

PENDER

COMMENTAIRE DU GESTIONNAIRE – JUILLET 2022

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a terminé le mois de juillet assorti d'un prix de 9,81 \$ la part et de distributions de 0,04 \$ la part¹.

Après un premier semestre anémique d'un point de vue historique, la plupart des catégories d'action ont nettement rebondi en juillet 2022. L'indice ICE BofA US High Yield a dégagé un rendement de 6,02 %, son meilleur depuis juillet 2009. Le pire rendement envisageable (yield to worst ou YTW) a diminué de 129 points de base à 7,73 %, tandis que l'écart de rémunération corrigé des effets de la clause de remboursement anticipé (Option Adjusted Spread ou OAS) a reculé de 111 points de base pour terminer à 483 points de base. Cette remontée ne nous a pas franchement étonnés, par contre son amplitude nous a surpris. Celle-ci a été gouvernée tant par la hausse des obligations de l'État, qui s'est poursuivie malgré la pression persistante de l'inflation, que par la réduction des primes de risque.

Mise à jour sur le portefeuille

Les évaluations étaient beaucoup moins attrayantes vers la fin de juin, par conséquent, dès la mi-juillet, le Fonds a décidé de réduire de manière réfléchie les risques encourus, notamment en ciblant des émissions de qualité supérieure sensibles à la réévaluation des primes de risque, à la courbe de rendement de l'État ou à un mélange des deux. Parmi les avoirs que nous avons vendus se trouvaient des participations de plus courte durée ainsi que des positions à plus long terme. De ce fait, le Fonds se trouve nettement moins vulnérable aux soubresauts du marché. En temps normal, on s'attendrait à ce que le calme règne en août, cependant l'importance de la hausse de juillet risque de provoquer un réajustement des données fondamentales. Si certains ont cru que, lors de la conférence de presse qu'il a donnée après la réunion de juillet du FOMC, le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, laissait planer la possibilité d'un « pivot accommodant », il se pourrait bien qu'ils soient démentis au cours des semaines à venir.

La volatilité du marché a offert au Fonds l'occasion d'opérer des changements intéressants sur le plan des émetteurs et des industries. Le Fonds a liquidé sa modeste position dans les obligations de Sonic Automotive, Inc. (NYSE : SAH), accru celle qu'il détenait dans AutoCanada Inc. (TSX : ACQ) et a réinvesti dans Parkland Corporation (TSX : PKI), dont il s'était retiré en janvier. Bien que nous continuions à faire montre de prudence dans les secteurs de la vente au détail et de la construction immobilière, il nous a cependant semblé opportun d'investir dans Bath and Body Works, Inc. (NYSE : BBWI), coté BB, et Mattamy Group Corporation (privé). Les deux ont été acquis à bon prix sous le pair et sont assortis d'une prime de risque de marché.

À notre avis, les avoirs du Fonds qui représentent la meilleure valeur sont ceux que nous possédons dans le secteur de l'énergie. Le marché des matières premières a subi une forte pression au début de juillet; nous en avons profité pour arrondir nos avoirs dans les obligations non garanties de Vermilion Energy Inc. (TSX : VET). Selon nous, le marché du crédit ne comprend ou n'apprécie pas à leur juste valeur les actifs de l'entreprise et sa volonté de maintenir une structure du capital prudente. Les actions de Vermilion ont terminé juillet à leur plus haut sommet en 52 semaines, tandis que nos avoirs obligataires se négocient sous le prix auquel ils ont été émis en avril. Le Fonds n'a pas vendu ni réduit ses avoirs dans les secteurs de l'énergie dans le cadre de sa stratégie axée sur la valeur relative.

Pour ce qui est de notre stratégie visant les titres d'entreprises touchées par des événements particuliers, nous avons acquis plusieurs obligations non garanties d'American Campus Communities Inc. (NYSE : ACC). L'entreprise est la plus grande société de placement immobilier américaine spécialisée dans les logements pour étudiants. Elle est en passe d'être acquise par Blackstone Inc. (NYSE : BX), transaction qui devrait se conclure au début du mois d'août. Bien qu'il n'y

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.

ait pas de disposition relative au changement de contrôle en ce qui a trait aux obligations de catégorie investissement d'ACC, plusieurs clauses restrictives pourraient empêcher Blackstone d'effectuer un effet de levier aussi prononcé que celui utilisé parfois par les sociétés privées investissant dans l'immobilier résidentiel. Lors de précédents rachats par des capitaux privés d'une société de placement immobilier, les obligations non garanties ont été retirées du prix d'achat intégral. Nous croyons que les obligations d'ACC seront probablement sujettes à une option d'achat intégrale, ce qui signifierait un gain en capital non négligeable pour le Fonds.

Le Fonds s'est défait de ses obligations dans Nielsen Finance Co. (NYSE : NLSN) au cas où un retour de l'aversion au risque ferait échouer la transaction. Le WindAcre Partnership a publiquement exprimé son opposition à la transaction et a accumulé assez d'avoirs pour la bloquer. À long terme, l'attitude de WindAcre sera peut-être bénéfique pour les actionnaires de Nielsen, mais à court terme, l'échec de la transaction aurait des conséquences malheureuses. À la fin de juillet, l'action avait chuté de 14,5 % sous le prix de transaction de 28 \$. Si l'on en croit les médias, certains associés commanditaires de WindAcre ne seraient pas contents que Partnership s'oppose à la transaction avec Nielsen. La pression exercée par ces sociétés en commandite aurait, selon nous, plus de poids dans un marché affaibli. Mais si le marché se rétablit et que les actions et autres actifs risqués remontent la pente, plus l'entente risque de tomber. À moins que WindAcre se ravise publiquement, il nous semble plus sage de rester à l'écart.

Paramètres du portefeuille :

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois de juillet armé d'une pondération longue de 100,05 %. Dans celle-ci, 34,5 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 57,1 % de notre stratégie axée sur la valeur relative et 8,9 % de notre stratégie visant les titres d'entreprises touchées par des événements particuliers. Le Fonds renfermait en outre une pondération courte de -49,4 %, dont -16,7 % dans les obligations du gouvernement, -21,6 % dans les titres de créance d'entreprises et -11,1 % dans les actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration ou OAD) se chiffrait à 0,7 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 fait du surplace à -0,5 an. Comme une part significative des positions longues du Fonds se trouve désormais dans des participations de courte durée ou dans des entreprises touchées par des événements particuliers, on peut affirmer que le Fonds est en position défensive.

Perspectives de marché

Étant donné l'ampleur inégalée du déclin de la plupart des actifs liquides au cours du premier semestre, il fallait s'attendre à ce que le marché prenne son envol en juillet. On avait d'ailleurs constaté des rebonds similaires en juillet 2020 et 2018, suite à des mois de juin guère reluisants. Cependant, à notre avis, tant les obligations du gouvernement que les actifs risqués arrivent au bout de leur fourchette de négociation à court terme. Si l'on se fie aux derniers chiffres de l'indice des prix à la consommation, il se pourrait que l'inflation ait atteint son point culminant, mais il y a encore loin de la coupe aux lèvres entre le taux actuel et la cible de 2 % que vise l'Amérique du Nord. On a peut-être crié victoire trop tôt. À la fin de juillet, le rendement des contrats à terme sur fonds fédéraux venant à échéance en 2023 tenait compte d'une réduction de 59 points de base, y compris la possibilité d'une diminution des taux aussi tôt qu'en mars. À notre avis, cela est le reflet d'un conditionnement boursier en place depuis les 10 dernières années, alors que la Réserve fédérale a choisi d'apporter son soutien au prix des actifs. Les investisseurs et les marchés peuvent tarder à s'adapter à un changement de régime : étant donné que l'inflation est désormais un facteur déterminant en matière de politique monétaire, il se peut que les principes sous-tendant cette politique depuis dix ans ne tiennent plus la route.

Jerome Powell a affirmé que nous avons atteint la neutralité des taux; or cette affirmation est comparée à ses propos de l'an passé voulant que l'inflation soit passagère. En d'autres mots : c'est possible, mais loin d'être certain. Disons que l'optimisme de M. Powell n'a pas bien vieilli. Nombre de spécialistes qui commentent le marché boursier ont laissé entendre que le contexte actuel, assujéti à une inflation en pleine ascension et à un marché de l'emploi sous pression (les deux aspects du fameux double mandat) plaide en faveur d'un taux d'intérêt neutre plus élevé. Ce point de vue a été conforté par l'indice du coût du travail (ICT) trimestriel publié le 29 juillet qui montre que la pression exercée par

l'inflation sur le marché de l'emploi n'a pas modéré pour un sou. En un an, les salaires des travailleurs du secteur privé ont grimpé de 5,7 %, et la rémunération totale, toujours dans le secteur privé, a atteint son plus haut niveau trimestriel du présent cycle. Bien que le marché ait fait peu de cas de ces données et de la chute des rendements, il n'en demeure pas moins que l'inflation des salaires est autocorrélée et risque de devenir un souci majeur pour les décideurs politiques.

On ne peut qu'accueillir à bras ouverts un peu de stabilité. Toutefois, les évaluations ont peut-être devancé les données fondamentales. Chaque fois — deux, en fait — où les marchés des titres à revenu élevé ont rapporté autour de 6 % en un mois, les écarts de crédit étaient de plus de 800 points de base d'entrée de jeu — pas mal plus que les 587 points de base du début juillet. Bien que l'humeur et les aspects techniques aient changé considérablement, nous croyons que les données fondamentales n'ont pas bougé au même rythme et qu'il y aura vraisemblablement des occasions d'acquérir des actifs à bon prix dans les mois à venir.

Justin Jacobsen, CFA

16 août 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, août 2022.