de rendement indiqués correspondent à des taux de rendement composés annuels globaux historiques qui tiennent compte des variations de la valeur liquidative et qui sont présentés nets des frais de gestion et d'administration. Ils excluent les frais de souscription, les frais de rachat et les frais facultatifs, de même que tout impôt à payer par tout porteur de titres, lesquels montants viendraient réduire ces rendements. Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur change fréquemment et leur rendement antérieur ne se répète pas forcément. Lorsque le rendement d'un fonds est affiché, il s'agit du rendement des parts d'une catégorie particulière; d'autres catégories de parts sont offertes et pourraient présenter des frais et des rendements différents. Cette communication est fournie à des fins de renseignements seulement et ne constitue pas une offre de vente ou d'achat de nos produits ou services. Elle ne vise pas à fournir des conseils en matière de placements ni des conseils financiers à l'égard de n'importe quel sujet et n'est fournie qu'à titre indicatif. Tout a été fait pour veiller à l'exactitude de l'information figurant à la présente. Certaines des déclarations peuvent contenir des énoncés prospectifs impliquant des risques connus et inconnus, des incertitudes et d'autres facteurs qui pourraient influencer sur les résultats réels, sur les rendements et les réalisations de l'entreprise et sur les résultats enregistrés par le secteur, et les rendre sensiblement différents des résultats, des rendements et des réalisations futures explicites ou implicites exprimées dans ces énoncés prospectifs.