

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a terminé le mois d'octobre avec un rendement de 1,3 % pour établir son cumul annuel à 4,8 %<sup>1</sup>.

À peu près toutes les catégories d'actifs ont connu un rebond, alors que les acheteurs à la baisse se sont manifestés à la suite d'une réévaluation appréciable entre la mi-août et la mi-octobre. Le marché des titres à rendement élevé a affiché un premier résultat positif depuis juillet, comme en témoigne le rendement de 2,8 % de l'indice à rendement élevé ICE BofA. Les écarts se sont nettement resserrés, et l'écart ajusté en fonction des options a essuyé une perte mensuelle de 80 points de base pour clore le mois à 463 points de base. Depuis le début de l'année, le marché a enregistré un rendement de -12,2 %. Les écarts sur les titres à rendements élevés ont perdu presque tout le gain de 100 points de base enregistré durant la deuxième moitié de septembre, ramenant ainsi les écarts du marché proches de ce qu'ils étaient avant la publication des résultats décevants d'août et de septembre de l'indice des prix à la consommation américain.

### Mise à jour sur le portefeuille

De grands mouvements macro-économiques ont créé des poches de dislocation sur le marché du crédit. Le Fonds s'est particulièrement intéressé à la dislocation entre les titres de qualité investissement et les titres de créance à rendement élevé. À un certain moment en octobre, l'écart pour les titres BB avait perdu 100 points de base par rapport à son sommet de l'année, mais l'écart pour les titres BBB n'était que de 3 points de base sous son point culminant. Le Fonds a réduit son exposition aux titres à rendement élevé au profit de titres de qualité investissement, en achetant entre autres des obligations émises par Host Hotels & Resorts L.P. (Nasdaq : HST), la banque Toronto-Dominion (TSX : TD) et la banque de la Nouvelle-Écosse (TSX : BNS). En une occasion, nous avons mis la main sur des obligations de qualité investissement qui offraient à peu près le même rendement et le même écart que des obligations à rendement élevé cotées B+ et appartenant au même secteur. Bien qu'il arrive que les agences de notation se trompent, pour nous, cela n'a pas été le cas ici.

Nous croyons que cette différence entre les titres de qualité investissement et les titres de créance à rendement élevé relève principalement de données techniques internes. Le marché des titres de qualité investissement a enregistré une hausse significative d'émissions ce qui, dans un contexte macro-économique affaibli, a entraîné un élargissement des écarts. À l'opposé, il n'y avait pas eu aussi peu d'émissions sur le marché des titres à rendement élevé depuis 2008, ce qui a créé un contexte favorable pour le marché intérieur, parce qu'il faut bien que les liquidités rapportées par les billets, les appels et les échéances aillent quelque part. Le flux de FNB peut avoir une forte influence à court terme sur le marché. Le flux de fonds donne la possibilité d'acheter et de vendre à des prix plus avantageux que ceux montrés par les données fondamentales, et l'un des principaux leviers créateurs de valeur du Fonds est notre capacité à être un fournisseur opportuniste de liquidités sur le marché du crédit.

Nous avons liquidé quelques-unes de nos positions de haute qualité à rendement élevé dans de grandes entreprises parce que nous jugions qu'elles avaient atteint leur pleine valeur, et nous avons recyclé le capital dans certains secteurs du marché du crédit qui avaient pris du retard sur le mouvement macro-économique haussier. Parmi ceux-ci, mentionnons les obligations de Tamarack Valley Energy Ltd. (TSX : TVE). En septembre, l'entreprise a annoncé l'acquisition de Deltastream Energy Corporation, qui avait été financée à coup de dettes et de fonds propres. L'entreprise a ajouté pour 100 millions \$ d'actions à ses billets liés au développement durable (7,25 %, 2027) qu'elle avait émis plus tôt cette année, au prix de six points sous le pair et au rendement à échéance de 8,85 %. L'entreprise a simultanément procédé à l'émission de fonds propres à 3,75 \$ la part. Depuis l'annonce de la transaction il y a sept semaines, les titres de TVE se sont bien comportés et ont fini le mois à 5,25 \$ la part, en hausse de 40 % depuis leur

---

<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.

émission. Au même moment, l'obligation a pris un sérieux retard. Nous avons réussi à accroître notre position en achetant à un prix encore plus bas que celui déjà réduit à l'émission des obligations de TVE dont le rendement à échéance sera supérieur à 9 %. Bien qu'il y ait eu beaucoup de volatilité entre 2014 et 2021, nous croyons que le contexte est favorable aux titres de créances du secteur de l'énergie, et certains émetteurs canadiens triés sur le volet offrent une marge de sécurité aussi importante que n'importe quelle autre actuellement disponible sur marché.

Comme nous nous y attendions, octobre a été un mois occupé pour notre stratégie d'investissement événementiel. Nos positions dans Nielsen Finance LLC et dans Exterran Energy Solutions L.P. ont fini par porter fruit quand les deux fusions ont été conclues. Dès qu'Elon Musk a annoncé qu'il relançait son projet d'acheter Twitter Inc. (société privée), nous nous sommes sentis à l'aise d'augmenter notre participation dans les obligations de cette entreprise (5 %, 2030), que nous avons en partie protégée par une position courte. Nous croyons que les obligations offrent des options. Bien que de prime abord nous avons prévu un changement de contrôle à 101 \$, nous avons souvent vu des sollicitations de consentement assorties d'une prime de 101 \$ et d'un possible appel de compensation. Au bout du compte, l'entreprise nous a offert de racheter nos obligations au prix de 101 \$ à être versé à la fin de novembre; nous allons aussi recevoir une prime décente en plus de l'intérêt couru pendant notre période de détention. Nous avons décidé de vendre, et il faudrait que le flux de trésorerie de l'entreprise s'améliore nettement pour que nous songions à participer au rachat par emprunt, si jamais les souscripteurs mettaient bel et bien la transaction sur le marché. Notre position dans Peninsula Pacific Entertainment LLC a rapporté le 1<sup>er</sup> novembre. Nous avons ajouté à notre position dans les actions de classe B de Shaw Communications Inc. (TSX : SJR.B), et dans les obligations faisant l'objet d'un remboursement obligatoire spécial de Rogers Communications Inc. (TSX : RCI.B). De ce fait, notre exposition penche un peu plus en faveur de la conclusion de la transaction que celle que nous avons à la fin septembre.

En octobre, le Fonds a couvert une petite portion de ses positions à découvert sur le plan de la durée des bons du Trésor à 10 ans (4,25 %). Puis, lorsque ces titres ont profité d'une remontée vers la fin du mois, nous avons graduellement ajouté des positions à découvert plus près et même au-delà du taux de rendement à 10 ans de 4 %. Comme les écarts des titres à rendement élevé se situaient autour des 450 points de base à la fin d'octobre, nous avons jugé que le marché avait atteint sa pleine valeur. En ce contexte de solidité, nous avons échelonné les couvertures de risque pour terminer le mois avec le plus grand nombre de positions courtes depuis la création du Fonds.

#### Paramètres du portefeuille :

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois d'octobre armé d'une pondération longue de 137,8 %. Dans celle-ci, 18,2 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 93,1 % de notre stratégie axée sur la valeur relative et 25,5 % de notre stratégie visant l'investissement événementiel. Le Fonds renfermait en outre une pondération courte de -69,6 %, dont -24,2 % dans les obligations du gouvernement, -15,0 % dans les titres de créance d'entreprises et 13,8 % dans les actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration ou OAD) se chiffrait à 2,3 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 1,8 an. Les chiffres relatifs à la durée comprennent plusieurs positions de nature événementielle dont les obligations, devant selon nous être rachetées d'ici cinq mois, se sont vu assigner des durées de cinq ans ou plus.

Le taux de rendement actuel du Fonds est de 6,8 % et le taux de rendement à l'échéance de 7,9 %.

#### **Perspectives de marché**

Pour être un bon investisseur, du moins à court terme, il est parfois plus important d'avoir des notions de psychologie que de comprendre les données fondamentales. L'ancrage, l'effet de récence et le biais de disponibilité sont quelques-unes des raisons pour lesquelles le marché ne réagit pas toujours efficacement au changement. Après une décennie de politique monétaire indulgente, où les banques centrales encourageaient la prise de risque et fournissaient fréquemment des filets de sécurité — notamment début 2019 et 2020 —, les investisseurs ont été conditionnés à espérer des cycles courts et à acheter en baisse. Or, l'inflation la plus soutenue en quarante ans a fait naître un changement de régime dans lequel les marchés ne seront plus dorlotés au premier signe de douleur.

Malgré cela, le réflexe d'acheter à la baisse demeure très fort. Le revirement dramatique qui s'est produit dans la seule journée du 13 octobre après la publication d'un rapport décevant sur l'indice des prix à la consommation américain en est l'illustration parfaite. Il y a des aspects auto corrélés dans les marchés où les cours varient en fonction des émotions, ce qui entraîne d'autres variations. Nous croyons que les stratégies d'investissement dynamique ont joué un grand rôle

dans la surenchère sur le marché des rendements élevés à la fin d'octobre. Au cours des deux semaines précédant la décision du 2 novembre du Comité fédéral du marché libre (FOMC), 7,1 milliards \$ ont été injectés dans des fonds à rendement élevé, un sommet historique. Il est vrai que les rendements globaux sont alléchants, mais si l'on prend en compte que les écarts sur rendement élevé tournent autour des 450 points de base et que nous tomberons sans doute en récession sous peu, nous ne serions pas étonnés d'entendre bientôt parler d'écarts plus larges et d'actifs de risque moins chers.

Pendant les deux derniers mois de l'année, nous allons nous concentrer sur la protection du capital. Les cycles du marché mettent du temps à passer, tout comme les investisseurs mettent du temps à accepter la nouvelle réalité économique et une nouvelle tarification des actifs en adéquation avec le nouveau régime. Lors de l'éclatement de la bulle électronique, qui est en quelque sorte ce qui se rapproche le plus du contexte actuel, entre le sommet et la sorte de crise tels qu'enregistrés par le S&P 500, il s'est écoulé deux ans et demi. Si on considère qu'il s'est passé à peine dix mois depuis le présent sommet et que le réflexe d'acheter à la baisse est encore très fort, nous croyons que le sol sous nos pieds n'a pas fini de trembler. Bien que nous soyons toujours ouverts aux nouvelles informations et aux points de vue contraires au nôtre, nous allons au cours des mois à venir attendre patiemment que le marché nous offre des occasions convaincantes et des valeurs pertinentes avant d'augmenter notre exposition.

*Justin Jacobsen, CFA*  
*9 novembre 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, novembre 2022.