

COMMENTAIRE DU GESTIONNAIRE – JANVIER 2022

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a terminé le mois de janvier assorti d'un prix de 10,02 \$ la part et de distributions de 0,06 \$ la part¹.

Janvier 2022 a représenté le pire mois depuis mars 2020 sur le marché des titres à rendement élevé et le pire rendement mensuel total de tous les temps. L'indice ICE BofA US High Yield a fléchi de -2,75 %. Ce rendement global négatif s'est révélé le résultat de rendements sous-jacents plus élevés pour les bons du Trésor ainsi que d'écart plus larges. En effet, l'écart de rémunération corrigé des effets de la clause de remboursement anticipé (Option Adjusted Spread ou OAS) a augmenté de 53 points de base pendant le mois pour passer le fil d'arrivée à 363 points de base. Le pire rendement envisageable (yield to worst ou YTW) a pour sa part augmenté de 99 points de base pour terminer à 5,31 %. Il nous avait semblé remarquable qu'une liquidation des bons du Trésor sur 10 ans se soit orchestrée un 3 janvier, une date généralement tranquille en raison de la période des Fêtes, et, ce au point de perdre 1 point en l'absence d'éléments déclencheurs particuliers. Cet événement a donné le ton au mois à venir, l'attention des marchés étant entièrement polarisée par les communications de la Réserve fédérale. La volatilité s'est exacerbée sur les marchés des titres à rendement élevé plus tard au courant du mois pour en arriver, le 27 janvier, au pire rendement sur un jour depuis octobre 2020.

Mise à jour sur le portefeuille

Le contexte boursier volatil a fourni au Fonds une multitude d'occasions pour faire des transactions puisque la liquidation dans le marché des titres à rendement élevé a pris du retard sur les fluctuations des actions et du gouvernement, permettant au Fonds de vendre ses obligations à des prix attrayants plus tôt dans le mois. Tandis que le mois et que les actifs risqués s'écoulaient, le Fonds a couvert la plupart de ses positions individuelles à découvert tout en conservant des couvertures en place contre les risques indiciaires généraux. Même si les évaluations dans les marchés risqués se sont indéniablement améliorées, elles ne semblent pas encore très alléchantes du côté du crédit. Avec un potentiel de volatilité persistante au cours des mois à venir, nous continuons à conserver un positionnement relativement prudent, choisissant de courir des risques de façon sélective, là où nous sommes bien récompensés pour ce faire, tout en maintenant une duration plus longue et des couvertures importantes.

En janvier, nous avons renchéri sur notre position dans Bath & Body Works, Inc. (NYSE : BBWI), Iron Mountain Incorporated (NYSE : IRM) et CCO Holdings, LLC (Nasdaq : CHTR). Le Fonds a ajouté la nouvelle émission de CHTR, laquelle avait été happée par la vague de liquidation qui a déferlé vers la fin du mois, malgré des résultats trimestriels si solides que son action s'est avancée de 5 % ce jour-là. Le Fonds s'est défait de sa participation dans Asbury Automotive Group, Inc (ABG : US) et Parkland Corporation (TSX : PKI), les écarts ayant atteint nos niveaux cibles pour les deux obligations achetées quand elles avaient été émises en novembre 2021.

La stratégie de revenu régulier du Fonds a vu beaucoup de mouvements : des positions dans Scott's Miracle-Grow Company (NYSE : SMG) et Enviva Inc. (NYSE : EVA) ont été ajoutées, tandis que celles dans MPT Operating Partnership, L.P. (NYSE : MPW), ACI Worldwide, Inc. (Nasdaq : ACIW), CCO Holdings, LLC et Spectrum Brands Holdings, Inc. (NYSE : SPB) ont été liquidées. Le Fonds a reçu des avis de rappel pour ses positions dans AutoCanada Inc. (TSX : ACQ) et Mednax, Inc. (NYSE : MD), ce qui devrait avoir lieu en février. Tandis que le Fonds conserve des positions centrales de

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.

revenu régulier, la barre a évidemment été rehaussée dans notre portefeuille à courte durée puisque les taux d'intérêt, les écarts et la volatilité grimpent tous.

La stratégie de revenu régulier est mieux utilisée dans les marchés relativement stables et dispendieux, où les risques baissiers pour les prix se situent plus loin sur la courbe de crédit; elle peut ainsi servir de pont, composé de revenu et de rendements absolus positifs, vers un marché comportant de meilleures valeurs. Lors du lancement du Fonds l'année dernière, le YTW de l'indice ICE BofA High Yield s'élevait à 3,95 %, un niveau sans précédent avant 2021, permettant ainsi d'aisément argumenter en faveur d'une durée courte.

À court terme, nous estimons qu'il existe un potentiel de convexité négative pour plusieurs obligations de courte durée puisque la hausse des taux et l'élargissement des écarts pourront entraîner des répercussions importantes sur les perspectives du marché à l'égard du seuil de rentabilité des coupons pour les émetteurs. Dans cette stratégie, nous cherchons à nous prévaloir d'une marge de sécurité importante en évitant les positions pouvant être évaluées à la valeur d'un marché volatil. Le potentiel de volatilité soutenue nous invite de ce fait à accorder une plus grande valeur à la liquidité.

À la fin janvier, la pondération longue du Fonds s'élevait à 111 %, dont 46 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 50 % de notre stratégie axée sur les titres de valeur relative et 4 % de notre stratégie visant les titres marqués par des événements spéciaux. Le Fonds révélait une pondération courte de 47 %, dont 24 % dans les obligations du gouvernement, 15 % dans les titres de crédit et 8 % dans les actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration ou OAD) se chiffrait à 0,4 an, ce qui à notre avis limite dans les faits la participation du portefeuille à la hausse des taux d'intérêt.

Nous estimons que janvier a servi de test au positionnement de notre portefeuille, bien que nous évaluions constamment la structure du portefeuille en fonction des nouveaux renseignements. À notre avis, le portefeuille est bien placé pour protéger le capital si la volatilité se poursuit et les primes de risque s'élèvent à court terme. Si les évaluations s'améliorent au cours des mois à venir, il pourrait être approprié de réduire les opérations de couverture contre les risques et de changer de cap vers la génération de gains en capital. Selon nous, le marché du crédit est assorti de solides caractéristiques de réversion vers la moyenne au fil du temps et cela, jumelé à une sélection rigoureuse des titres, entraîne des occasions d'ajouter une valeur significative en contexte de faiblesse.

Perspectives de marché

Bien que le mois de janvier se soit révélé volatil pour les actifs, notamment les actions, en fin de compte, le bon du Trésor sur 10 ans a terminé le mois à 1,8 %, soit un niveau de seulement 27 points de base supérieur à celui de la fin d'année. À la lumière d'un indice des prix à la consommation des États-Unis qui affiche 7 % et de taux réels près de creux records, le marché semble s'attendre à un retour rapide et indolore aux taux d'inflation cibles, et ce, bien malgré certaines données qui indiquent que le présent cycle puisse être différent des cycles précédents, de mémoire récente du moins. Des comparaisons à la situation de 2013 vont de soi dans la conjoncture actuelle; bien que la volatilité boursière ait atteint ou surpassé cet événement boursier, du point de vue des titres à revenu fixe, janvier 2022 fut relativement sans histoire. En 2013, le rendement des bons du Trésor sur 10 ans s'est réinitialisé de 1,6 % à 2,6 % en moins de deux mois, pour atteindre un sommet de 3 % plus tard au courant de l'année. En janvier, de nombreux commentaires stipulaient que les rendements étaient élevés ou que les bons du Trésor représentaient une bonne valeur; or tout ceci, à notre avis, manque quelque peu de perspective puisque les rendements nominaux sont inférieurs à la moyenne en vigueur lors du dernier cycle économique. Il faut remonter à 1980 pour trouver des rendements réels qui se situent à moins de 200 points de base des niveaux actuels.

Les écarts des titres à rendement élevé se sont élargis par plus de 100 points de base en 2013 pour atteindre plus de 500 points de base. Bien que la valorisation se soit indéniablement améliorée depuis la fin décembre et qu'on retrouve certaines petites zones de valeur ici et là, il semblerait que le marché soit passé de dispendieux à quelque chose qui se situe plus près de la valeur moyenne.

Sachant que l'économie nord-américaine, la demande pour les biens de consommation et le marché de la main-d'œuvre tournent rondement, nous sommes d'avis que le plus grand risque sur les marchés à court terme demeure une sous-estimation de l'inflation et que la réponse des banques centrales sera de freiner la montée des prix. Les élections de mi-mandat approchent aux États-Unis : comme l'inflation représente un boulet politique pour les Démocrates, il ne fait aucun doute que M. Powell, président du conseil, a bien reçu le message du président Biden, comme en témoigne son ton plus agressif dans ses réponses lors de la conférence de presse qui a suivi la rencontre du FOMC le 26 janvier.

Les marchés sont maintenant habitués à ce que la Fed intervienne pour appuyer tous les types d'actif, notamment par l'entremise de réductions proactives des taux en 2019, adoptant une politique d'assouplissement quantitatif à l'extrême en 2020 et allant même jusqu'à acheter des FNB de titres à rendement élevé. Il y a peu de choses que la Fed puisse faire pour apporter son soutien aux valeurs immobilières à l'heure actuelle sans amplifier le risque de créer de plus gros problèmes à l'avenir. Pour l'ensemble de 2021, la Fed a tout fait pour promouvoir la stabilité boursière tout en espérant que l'inflation soit passagère. Il s'agissait d'un risque calculé qui pourrait avoir des conséquences dévastatrices. La stabilité à court terme entraîne des surplus et de l'instabilité à l'avenir. Avec l'IPC à 7 %, les politiques de taux dans leur plage inférieure et le rachat d'actif toujours en place pour quelques semaines, nous estimons que la Fed n'a plus de manœuvres à sa disposition pour donner un coup de pouce.

La Banque du Canada a vraisemblablement pris un retard encore plus notable, considérant les modalités commerciales et les marchés immobiliers canadiens. Les pays qui sont dans une situation comparable à celle du Canada, comme la Nouvelle-Zélande et la Norvège, ont déjà effectué deux hausses de leurs taux au cours du présent cycle. Tout comme la Fed en 2021, la Banque du Canada donne la priorité à la stabilité à court terme aux dépens potentiels d'une stabilité future, les excès au sein de l'économie risquant de s'incruster.

Tandis que le taux de croissance, les marges de profit et les répercussions moins fortes de la COVID-19 représentent de bonnes raisons de s'afficher optimistes à court terme, c'est le potentiel de rendements plus élevés, assortis de meilleures primes de risque qui guidera notre positionnement relativement prudent au cours des mois à venir.

Justin Jacobsen, CFA
7 février 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, février 2022.