

COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – MAI 2022

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a terminé le mois de mai assorti d'un prix de 9,86 \$ la part et de distributions de 0,06 \$ la part¹.

Les marchés ont été fort secoués au mois de mai 2022 qui a commencé par une chute massive des cours boursiers, des titres de créance et des taux obligataires, pour éventuellement orchestrer un rebond brusque avant de tirer sa révérence. L'indice ICE BofA US High Yield a repris du poil de la bête avec un rendement de 0,25 %, soit le premier à être positif en 2022. Le pire rendement envisageable (yield to worst ou YTW) a, au cours du mois, augmenté de 8 points de base pour s'établir à 7,1 %. L'écart de rémunération corrigé des effets de la clause de remboursement anticipé (Option adjusted Spread ou OAS) a grimpé de 25 points de base pour finalement atteindre 422 points de base. Le 19 mai, alors que le marché était au plus bas, les titres à rendement élevé affichaient une perte de près de 11 % depuis le début de l'année, avant de remonter et de finir le mois en baisse de seulement 7,8 % pour l'année.

Mise à jour sur le portefeuille

Le Fonds a réduit ses risques en mai quand il est devenu évident pour nous que certaines portions cycliques du marché faisaient l'objet d'une surveillance accrue. Nos positions de grande qualité et de courte durée avaient tenu bon au cours des quatre premiers mois de l'année, mais lorsque le taux de rendement du marché a plongé en deçà des 7 %, les endroits où trouver refuge se sont raréfiés, ce qui nous a poussés à réévaluer quelles pondérations longues et nettes étaient les plus à même de protéger le capital du Fonds. La reprise du marché de la fin de mai a été selon nous causée essentiellement par les fonds négociés en bourse. En effet, le prix des émissions les plus importantes, et pour la plupart liquides, a fluctué dramatiquement, alors que celui de certaines émissions plus petites et non liquides qui ne rencontraient pas les seuils pour faire partie des FNB n'a pour ainsi dire pas bronché. Quand le iShares iBoxx High Yield Corporate Bond ETF (NYSE : HYG) s'est relevé de 4,9 % au cours de la semaine se terminant le 27 mai, atteignant de ce fait sa prime la plus élevée par rapport à la valeur liquidative en presque deux ans, nous avons saisi l'occasion de nous désengager, et d'ainsi atténuer nos risques, en tirant profit d'un prix qui aurait été inimaginable une semaine plus tôt.

Nous prévoyons augmenter modestement nos pondérations nettes et longues si l'occasion se présente au cours des prochaines semaines. En mai, les nouvelles émissions se sont faites rares, car la volatilité et les rendements en hausse ont freiné les émetteurs, mais nous nous attendons à ce qu'elles se multiplient si les évaluations demeurent comparables à celles de la fin mai. Si l'on se fonde sur de récentes transactions sur le marché des prêts à effet de levier et des produits financiers structurés, il semble que les investisseurs aient été capables de négocier plus de liquidités et de primes pour les risques encourus en échange de leur capital.

Le Fonds a réduit ou éliminé ses participations dans les obligations de sociétés et les secteurs susceptibles de subir une forte pression dans un marché en chute libre. Le Fonds a vendu ses avoirs dans McLaren Finance PLC avant ce qui s'annonçait comme un premier trimestre difficile en raison de liquidités limitées, de problèmes dans la chaîne d'approvisionnement et de délais de production. Bien que nous nous soyons apparemment trompés en croyant que l'entreprise était en jeu, le trimestre a bel et bien été difficile, avec pour résultat que les obligations ont chuté nettement au-dessous de notre prix de vente. Le fait que nous ayons vendu McLaren a grandement réduit la participation du Fonds dans des entreprises dont la cote de crédit est évaluée à CCC, entreprises qui ont habituellement du mal à tirer leur épingle du jeu sur un marché liquidatif. Il ne nous en reste plus qu'une seule dans une société cotée en bourse dans laquelle nous détenons une couverture spécifique contre les risques et que nous croyons être une position courte et nette ajustée aux risques.

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.

Mise à jour sur le secteur

Bien que nous ayons réduit les pondérations brutes et nettes dans leur ensemble, nous avons modestement augmenté la participation du Fonds au secteur de l'énergie quand la récente et nouvelle émission de Vermillon Energy Inc. (TSX : VET) s'est négociée à bas prix en dépit d'un contexte favorable pour le marché de l'énergie, et particulièrement pour les actifs européens de Vermillon. Au cours des mois à venir, la tension sur le marché de l'énergie représentera un risque pour l'ensemble de l'économie, mais elle pourrait être bénéfique pour nombre de nos positions dans des obligations de sociétés énergétiques qui génèrent d'ores et déjà un flux de trésorerie appréciable et utile pour la réduction de la dette. Nous possédons toujours des obligations d'Exterran Energy Solution L.P. (NYSE : EXTN), à 8,125 % venant à échéance en 2025, et nous nous attendons à ce que le prix à l'émission soit supérieur à nos coûts dès qu'Enerflex Ltd (TSX : EFX) aura acheté l'entreprise, ce qui devrait se produire au cours du prochain trimestre.

L'hébergement et le divertissement sont deux autres secteurs auxquels le Fonds s'intéresse. Après deux années difficiles, le domaine du voyage et du divertissement se porte nettement mieux. En mai, nous avons ajouté une position dans Live Entertainment Inc. (NYSE : LYV), dont le prix des billets à 6,5 % venant à échéance en 2027 était des plus intéressants selon nous, avant de réduire notre participation lorsque le redressement a eu lieu en fin de mois. La cote de l'une de nos principales sociétés de portefeuille, XHR LP, une filiale de Xenia Hotels & Resorts Inc., REIT, a été revue à la hausse en mai par S&P qui a souligné qu'en avril, l'entreprise avait enregistré pour la première fois depuis mars 2020 des revenus d'exploitation positifs comparables à ceux de 2019.

Ce qui s'est passé dans le secteur de la vente au détail a retenu l'attention en mai lorsque Target Corporation (NYSE : TGT) et Walmart Inc. (NYSE : WMT) ont fait part de résultats préoccupants tant sur le plan de la marge de profit que sur celui de la santé financière des consommateurs américains. Les avoirs les plus importants du Fonds dans ce secteur sont ceux qu'il détient dans Macy's Inc. (NYSE : M) qui a affiché un résultat positif au premier trimestre et dont les prévisions pour l'année à venir vont dans le bon sens. Les avoirs du Fonds dans le secteur de la vente au détail sont cotés BB à leur valeur nominale et peuvent, le croyons-nous, résister dans un environnement qui roule au ralenti. Nous allons cependant faire montre de prudence dans ce secteur quant à la taille de notre participation à court terme. Éventuellement, la négativité pourrait présenter une autre occasion de rebond après creux, comme cela a été le cas lors de cycles précédents. Nous nous attendons à ce que le coefficient bêta de ce secteur continue à être élevé à court terme, et c'est pourquoi nous préférons ne pas nous engager davantage à ce point du cycle.

Paramètres du portefeuille

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois de mai armé d'une pondération longue de 93,9 %. Dans celle-ci, 22,5 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 61,4 % de notre stratégie axée sur la valeur relative et 10,0 % de notre stratégie visant les titres d'entreprises touchées par des événements particuliers. Le Fonds renfermait en outre une pondération courte de -47,5 %, dont -17,5 % dans les obligations du gouvernement, -18,8 % dans les titres de créance d'entreprises et -11,2 % dans les actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration ou OAD) se chiffrait à 1,3 an.

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 a fléchi à 0,5 an. En mai, la couverture contre les risques du Fonds s'est déplacée des obligations du gouvernement vers les actifs risqués, car nous croyons qu'à court terme, les écarts grandissants sont plus préoccupants que la hausse des taux d'intérêt.

Perspectives de marché

Après un début d'année 2022 qui a semblé n'être qu'une suite ininterrompue de pertes pendant quatre mois et demi, il était raisonnable de croire que les marchés à risque allaient finir par rebondir. Nous avons été surpris par l'ampleur de la reprise, étant donné que rien ne la laissait présager si ce n'est la déclaration de Raphael Bostic, président de la Banque centrale d'Atlanta, selon qui la Réserve fédérale pourrait considérer mettre un terme à sa politique de resserrement en septembre. Étant donné que l'évolution de l'inflation demeure imprévisible, il nous a semblé quelque peu optimiste de penser que la Réserve fédérale pourrait plafonner à 2 % son taux directeur. Un point de vue d'ailleurs partagé par le vice-président de la Réserve fédérale qui a déclaré, au début de juin, qu'il était difficile de penser à une pause en septembre.

Bien que le marché des titres à rendement élevé ait enregistré son premier mois positif depuis décembre, les données fondamentales du marché se sont dégradées. D'après les données de la Bank of America, le taux de détresse — ou le pourcentage d'émissions se négociant à des écarts supérieurs à 1000 points de base — a plus que doublé en mai, passant de 2,5 % à 5,2 %. Cela s'était produit à deux reprises auparavant, soit en mars 2020 et en juillet 2007, et dans les deux cas, cela avait signalé la fin de leur cycle de crédit respectif. Pour l'heure, bien malin celui qui sait si nous sommes à la fin du cycle ou non, mais les données fondamentales du marché se transforment rapidement. Considérant que les titres à haut rendement se négocient à des écarts situés dans la tranche inférieure des 400 points de base, donc sous la moyenne des 453 points de base, le large éventail de résultats possibles justifie qu'on reste sur la défensive.

Il est important d'éviter l'ancrage et le biais de récence quand on investit. Il est vrai que les marchés de titres à rendement élevé ont subi une liquidation importante en 2022, mais celle-ci s'est réalisée à partir d'un contexte historiquement onéreux. Bien qu'en 2007 les titres de créance se soient négociés à des écarts plus serrés que jamais depuis, les rendements globaux n'ont jamais été aussi bas qu'au cours des dix-huit derniers mois. La combinaison d'écarts serrés et de taux de rendement obligataire gouvernemental faibles ont créé une situation uniquement peu favorable aux rendements absolus. L'inflation est un problème grave, un vent contraire pour le marché, les consommateurs et l'économie. Pour juguler l'inflation, les décideurs devront agir de manière à réduire la demande dans son ensemble, ce qui affaiblira l'économie. On peut bien espérer que l'atterrissage se fera en douceur, mais le passé nous a enseigné que ce n'est pas facile à faire. Pour l'heure, notre priorité consiste à préserver nos liquidités et à protéger notre capital, que nous pourrions déployer au cours de prochains mois dans des titres qui pourraient fort bien, selon nous, être assortis à de plus importantes primes de risque.

Justin Jacobsen
10 juin 2022



PENDER
Gestion de Capital PenderFund Ltée

Les renseignements standards sur les rendements du Fonds seront présentés lorsque le Fonds aura au moins un an. <https://www.penderfund.com/fr/fonds-alternatif-a-rendement-absolu-pender/>

Ce commentaire comporte un Avis de non-responsabilité, que vous pouvez consulter ici : <https://www.penderfund.com/fr/avis-de-non-responsabilite/>

© Copyright Gestion de capital PenderFund Ltée. Tous droits réservés, juin 2022.