

## COMMENTAIRE DU GESTIONNAIRE — SEPTEMBRE 2022

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a terminé le mois de septembre avec un rendement de 0,5 % pour établir son cumul annuel à 3,4 %<sup>1</sup>.

Septembre a été un autre mois difficile sur les marchés et les fortes hausses de l'été ne sont plus qu'un lointain souvenir. L'indice ICE BofA US High Yield a fléchi de 4,0 % pour établir son cumul annuel à -14,6 %. Le marché des titres à rendement élevé a connu trois trimestres négatifs de suite pour la première fois depuis le deuxième trimestre de 2015 et le quatrième trimestre de 2015. Le pire rendement envisageable (yield to worst ou YTW) a augmenté de 113 points de base pour s'établir à 9,58 %. 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 40 points de base pour s'établir à 543 points de base. Si en septembre les rendements ont été les plus élevés de l'année — les plus élevés depuis avril 2020, en fait —, les écarts continuent de tourner autour de 60 points de base sous le pic annuel d'un peu moins de 600 points de base atteint au début de juillet. Septembre a été le troisième mois le plus éprouvant pour le marché des titres à rendement élevé depuis 2008, tout juste derrière juin 2022 et mars 2020.

### Mise à jour sur le portefeuille

Au début du mois, quelques bonnes occasions en matière de valeur relative se sont offertes au Fonds. Le rebond technique qui s'est produit entre la fête du Travail et la publication de l'IPC américain du mois d'août a permis au Fonds de réduire ses risques en vendant des positions ayant selon nous atteint leur pleine valeur, de même que quelques-unes plus modestes dans des titres de créance plus faibles risquant de mal supporter un ralentissement prolongé du marché. En septembre, les marchés ont enregistré un fort recul en moins d'un mois. Entre le 12 et le 29 septembre, l'indice ICE BofA High Yield a chuté de 5,65 %, l'écart de rémunération corrigé des effets de la clause de remboursement anticipé (Option Adjusted Spread ou OAS) du gouvernement s'est élargi de 100 points de base. Durant cette période, le Fonds a ajouté des expositions longues en mettant l'accent sur des crédits adossés à des entreprises fortement capitalisées et d'excellente qualité comme Hilton Worldwide Holdings Inc., Live Nation Entertainment Inc., Restaurant Brands International Inc. et SS&C Technologies Inc. Parce que les écarts sont plus larges et les rendements des obligations d'État plus élevés qu'en plus d'une décennie, les rendements globaux ont été appréciables.

Le Fonds, profitant de la force du marché du début du mois, s'est départi de ses modestes positions dans Corus Entertainment Inc. (6 % 2030), et dans l'entreprise privée Empire Communities Corp. (7,35 2025). Par ailleurs, le Fonds a vendu plusieurs titres de capital émis par des institutions financières canadiennes, ne sachant pas si les primes de risque de banques canadiennes continueraient à monter étant donné qu'il se peut que le marché immobilier canadien connaisse son pire recul en plus de 30 ans. Si un événement financier devait entraîner un élargissement marqué des écarts pour les grandes banques canadiennes bien capitalisées, nous prévoyons d'acheter sur faiblesse.

Bien qu'il soit possible que la faiblesse du marché s'accroisse au cours des semaines et des mois à venir, les bénéfices globaux offerts par certains émetteurs de titres à rendement élevé de qualité supérieure nous apparaissent intéressants. Le Fonds a acquis une position dans Live Nation Entertainment Inc. (NYSE: LYV, 4,75 % 2027) dont le rendement à échéance est de 8,0 %. Si cette obligation est refinancée une année avant son échéance, quand elle deviendra remboursable au pair, le rendement augmenterait à 8,7 % en 4 ans.

Septembre a été un mois actif pour le Fonds de Situations Spéciales Pender. Nous avons ajouté une position longue dans les actions de Shaw Communications Inc. (TSX : SJR.B) et l'avons jumelée à une position longue dans les obligations de Rogers Communications Inc. (3,75 % 2029) assortie d'une disposition spéciale de rachat obligatoire par laquelle

---

<sup>1</sup> Tous les rendements signalés sont ceux des parts de catégorie F du Fonds. D'autres catégories de parts sont offertes. Celles-ci pourraient présenter des frais et des rendements différents.

l'obligation sera rachetée au prix de 101 \$ si l'offre tout en espèces de Rogers pour l'achat de Shaw ne se conclut pas. Il est inhabituel et alléchant de trouver deux positions longues qui se protègent l'une l'autre. À notre avis, si l'on met dans la balance les obligations de Rogers et les capitaux de Shaw, il est plus probable que Rogers gagne. Nous estimons que les obligations de Rogers ont grosso modo 85 % de chance d'emporter la transaction, tandis que les capitaux de Shaw en ont 65 %. En raison de ce décalage, la combinaison de ces deux valeurs devrait nous permettre d'atteindre l'équilibre si la transaction n'a pas lieu, mais être profitable si elle se conclut, ce que nous supposons. Les deux issues sont soumises à l'évolution rapide du marché, mais l'un de ces titres s'élèvera au-dessus de notre prix d'achat dépendamment du résultat de l'entente. Si l'on se fie aux résultats mensuels, la disposition spéciale de rachat obligatoire des obligations Rogers compenserait une baisse des actions de Shaw à 19,26 \$ la part. Si la transaction échoue, Rogers paierait à Shaw une indemnité de rupture de 1,5 milliard \$, ce qui équivaut à un peu plus de 3 \$ par action de Shaw.

En septembre, le Fonds a augmenté ses participations dans les obligations émises par Switch, Inc., Valvoline Inc. et Peninsula Pacific Entertainment LLC. Il a ajouté une position dans Citrix Systems Inc. (3,3 % 2030), qui a été rachetée peu après et qui devraient être payée au début du mois d'octobre. Nous prévoyons que la moitié de nos positions dans des titres événementiels sera transformée en liquidités en octobre. En effet, nous avons reçu des avis d'appel pour nos participations dans Citrix et Exterran Corporation, et notre position dans Nielsen Finance Co. (5,875 % 2030) a fait l'objet d'offres d'achat. De plus, Churchill Downs Incorporated prévoit conclure son achat de Peninsula Pacific Entertainment au début du quatrième trimestre, ce qui devrait selon nous conduire à un avis de remboursement intégral en octobre.

Le Fonds a judicieusement profité de la possibilité accrue de vendre à découvert pour vendre à découvert des FNB, des bons du Trésor et des obligations individuelles à rendement élevé en septembre. Cela lui a permis de protéger son capital dans un contexte volatil.

À la fin du mois, le marché des obligations d'État a été le théâtre de rebondissements spectaculaires qui se sont traduits en rendements supérieurs, et le Fonds s'est senti à l'aise d'investir dans plus de durations que d'habitude. Lors d'une négociation de nuit, les obligations à 10 ans du Trésor américain se sont brièvement hissées au-dessus de la barre de 4 %, une première depuis 2010. Bien que les banques centrales aient clairement laissé entendre qu'elles n'avaient pas de plan d'action prédéfini, les taux sont d'ores et déjà assez hauts pour que les risques associés aux obligations d'État soient plus équilibrés qu'il y a longtemps. L'obligation à 2 ans du Trésor s'est négociée à un rendement aussi conséquent que 4,35 %, ce qui en fait un avoir décent pour qui cherche à protéger son capital à court terme. L'ère où l'on croyait qu'il n'y avait pas d'alternative aux actifs à risque semble bel et bien révolue.

#### Paramètres du portefeuille :

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois de septembre armé d'une pondération longue de 141,0 %. Dans celle-ci, 30,0 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 69,7 % de notre stratégie axée sur la valeur relative et 23,7 % de notre stratégie visant l'investissement événementiel. Le Fonds renfermait en outre une pondération courte de -53,1 %, dont -14,5 % dans les obligations du gouvernement, -28,5 % dans les titres de créance d'entreprises et -10,1 % dans les actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration ou OAD) se chiffrait à 3,6 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 a baissé à 2,5 ans. Sur le plan de la durée, nous possédons plusieurs positions dans des investissements événementiels dont certaines obligations, qui devraient selon nos prévisions être remboursées au cours des six prochains mois, sont d'une durée de cinq ans ou plus.

Le taux de rendement actuel du Fonds est de 7,5 % et le taux de rendement à l'échéance de 8,8 %.

#### **Perspectives de marché**

Ces neuf derniers mois ont été rudes pour les marchés. Il n'y avait plus aucun investissement sûr, et à peu près tous les actifs, sauf ceux du secteur de l'énergie, ont été touchés par un changement de régime brutal qui a mis un terme à plus d'une décennie de taux d'intérêt à zéro, d'assouplissement quantitatif et de diverses interventions boursières non

conventionnelles. Bien qu'il semble que les corrélations se soient maintenues autour de +1 une bonne partie de l'année, nous croyons qu'à l'avenir il y aura de la place pour une différenciation entre les classes d'actifs.

Selon nous, la rentabilité à moyen terme des titres à rendement élevé est alléchante, à court terme, elle est nettement plus incertaine. À la fin de septembre, les indicateurs pour les marchés à rendement élevé s'apparentaient à ceux de la fin de 2007. Le moment était on ne peut plus mal choisi pour acheter à peu près n'importe quel actif à risque à court terme, cependant, sur une période de trois ans, l'indice ICE BofA High Yield a rapporté un rendement annualisé de 10 %, soit environ 12 % sur une base annualisée devant le S&P 500. Le Russell 2000 s'en est mieux sorti que le S&P, mais il est resté très en arrière des titres à rendement élevé. Nous croyons que la situation actuelle est assez semblable; pour les deux ou trois prochaines années, le seuil de rentabilité des titres de créances de haute qualité est plus bas que celui des actions. Dans cet esprit, et comme emprunter auprès des grands FNB de crédit est plus ardu, il se peut que dans les semaines à venir nous déplaçons certaines macro-couvertures appliquées aux titres de créances du Fonds vers l'achat d'actions. Nous avons déjà fait un petit changement dans les derniers jours de septembre : nous avons réduit une partie de nos positions à découvert dans des titres de crédit et ajouté des positions courtes dans des FNB indiciaires.

Bien que les valeurs aient nettement augmenté cette année sur les marchés du crédit, il se peut que nous ne revoyions plus jamais les rendements globaux de 2021. Après avoir surfé pendant dix ans sur la politique monétaire accommodante d'avant la pandémie de COVID-19, le marché des rendements élevés n'avait passé que quelques jours en 2013 et en 2014 sous le pire rendement envisageable (yield to worst ou YTW) de 5 %, et dans les deux cas, il avait rapidement été l'objet de liquidations.

Les banques centrales ont donné un tout autre sens à la liquidité pendant ce cycle, avec des rendements et des primes de risques tellement déprimées que le marché des titres à rendement élevé a passé toute une année civile sous la barre des 5 %, année pendant laquelle son pire rendement envisageable moyen n'a été que de 4,15 %.

Avec le recul, il est malheureusement évident que les politiques ont été trop laxistes pendant trop longtemps. À notre avis, l'an dernier, on aurait dû prendre plus au sérieux la menace d'inflation, ainsi que les nombreux signaux indiquant qu'il était temps de modérer certains comportements trop risqués en resserrant la politique monétaire.

Le fait que les investisseurs aient accès à des primes de risque saines est un progrès qu'il convient de saluer. Étant donné que le marché offre désormais plus d'occasions favorables, nous sommes optimistes quant à notre capacité d'accroître la valeur de notre portefeuille en nous montrant sélectifs sur le plan du crédit et actifs sur celui de la négociation. Nous avons la ferme intention de faire preuve de dynamisme pour réduire ou accroître notre exposition au marché en fonction des évaluations à venir.

*Justin Jacobsen, CFA*  
*13 octobre 2022*



**PENDER**  
Gestion de Capital PenderFund Ltée

Les données standards sur le rendement des fonds équilibrés Pender sont présentées ici :  
<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, octobre 2022.