

PENDER

COMMENTAIRE DU GESTIONNAIRE – DÉCEMBRE 2021

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a terminé le mois de décembre assorti d'un prix de 9,99 \$ la part et de distributions de 0,03 \$ la part¹.

Le mois de décembre s'est révélé un bon mois pour les actifs risqués, les marchés du crédit ayant mis la main à la pâte à un revirement de situation dramatique, rassurés par les répercussions relativement moins virulentes du variant Omicron de la COVID-19. Tout ceci s'est déroulé en situation de hausse potentielle des taux d'intérêt et de la réduction accélérée des programmes de rachats de la Réserve fédérale. L'indice à rendement élevé Bloomberg Barclays, porté par une dynamique technique saisonnière solide et aucune nouvelle émission dans la deuxième moitié du mois, a dégagé un rendement de 1,87 % — son meilleur rendement mensuel de 2021. L'écart de rémunération corrigé des effets de la clause de remboursement anticipé (*Option Adjusted Spread – OAS*) a reculé de 54 points de base pour terminer le mois à 283, tandis que l'indice à rendement élevé iBoxx Liquid a affiché un rendement de 2,12 %.

Mise à jour sur le portefeuille

En réponse à la survente au sein du marché, le Fonds a choisi de couvrir certaines participations risquées en décembre tout en conservant une exposition plutôt limitée aux mouvements généraux des marchés. Bien que la solide montée saisonnière de fin d'année ne nous ait pas surpris, nous avons privilégié un positionnement prudent en fonction des risques qui seront réévalués par les intervenants du marché tôt en 2022. Ultiment, les occasions et les évaluations représentent les principales données qui guident la répartition du portefeuille. Bien qu'on ait déniché quelques petits bassins de valeur sur les marchés des titres de créance à la fin de l'année, aussi bien l'OAS que le pire rendement envisageable (*yield to worst* ou YTW) de l'indice à rendement élevé Bloomberg Barclays environnaient leurs creux du cycle 2009-2021, le YTW ayant commencé 2022 à 4,21 % (comparativement à son creux de 4,83 % établi en juin 2014). Selon nous, notre positionnement défensif dans ce contexte est plus prudent.

En décembre, le Fonds a participé à deux nouvelles émissions à rendement élevé, libellées en dollars canadiens, qui nous ont semblé présenter un prix intéressant. Ainsi, nous avons créé une position dans une nouvelle émission sur 5 ans de Shawcor Ltd (TSX : SCL), évaluée à un rendement de 9 %, ainsi que dans une nouvelle émission sur 8 ans de Ritchie Bros. Holdings Ltd. (TSX/NYSE : RBA), évaluée pour sa part à un rendement de 4,95 %. Nous avons rencontré les deux équipes de direction dans le cadre de notre processus de diligence raisonnable, et ces tête-à-tête nous ont favorablement impressionnés, par conséquent nous continuons de détenir les deux titres. Notre position dans Ritchie Brothers nous semble une bonne affaire; elle se négocie par ailleurs à un écart considérablement plus large que la tranche sur 10 ans en dollars américains qui faisait partie de la même transaction. Normalement, pour un émetteur de grande qualité BB comme Ritchie Brothers, nous nous attendrions à ce que son obligation sur 8 ans se négocie à un écart d'environ 10-20 points de base inférieur à son émission sur 10 ans. Toutefois, en raison de facteurs techniques marchands, l'obligation sur 8 ans que nous possédons s'échange à un OAS de plus de 50 points de base supérieurs à celle sur 10 ans, laquelle est pourtant nantie du même rang supérieur non adossé au sein de la structure du capital. À la lumière de la base relativement étroite entre les tranches USD et CAD de nombreux émetteurs bien établis à rendement élevé, nous estimons que la relation devrait se normaliser dans les mois à venir, notamment au vu des écarts génériques plutôt étroits sur le plan historique.

Dans le cadre de ses stratégies de valeur relative et de revenu régulier, le Fonds s'est en fait délesté de certaines positions. Dans le volet de valeur relative, nous avons liquidé notre participation dans les obligations sur 8 et 10 ans de Lamb Weston Holdings Inc. (NYSE : LW), que nous avons initialement acheté à la valeur nominale en octobre, ainsi que notre exposition à l'obligation de Body Works Inc. (NYSE : BBWI), à 7,5 % venant à échéance en 2029, dont nous avons fait l'achat en novembre à un prix qui nous semblait alléchant. Dans le volet de revenu régulier, nous avons vendu nos

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.

obligations adossées de Scientific Games International Inc. (Nasdaq : SGMS) et Bausch Health Companies Inc. (TSX/NYSE : BHC), les deux ayant dégagé un revenu attrayant pour le Fonds, mais n'offrant plus de rendement ajusté au risque intéressant pour l'avenir, selon nous. Nous espérons ajouter de nouvelles positions dans ce segment en janvier suivant l'augmentation des liquidités à la suite d'une période des Fêtes plutôt tranquille.

À la fin de l'année, la pondération longue du Fonds s'élevait à 112 %, dont 62 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 35 % de titres de valeur relative et 3 % de titres marqués par des événements spéciaux. Le Fonds révélait une pondération courte de 29 %, dont 16 % dans les obligations du gouvernement, 8 % dans les actions et 5 % dans les titres de créance. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration) se chiffrait à 0,6 an, ce qui à notre avis limite dans les faits la participation du portefeuille à la hausse des taux d'intérêt en ce début d'année 2022.

Selon nous, le positionnement actuel du portefeuille devrait protéger le capital, tant en contexte d'aversion au risque que de crise. Bien qu'il subsiste quelques occasions de valeur relative à l'issue de la solide montée boursière en décembre, le risque marchand générique actuel ne nous attire pas. Par conséquent, nous entendons diriger les entrées de capital dans notre stratégie de revenu régulier pendant que nous attendons patiemment l'arrivée de meilleures occasions de placement.

Perspectives de marché

L'optimisme envers la croissance économique de 2022 est au rendez-vous, et ce, pour quelques bonnes raisons. Les données économiques récentes laissent deviner une conjoncture où la demande occupera une place de choix, aussi bien sur les fronts de la main-d'œuvre que des biens de consommation, alors que les bilans et bénéfices des entreprises font bonne figure. La nature contagieuse, mais moins virulente du variant Omicron pourrait entraîner un retour aux activités commerciales et aux déplacements plus rapidement que prévu suivant la décélération de la présente vague de cas. Toutefois, nous estimons que toutes ces éventuelles bonnes nouvelles figurent déjà dans les évaluations actuelles des titres sur les marchés.

Le marché des obligations gouvernementales semble quelque peu déboîté par rapport à l'optimisme qui règne du côté des actifs risqués. Ce dernier a survécu à la brève crainte soulevée par Omicron et a absorbé la hausse prévue des taux d'intérêt par la Réserve fédérale en décembre. Néanmoins, le bon à 10 ans a terminé 2021 avec un rendement de 1,51 %, soit un résultat inférieur au taux de 1,64 % en vigueur immédiatement avant la découverte d'Omicron à la fin novembre. Parmi les faits plus inquiétants, notons l'aplatissement notable de la courbe de rendement, présentant un écart entre les rendements des bons du Trésor à 2 et 10 ans qui s'établissait à son plus bas niveau le 28 décembre pour l'année 2021. En décembre, les actifs risqués et les taux d'intérêt brossent des tableaux bien différents : soit les taux d'intérêt doivent se réinitialiser à la hausse pour faire état des solides données fondamentales, soit les actifs risqués doivent se réinitialiser à la baisse afin de faire état d'une courbe des rendements qui illustre un essoufflement du cycle actuel. Ni l'un ni l'autre n'est de très bon augure pour les rendements à court terme des titres de créance.

En décembre, la demande élevée pour les actifs risqués et la faiblesse des rendements obligataires gouvernementaux avaient créé une conjoncture idéale pour les titres à rendement élevé. Toutefois, tôt en janvier 2022, on constate déjà la présence de signes qui indiquent que ce scénario ne se poursuivra pas. En 2021, le marché des titres à rendement élevé, mesuré par l'indice Bloomberg Barclays, a dégagé de solides rendements de tout juste un peu plus de 5 %, depuis son YTW de départ de 4,18 %. Le marché a été en mesure de se tirer d'affaire mieux que le rendement courant en raison du resserrement des écarts par une marge d'environ 80 points de base. En outre, bon nombre des émissions à coupons élevés du printemps 2020 ont été évacuées du marché plus tôt en contrepartie de primes intégrales. À notre avis, le principal problème à l'avenir réside dans le manque de points de base à resserrer; les rendements sous-jacents semblent orientés vers une hausse.

Par ailleurs, bien que cette nouvelle ne fasse pas la une des journaux, le potentiel d'un sérieux ralentissement résidentiel en Chine nous inquiète grandement. Selon les données officielles du pays, la tendance des prix pour les maisons existantes pointe vers le bas à chaque période mensuelle séquentielle depuis avril 2021. L'immobilier est autocorrélé, en ce sens que les mouvements de prix alimentent leur propre élan. Par conséquent, nous évitons de participer aux marchandises qui sont étroitement liées à la demande du secteur de la construction de la Chine, notamment le minerai de fer et le charbon métallurgique. Bloomberg indiquait le mois dernier que dans de nombreuses régions, les

promoteurs immobiliers n'ont plus le droit de vendre de logements avant que la construction ne soit terminée. Cette mesure a été mise en place afin d'éviter la situation antérieure où des millions de clients, ayant investi tout leur pécule durement amassé sur plusieurs années, se retrouvent dans les limbes tandis que les projets sont interrompus et les promoteurs effectuent une restructuration².

Finalement, à notre avis, il subsiste un risque d'envergure pour les marchés en 2021 : que l'inflation grimpe à des niveaux plus élevés que prévu. Bien que l'inflation occupe les esprits de nombreux intervenants sur les marchés, les conséquences anticipées par eux semblent plutôt bénignes. Et bien que l'avenir puisse se dérouler selon ce scénario, sachant que certaines composantes de l'indice des prix à la consommation (notamment les voitures usagées et peut-être l'énergie) seront appelées à profiter d'un relâchement des pressions, d'autres composantes, comme le logement, devraient quant à elle demeurer élevées, et même prendre de l'expansion en 2022. Selon nous, c'est la politique monétaire expérimentale, et non la chaîne d'approvisionnement, qui représente l'élément moteur principal des pressions sur les coûts du logement. Le marché semble avoir décidé que l'inflation était sans conséquence importante pour 2022, et c'est bien possible, mais l'éventualité que celle-ci entraîne d'immenses retombées existe aussi.

Justin Jacobsen, CFA
10 janvier 2022

PENDER
Gestion de Capital PenderFund Ltée



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, janvier 2022.

² <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-12-12/abandoned-projects-shatter-confidence-in-china-s-housing-market> (en anglais)