

# PENDER

## COMMENTAIRE DU GESTIONNAIRE – JUIN 2022

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a terminé le mois de juin assorti d'un prix de 9,70 \$ la part et de distributions de 0,03 \$ la part<sup>1</sup>.

En juin, le marché des titres à rendement élevé a montré des signes importants de faiblesse quand l'appréciable rebond de la fin mai s'est incliné devant la montée nettement supérieure aux prévisions de l'indice américain des prix à la consommation. Du coup, l'espoir que l'inflation ait d'ores et déjà atteint son sommet s'est dégonflé, ce qui a entraîné une révision du prix des investissements à risque. L'indice à rendement élevé ICE BofA US a fléchi de -6,81 % en juin, ce qui en fait le pire rendement mensuel depuis mars 2020, et le deuxième plus mauvais depuis 2008. Le pire rendement envisageable (yield to worst ou YTW) a, au cours du mois, augmenté de 175 points de base pour s'établir à 8,94 %. Quant à l'écart de rémunération corrigé des effets de la clause de remboursement anticipé (Option Adjusted Spread ou OAS), il s'est élargi de 163 points de base pour s'établir à 587 points de base. Bien que les actions et les obligations du gouvernement se soient relevées des creux enregistrés au milieu du mois, le marché des titres à rendement élevé a terminé juin avec son pire taux de rendement total sur fond d'écart les plus béants depuis juillet 2020.

### Mise à jour sur le portefeuille

Au début de juin, le Fonds a continué de liquider ses avoirs les plus performants, comme il l'avait fait à la fin de mai, car nous jugions alors que le marché avait totalement repris sa valeur. Toutefois, à la suite d'une réévaluation importante du marché au milieu de juin, le Fonds a renchéri sur certaines positions dans des entreprises bien qualifiées sur le plan du crédit et adossées à des sociétés mères publiques jouissant d'une bonne capitalisation boursière. Mentionnons entre autres Charter Communications Inc. (Nasdaq : CHTR), Live Nation Entertainment Inc. (NYSE : LYV) et Hilton Worldwide Holdings LLC (NYSE : HLT). À notre avis, ces investissements d'excellente qualité devraient rester à flots dans les mois à venir, que le marché remonte ou s'affaisse. Avec un rendement boursier approchant 9 %, très peu des avoirs du Fonds se négocient au-dessus du pair. Par contre, le Fonds a acquis, à plusieurs points sous le pair, nombre d'avoirs de courte durée. Nous misons sur le fait que ces positions de courte durée seront refinancées de 12 à 18 mois avant l'échéance, ce qui pourrait signifier, dans certains cas, un rendement nettement supérieur au rendement à l'échéance. D'avis que nous ne dépenserons sans doute pas l'argent issu de nos positions courtes de sitôt, le Fonds a ajouté en juin plusieurs titres de qualité investissement à court terme. Ces positions arriveront toutes à échéance au cours de la prochaine année et leurs émetteurs sont de qualité irréprochable. Il s'agit entre autres d'Apple Inc. (Nasdaq : AAPL), PepsiCo Inc. (NYSE : PEP) et Starbucks Corp. (Nasdaq : SBUX). Il serait étonnant que ces entreprises connaissent de sérieux soucis de crédit pendant une récession. Nous croyons que ces positions seront relativement faciles à vendre si jamais des occasions plus intéressantes sur le continuum de risque se présentaient d'ici peu.

Le secteur de l'énergie a brillé de tous ses feux sur le marché jusqu'en juin, après quoi l'inquiétude des effets d'une éventuelle récession sur la demande, jumelée à l'explosion dans les établissements de Freeport LNG au Texas, a percuté de plein fouet le marché du pétrole et du gaz naturel. Même si les prix ont été fortement révisés, certains analystes renommés de Goldman Sachs, de la Bank of America, de la RBC et de JP Morgan ont rappelé que le marché physique demeure sous pression et vulnérable aux problèmes d'approvisionnement. Bien que nous continuions d'affectionner ce secteur, le Fonds a considérablement réduit sa participation dans les billets à 8,125 % venant à échéance en 2025 d'Exterran Energy Solutions L.P. Même si nous avons prévu que l'entreprise serait achetée par Enerflex Ltd. (TSX : EFX) au cours des mois à venir, ce qui aurait eu pour effet de gonfler le prix au rappel, la possibilité que l'accord soit rompu – avec toutes les conséquences inhérentes – s'est accrue selon nous. Le rapport risque/rendement serait alors moins intéressant et nous avons de ce fait opté pour une position plus modeste et plus en adéquation avec notre gestion du risque. Si la faiblesse des marchés des matières persiste sans entraîner de changement sur le marché physique, nous

---

<sup>1</sup> 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.

anticipons augmenter prudemment notre exposition en privilégiant la qualité du crédit et des prix significativement sous le pair.

Nous continuons d'être frileux envers deux secteurs : la vente au détail et la construction domiciliaire. Selon nous, il est encore trop tôt pour s'y engager sérieusement, mais le cycle va sans doute jouer en leur faveur et y créer des occasions intéressantes au cours des prochains mois. Nous remarquons déjà que certaines entreprises promettent des rendements supérieurs à ceux du marché, et celles-ci devraient, à notre avis, réussir à traverser le prochain cycle économique.

Dans le cadre de notre stratégie marquée par les événements spéciaux, nous avons acquis une position dans Peninsula Pacific Entertainment LLC, avec un rendement de 8,5 % à l'échéance de 2027. Nous nous attendons à ce que notre investissement soit entièrement compensé à un prix au-dessus de notre coût d'ici la fin de l'année. En effet, l'entreprise est sur le point d'être acquise par Churchill Downs Inc. (Nasdaq : CHDN), une entreprise de paris extrêmement bien cotée sur le plan du crédit. La transaction a été entièrement financée par Churchill Downs plus tôt cette année. En réponse à la faiblesse du marché vers la fin de juin, le Fonds a ajouté une position dans CDI Escrow Issuer Inc. dont le rendement à échéance en 2030 est de 5,75 %; cet investissement serait racheté à 100 dans l'éventualité peu probable que la transaction échoue. Selon notre coût de base, ce rachat rapporterait un gain en capital significatif pour le Fonds. Nous escomptons que cette stratégie à deux positions finira par nous rapporter, puisque l'arrangement nous protège contre une éventuelle rupture de l'entente. En attendant, le portage est intéressant.

#### Paramètres du portefeuille :

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois de juin armé d'une pondération longue de 109,6 %. Dans celle-ci, 30,6 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 72,6 % de notre stratégie axée sur la valeur relative et 6,4 % de notre stratégie visant les titres d'entreprises touchées par des événements particuliers. Le Fonds renfermait en outre une pondération courte de -41,7 %, dont -18,5 % dans les obligations du gouvernement, -13,3 % dans les titres de créance d'entreprises et -9,9 % dans les actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration ou OAD) se chiffrait à 1,9 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 baissé à 0,7 an. Au début du mois, le Fonds a fait des changements dans sa gestion du risque, délaissant les obligations du gouvernement au profit d'investissements plus risqués, tout en couvrant une partie de nos titres de créance à court terme suivant l'amélioration de leur valeur dans la deuxième moitié de juin.

#### **Perspectives de marché**

Si l'on se fie aux données que le ICE/BofA collige depuis 1986, le premier semestre de 2022 a été le deuxième semestre le plus désastreux de l'histoire du marché à rendement élevé. Il se classe tout juste derrière le second semestre de 2008, année marquée par la pire crise du crédit suite à l'effondrement de Lehman Brothers. Nous croyons que le marché du crédit est très capable de se remettre au fil du temps, et qu'à compter d'un pire rendement envisageable de près de 9 % et d'écarts approchant les 600 points de base, le futur du marché à rendement élevé reprendra du poil de la bête et redeviendra intéressant d'ici deux ou trois ans. À court terme, l'issue est beaucoup plus incertaine si l'on considère qu'il est fort possible que nous entrions en récession au cours des prochains semestres et sachant que les banques centrales sont aux prises avec la pire inflation en Amérique du Nord depuis 40 ans.

Au cours des dernières semaines, les taux d'intérêt ont subi des changements inimaginables. En mai, la hausse de l'indice américain des prix à la consommation a coupé court au discours soutenant que l'inflation avait atteint son sommet et qu'elle allait désormais régresser. Puis, on a affirmé qu'une récession était inévitable en 2023 et qu'elle serait suivie par une baisse des taux d'intérêt. Selon nous, la baisse de 70 points de base dans les rendements du Trésor était excessive, mais cela a permis de remettre les pendules à l'heure. Le marché a encore et toujours le réflexe instinctif de se fier au dernier cycle pour prédire l'avenir, alors qu'il est évident qu'un changement de paradigme s'est opéré. Pour nous, il ne serait pas approprié de couper dans les taux d'intérêt en 2023. Même s'il y avait une récession technique au cours des prochains trimestres, le taux de chômage va vraisemblablement demeurer bas tandis que le taux d'inflation va s'élever au-dessus des prévisions. En effet, le marché a fixé ses prix en assumant que la Réserve fédérale allait ignorer les deux aspects de son double mandat et se concentrer sur le prix des actifs. Le procès-verbal du Comité fédéral du

marché libre publié au début de juillet nous a durement rappelés à la réalité. Les choses sont en effet différentes cette fois, et s'attaquer à l'inflation est la grande priorité.

Lors de chacune des trois dernières récessions, les écarts sur le marché des titres à rendement élevé ont atteint 1000 points de base, voire plus. De notre point de vue, cette fois-ci, les écarts n'atteindront pas ce sommet. Si l'on exclut la Crise financière mondiale de 2008-09, ils ne sont jamais restés très longtemps au-dessus des 1000 points de base : quatre jours en 2020 et quelques semaines en 2001 et 2002. Il y a 20 ans, le marché des titres à rendement élevé n'était pas aussi développé ou efficace qu'aujourd'hui, ni aussi imposant. Pour l'instant, on n'a pas encore analysé en long et en large le présent cycle, mais nous sommes convaincus que la sphère économique étudiera de plus près cet événement, plus que les récessions de 2008 ou 2020. Par ailleurs, depuis 2014, le secteur de l'énergie exerce habituellement une grande influence sur les écarts des titres à rendement élevé et les ratios de détresse financière, mais de nos jours, il se négocie à des écarts plus serrés que ceux du marché dans son ensemble. L'indice des titres à rendement élevé du ICE/BofA exclut les secteurs de l'énergie et des mines; or en 2020, cet indice n'a jamais atteint les 1000 points de base et que très brièvement les 800 points de base. Bien qu'il soit impossible de savoir précisément comment se déroulera ce cycle, nous croyons qu'il est fort probable que les écarts s'établissent entre 750 et 900 points de base si la récession frappe l'économie nord-américaine.

Nous croyons cependant que dans ce cycle-ci, comme dans les cycles précédents, les meilleures occasions d'achat ne resteront pas longtemps sur le marché. Nous trouvons particulièrement réjouissant d'avoir prochainement la réelle possibilité de déployer du capital à une échelle plus que jamais alléchante. Traditionnellement, le Fonds a surtout cherché à protéger le capital, mais encouragés par un marché de titres à rendement élevé dont le pire rendement envisageable de moins de 4 % de l'été dernier s'est redressé à près de 9 % à la fin de juin, nous croyons avoir bientôt l'occasion de nous tourner de plus en plus vers les gains en capital.

*Justin Jacobsen*  
*13 juillet 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, juillet 2022.