

PENDER

ALTERNATIVE ABSOLUTE RETURN FUND

COMMENTAIRE DU GESTIONNAIRE – NOVEMBRE 2021

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a terminé le mois de novembre assorti d'un prix la part de 9,91 \$ et de distributions de 0,05 \$ la part¹.

Novembre s'est révélé le pire mois pour les marchés du crédit depuis septembre 2020 sachant que l'indice iBoxx Liquid High Yield a fléchi de 1,06 % et que l'indice Bloomberg Barclays High Yield s'est incliné de 0,97 %. Les écarts se sont élargis : l'écart de rémunération corrigé des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted spread) a augmenté de 50 points de base pour terminer à 337 points de base, et le pire rendement envisageable (yield to worst) de l'indice s'est soldé à 4,80 %, soit près de son sommet sur 12 mois. Le marché s'était considérablement affaibli avant l'émergence du variant Omicron vers la fin du mois, principalement en raison de facteurs techniques relatifs au marché, notamment l'arrivée d'un grand nombre de nouvelles émissions et la sortie massive de titres qui a atteint 3,3 milliards \$ US au cours de la semaine terminée le 24 novembre².

Mise à jour sur le portefeuille

Le Fonds était exposé à des opérations de couverture sur titres risqués en novembre, incluant des FNB à rendement élevé, des obligations individuelles à rendement élevé, des FNB d'actions ainsi que des positions individuelles à découvert dans des actions. Le Fonds a ciblé principalement les FNB à rendement élevé en tant que couverture contre les risques, avant l'arrivée de la volatilité boursière, laquelle s'est emballée à la fin du mois. À la lumière des événements du 26 novembre, journée marquée par une aversion plus prononcée au risque, nous avons constaté un réel changement des forces dynamiques dans le marché. Conséquemment, nous avons repositionné le portefeuille afin de protéger le capital contre une éventuelle volatilité soutenue du marché.

Plus tôt dans le mois, le Fonds affichait une participation aux titres (valeur relative) de Navient Corp. (Nasdaq : NAVI) à la suite de nouvelles émissions présentant une importante concession par rapport aux obligations déjà en place au sein de la structure de capital. Nous avons profité de la situation, en position couverte, et lorsque les liens entre les différentes valeurs de la structure des dettes de Navient se sont normalisés, nous avons mis fin à notre participation.

Le Fonds n'a pas été épargné par la faiblesse générale des marchés, bon nombre de nos avoirs ayant constaté un élargissement des écarts au cours du deuxième trimestre de l'année. Nous avons ajouté des titres assortis de prix attrayants dans l'arène du rendement élevé, notamment Bath & Body Works Inc. (NYSE: BBWI) et SS&C Technologies Inc. (Nasdaq : SSNC). Un peu plus loin dans le volet risque, le Fonds a créé une position dans McLaren Finance PLC, une entreprise qui selon nous offre une bonne valeur et une optionnalité positive sous forme de vente potentielle ou de PAPE. Une participation de premier rang dans Life Time Group Holdings Inc. (NYSE : LTH) a également fait son entrée dans le portefeuille. L'entreprise a perdu quelques points depuis ses récents sommets, et ce, malgré la réussite de son PAPE

¹ Toutes les valeurs liquidatives signalées sont celles des parts de catégorie F du Fonds. D'autres catégories de parts sont offertes. Celles-ci pourraient présenter des frais, des valeurs liquidatives et des rendements différents.

² Lipper par l'entremise de [S&P Global Market Intelligence](https://www.spglobal.com/marketintelligence)

en octobre. Ce faisant, ses titres de créance adossés au sein de sa structure de capital ont fléchi, améliorant la position de son obligation de premier rang.

Suivant l'évolution des conditions du marché, le Fonds a augmenté sa durée de rémunération corrigé des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration) à 1,0 an, ce qui à notre avis neutralise dans les faits la participation du portefeuille à la hausse des taux d'intérêt maintenant que les écarts de crédit se sont élargis un tant soit peu. Nos couvertures macro dans l'arène des actions sont en place pour faire contrepoids à la remontée potentielle de nos positions à découvert dans les bons du Trésor, sachant qu'une forte demande pour des actifs sécuritaires risque de se concrétiser si la peur devient le facteur dominant dans les marchés.

À la fin du mois, la pondération longue du Fonds s'élevait à 143 %, dont 53 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 43 % des titres de valeur relative et 4 % des titres marqués par des événements spéciaux. La pondération courte du portefeuille se chiffrait à 40 %, dont 18 % dans les bons du Trésor afin de limiter notre exposition aux taux d'intérêt, 9 % dans les obligations individuelles à rendement élevé et 13 % dans les actions.

Selon nous, l'environnement est propice aux petites crises sachant que la politique monétaire de la Fed subit les pressions exercées par l'amélioration du marché du travail et la flambée inflationniste pour augmenter ses taux d'intérêt. Le Fonds est maintenant placé pour protéger le capital contre les dynamiques de marché caractérisé par l'aversion au risque et les crises de colère, tout en misant sur des titres mal évalués pour alimenter de façon opportune ses rendements.

Perspectives

L'émergence du variant Omicron et le commentaire de la Réserve fédérale ont eu lieu à moins d'une semaine l'un de l'autre vers la fin novembre/début décembre; à cet égard, nous estimons que le potentiel de volatilité est élevé. Il est toutefois possible que ces deux événements soient gérés sans trop de répercussions sur les marchés du risque. Au vu de la reprise marquée des titres risqués au début décembre, il semblerait que les marchés tiennent compte d'un grand degré de stabilité dans leurs prix. Bien que les tendances économiques sous-jacentes soient positives, il subsiste une trop grande quantité d'éléments et de risques incertains qui pourraient inviter la volatilité à régner.

Fait plus important, le marché des bons gouvernementaux tient compte d'un cycle de hausse plutôt court sachant que l'obligation à dix ans se négocie à environ 1,5 % au moment de mettre cet article sous presse. Le marché voit peut-être juste en prévoyant une erreur des politiques monétaires qui pourrait donner lieu à une récession à court terme. Ce marché porte peut-être également son regard sur la période de 2019-2020 en présumant que le futur reproduira le passé. C'était le cas au début du dernier cycle lorsque le bon du Trésor à 10 ans a environné 4 % plusieurs fois en 2009 et 2010 avant de reconnaître qu'on était en présence d'une « nouvelle normalité »; le cycle de désendettement du consommateur s'étant concrétisé après la crise financière mondiale.

Les données économiques fondamentales qui devraient déterminer les taux d'intérêt semblent bien différentes cette fois-ci. À la fin 2010, 18 mois après la fin de la récession 2007-2009, il y avait environ 3 millions de postes offerts et non comblés aux États-Unis, tandis qu'en octobre 2021, on en recense 11 millions. Les projets de construction de logement se chiffraient dans les 500 000 sur une base annualisée au deuxième trimestre de 2010, tandis que ceux-ci vont chercher plus de 1,5 million sur une base annualisée pour tous les mois de 2021 (sauf février). Le marché obligataire fournit une projection de ce que nous réserve l'avenir, mais il est possible qu'il ne tienne pas compte des changements importants de l'économie apportés par la COVID-19 et par la réponse des banques centrales.

Le Fonds cherchera à augmenter ou réduire, de façon active, le risque en fonction des forces dynamiques sur les marchés. Nous estimons être bien placés, en fonction de notre positionnement prudent, pour tirer parti de titres attrayants qui sont mal évalués.

Justin Jacobsen, CFA
14 décembre 2021



PENDER
PenderFund Capital Management Ltd.

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 fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur change fréquemment et leur rendement antérieur ne se répète pas forcément. Lorsque la valeur liquidative d'un fonds est affichée, il s'agit de la valeur liquidative des parts d'une catégorie particulière; d'autres catégories de parts sont offertes et pourraient présenter des frais et des valeurs liquidatives 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 du Fonds ou des entreprises mentionnées et sur les résultats enregistrés par le secteur, et les rendre sensiblement différents des résultats, des rendements et des réalisations futures explicites ou implicites exprimés dans ces énoncés prospectifs.

© Copyright PenderFund Capital Management Ltd. Tous droits réservés, décembre 2021.