

COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – avril 2022

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a terminé le mois d'avril assorti d'un prix de 10,00 \$ la part et de distributions de 0,05 \$ la part¹.

Le mois d'avril 2022 a été un mois volatil sur les marchés mis à l'épreuve par la normalisation accélérée de la politique monétaire. Le rebond marqué des actifs à risque enregistré à la fin du mois de mars n'a pas tenu le coup. L'indice à rendement élevé ICE BofA US a fléchi de -3,64 % en avril, ce qui en fait le pire rendement mensuel depuis mars 2020, et le deuxième plus mauvais des dix dernières années. Le pire rendement envisageable (yield to worst ou YTW) a, au cours du mois, augmenté de 95 points de base pour s'établir à 7,0 %. L'écart de rémunération corrigé des effets de la clause de remboursement anticipé (Option adjusted Spread ou OAS) a grimpé de 54 points de base pour finalement atteindre 397 points de base. L'année ayant commencé avec quatre mois négatifs d'affilée, les pertes ont atteint des niveaux historiques tant en ce qui a trait aux titres à rendement élevé qu'à ceux à revenu fixe. L'indice à rendement élevé ICE BofA High Yield a décliné de -8,0 % à ce jour, dépassant de ce fait les pertes enregistrées lors de la vente de débarras de la fin de l'année 2018 et de la crise de 2013.

Mise à jour sur le portefeuille

Sachant que le YTW du marché des titres à rendement élevé frôle les 7 %, le Fonds a modestement augmenté sa durée et ses pondérations longues vers la fin d'avril. En 2022, la gestion de la durée s'est avérée essentielle pour qui veut protéger son capital. Si le marché du crédit poursuit sa chute au cours des prochaines semaines, nous pensons que ce sera dû davantage à l'élargissement de l'écart qu'à l'amélioration du rendement des obligations gouvernementales sous-jacentes. Le Fonds a maintenu une couverture significative contre les risques, prudence commandée par les données techniques et les écarts de rendement absolu.

En avril, le Fonds a fait de nouvelles acquisitions dans le secteur de l'énergie, car nous nous attendons à ce que les données fondamentales de ces entreprises demeurent très solides à court terme. Contrairement à ce qui s'est passé lors du boom des sables bitumineux, les entreprises se montrent désormais plus disciplinées dans la gestion de leur capital et, par conséquent, les résultats aux instruments de mesure dans cette arène devraient continuer de s'améliorer. En 2022, nombre de nos avoirs chercheront à dégager des flux monétaires libres et à réduire le niveau général de l'endettement, dans le but d'éliminer, ou presque, celui-ci en 2023, à la condition toutefois que le prix des matières premières poursuive son ascension. Le Fonds a ajouté Vermilion Energy Inc. (TSX : VET), à 6,875 % venant à échéance en 2030, et W&T Offshore Inc. (NYSE : WTI), à 9,75 % venant à échéance en 2023. Dans les deux cas, nous y gagnons un écart supérieur à celui du marché en général, sans compter que nous avons acheté ces avoirs sous le pair. Vermilion a un accès non négligeable au marché gazier européen grâce à sa coentreprise avec la société irlandaise Corrib, qui a engrangé des bénéfices bruts exceptionnels en 2022.

Vers la fin d'avril, nous avons reçu un avis de rachat inattendu en lien à notre participation dans Ritchie Brothers Inc. (TSX : RBA), à 4,95 % venant à échéance en 2029. Au terme d'un examen réglementaire interminable, l'entreprise a décidé de laisser tomber l'achat d'Euro Auctions auquel ces obligations devaient servir. Avec un écart de 100, le prix de rachat a été considérablement inférieur à nos coûts, situation causée par la hausse appréciable du rendement des obligations d'État sous-jacentes depuis leur émission au début de décembre.

Dans la stratégie de revenu régulier du Fonds, nous avons liquidé au début du mois nos avoirs dans Greystar Real Estate Partners LLC, à 5,7 % venant à échéance en 2025, pour les racheter en avril quand leur valeur s'est améliorée. Moody's a relevé d'un cran la cote de ce titre, la faisant passer à Ba3, ce qui est de bon augure. Il s'agit de titres garantis par la plus

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.

importante entreprise de gestion immobilière résidentielle américaine. Selon l'évaluation de Moody's, Greystar a réduit son niveau d'endettement de 4,0x en 2019 à 2,8x à l'heure actuelle. Avec une échéance en 2025 et le titre se négociant près du pair, nous croyons qu'il s'agit d'un bon moteur de revenu pour le Fonds et que sa valeur est intéressante comparativement à celles d'autres entreprises semblables cotées BB dont les émissions garanties arriveront à échéance en 2025.

Dans la stratégie axée sur les événements du Fonds, nos avoirs dans Nielsen Finance LLC ont souffert, étant donné que WindAcre Partnership LLC a acquis des avoirs qui pourraient suffire à contrer les velléités d'Elliott Investment Management L.P. et de Brookfield Asset Management Inc. à privatiser l'entreprise. D'après nous, le prix de rachat de l'obligation a été établi à 101 % de sa valeur dans l'infime éventualité de ce changement de contrôle, bien qu'il demeure possible qu'une entente plus intéressante obtienne l'accord de WindAcre, ou encore qu'une offre d'achat publique puisse se conclure par un changement de contrôle malgré l'opposition d'actionnaires récalcitrants.

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois d'avril armé d'une pondération longue de 114,5 %, dont 31,1 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 80,1 % de notre stratégie axée sur la valeur relative et 16,9 % de notre stratégie visant les titres marqués par des événements spéciaux. Le Fonds renfermait en outre une pondération courte de -46,1 %, dont -23,5 % dans les obligations du gouvernement, -13,1 % dans les titres de crédit et -9,5 % dans les actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration ou OAD) se chiffrait à 2,5 ans.

En excluant les positions qui se négocient à des écarts de plus de 500 points de base et les participations qui se négocient en vertu d'une date d'achat ou de vente de 2024 ou antérieure, l'OAD du Fonds baissait considérablement à 1,7 an. En même temps que le rendement global dans le marché des titres à revenu élevé s'étoffe, la sensibilité aux obligations du gouvernement diminue. Si l'on se fie au passé, certains des écarts les plus serrés se sont produits en même temps, ou presque, que les obligations d'État ont atteint des sommets en 2018 et 2007. Bien que le contexte actuel soit bien différent, nous jugeons capital de tenir compte des rendements globaux en matière de couverture du taux d'intérêt de nos avoirs.

Perspectives de marché

À la fin de ce premier trimestre 2022, le marché flegmatique de 2021 n'est plus qu'un souvenir. La mentalité du « rachat à rabais » qui a provoqué nombre de retournements de situation dramatiques dans les prix des actifs au cours des trois premiers mois de l'année s'est dissipée en avril. L'inflation continue de faire la pluie et le beau temps en Amérique du Nord et en Europe, et le confinement sévère en Chine va sans aucun doute perturber les chaînes d'approvisionnement à la grandeur du globe pendant des mois. Bien que l'évolution de la situation incite les investisseurs à réviser leurs primes de risque et les banques centrales à resserrer leur politique afin de juguler l'inflation, plusieurs dés ont d'ores et déjà été jetés, surtout en ce qui a trait aux taux d'intérêt. À notre avis, les taux ont déjà fait les trois quarts du chemin vers un sommet qui pourrait occasionner une levée de boucliers notamment pour les titres assortis d'une échéance de cinq ans et plus. Il est possible que les taux à court terme grimpent encore plus haut, mais nous croyons qu'un taux de plus de 3,5 % est inenvisageable à moyen et à long terme, car il risquerait d'entraîner une inversion marquée de la courbe des rendements.

Dans ce contexte versatile, on peut heureusement compter sur la robustesse du marché de l'emploi en Amérique du Nord. Aux États-Unis, les chiffres continuent de frôler des records. L'indice américain du coût de l'emploi a atteint un nouveau sommet au cours du premier trimestre, et a par la même occasion entraîné une liquidation des obligations gouvernementales. Il s'agit sans doute d'une bonne nouvelle sur le plan économique étant donné que les petits salariés ont tendance à dépenser davantage et à ainsi faire tourner l'économie.

Le marché des titres à rendement élevé a rapporté aussi peu que 3,8 % l'été passé, mais le 2 mai 2022, il faisait meilleure figure à 7,2 %. Bien que les écarts ne soient pas encore exactement bon marché, les rendements dans leur ensemble se rapprochent d'un seuil que nous jugeons intéressant, surtout quand on considère la baisse du dollar, susceptible de réduire les risques. Le marché des titres à rendement élevé a des chances d'atteindre 8 %, voire encore plus durant l'année, et il finira sans aucun doute par offrir de bonnes occasions d'achat d'ici peu. Les entreprises engrangent des profits inégalés, et les bilans ont retrouvé leur équilibre au cours des deux dernières années. La cote de

crédit des marchés à rendement élevé s'est améliorée si on la compare à ce qu'elle a déjà été, et ce marché renferme plus de cotes BB, la plus haute pour des produits à rendement élevé. On estime qu'il devrait y avoir plus de montées en grade que de recalages cette année. D'ailleurs, plusieurs de nos avoirs sont passés à une cote supérieure au cours des derniers mois, y compris ceux de Cedar Fair.

Bien qu'on ne puisse prévoir comment l'économie mondiale relèvera les nombreux défis que lui réservent les prochains mois, il faut continuer à regarder loin devant. À l'aube de 2022, on aurait eu du mal à imaginer les rendements affichés aujourd'hui par de grandes entreprises, telles que Macy's et Vermilion, rendements propres à faire basculer un grand flux de trésorerie vers la réduction de l'endettement. On est en droit de croire que les rendements puissent monter encore d'ici la fin de l'année, entraînant des occasions encore meilleures, mais pour nous, il est surtout temps de reconnaître le chemin parcouru à ce jour et de garder le cap sur les avenues intéressantes qui se présenteront à l'avenir.

Justin Jacobsen, CFA
9 mai 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.

