

COMMENTAIRE DU GESTIONNAIRE – NOVEMBRE 2022

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a terminé le mois de novembre avec un rendement de 0,3 %¹ pour établir son cumul annuel à 5,1 %.

En novembre, le Fonds a fait face à un contexte boursier parmi les plus difficiles caractérisé par des hausses marquées au sein d'un marché qui n'a jamais été bon marché d'un point de vue historique. En effet, le marché des titres à rendement élevé a affiché un deuxième résultat mensuel positif, comme en témoigne le rendement de 1,9 % de l'indice à rendement élevé ICE BofA. C'est la duration qui est à l'origine de cette situation; les écarts ont reculé d'à peine 8 points de base et le rendement « excédentaire » par rapport aux titres du gouvernement se chiffrait à -0,1 %. Le marché des titres à rendement élevé a terminé le mois sur un écart de la rémunération corrigé des effets de la clause de remboursement anticipé (option adjusted spread ou OAS) de 455 points de base; le pire rendement envisageable s'élève pour sa part à 8,6 %. Depuis le début de l'année, le marché a enregistré un rendement de -10,5 %. Nous en sommes arrivés à croire que le marché des titres de qualité investissement avait plus de valeur que celui des titres à rendement élevé en nous fondant sur l'état du marché en novembre, un marché sur lequel l'écart des titres de qualité investissement a été de 24 points de base et le rendement excédentaire des titres de l'État de 1,8 %².

Mise à jour sur le portefeuille

En matière de positions, le Fonds n'a pas bougé beaucoup en novembre. Il a investi dans quelques titres de qualité investissement et à revenu élevé sur les marchés tant primaire que secondaire. Avant la publication de l'indice des prix à la consommation américain d'octobre, les titres à rendement élevé de grande qualité représentaient à peu de chose près un point d'entrée intéressant; nous avons donc investi dans des obligations d'Hilton World Wide Holdings Ltd. (NYSE: HLT) et de Vidéotron ltée, une filiale de Québecor inc. (TSX : QBR.B), sans toutefois accroître notablement notre exposition au marché. Dans plusieurs cas, après une nette appréciation du capital, nous avons accepté des offres et vendu des titres autrefois bon marché et qui, selon nous, avaient maintenant atteint leur pleine valeur.

En novembre, le Fonds a pris des participations dans de nouvelles émissions sur les marchés des titres à rendement élevé, de qualité investissement et des prêts à effet de levier. Nous avons pris des positions entre autres dans TransAlta Corporation (TSX : TA), Nielsen (société privée), Open Text Holdings Inc. (TSX : OTEX) et Formula One (société privée). Étant donné que le marché offre des taux à cinq ans inférieurs de plus de 100 points de base à ce qu'on prévoit être le taux le plus élevé au Canada et aux États-Unis à la fin du cycle de hausses, les prêts à taux variable nous semblent plus attrayants. Il se peut que le marché ne reflète pas avec exactitude le risque que les taux soient plus élevés pendant plus longtemps. De plus, comme dans le cas d'Open Text, le prêt à taux variable est parfois assorti d'un écart nettement plus élevé que le billet à taux fixe de l'obligation qui a été émise en même temps. Nous avons pris une position dans le prêt à terme de Four Seasons (société privée). L'écart du nouveau prêt à sept ans a récemment été évalué à 325 points de base, ce qui est beaucoup mieux que celui des obligations d'autres sociétés bien établies de gestion hôtelière comparables. Nous croyons que Four Seasons occupe un segment de marché présentant une excellente valeur et que l'entreprise s'appuie sur une solide structure de parrainage à long terme depuis sa privatisation en 2007.

¹ Parts de catégorie F du Fonds. D'autres catégories de parts sont offertes. Celles-ci pourraient présenter des frais et des rendements différents.

² Fondé sur les chiffres de l'indice ICE BofA US Corporate.

Du côté du Fonds de situations spéciales, notre investissement dans Twitter Inc. (5 %, 2030) a rapporté vers la fin du mois; nous avons aussi reçu un avis de rachat pour nos obligations échéant en 2028 de Switch inc. qui se matérialisera au début du mois de décembre. Toujours en novembre, nous avons identifié quelques positions intéressantes combinant des titres de créance et des investissements événementiels que nous sommes impatients de négocier au cours des mois à venir. Le risque réglementaire conjugué à la hausse des taux et à certaines particularités en matière de remboursement obligatoire a créé d'excellentes occasions en arbitrage. Dans l'ensemble, notre participation aux investissements événementiels a perdu plusieurs plumes en novembre, mais nous croyons que cette volatilité aura pour effet de multiplier les occasions dans ce secteur au cours des mois à venir.

Les positions courtes du Fonds n'ont pour ainsi dire pas changé en novembre, car presque toutes nos transactions ont eu lieu du côté des positions longues du portefeuille. Si le marché continue de monter en décembre, il se pourrait que nous augmentions notre macro-couverture.

Paramètres du portefeuille :

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois d'octobre armé d'une pondération longue de 126,5 %. Dans celle-ci, 22,3 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 91,8 % de notre stratégie axée sur la valeur relative et 12,4 % de notre stratégie visant l'investissement événementiel. Le Fonds renfermait en outre une pondération courte de -68,8 %, dont -25,3 % dans les obligations du gouvernement, -30,9 % dans les titres de créance d'entreprises et -12,6 % dans les actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration ou OAD) se chiffrait à 1,8 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 1,2 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 6,0 % et le taux de rendement à l'échéance de 7,2 %.

Perspectives de marché

Novembre a été le théâtre de bouleversements violents et généralisés sur un marché qui était visiblement impatient de croire que l'inflation s'en allait et que la Réserve fédérale allait changer imminemment de cap. Il est certes réjouissant que l'indice des prix à la consommation américain ait été plus bas que prévu, toutefois la réaction du marché nous a semblé excessive. Le marché est allé encore plus loin à la fin de novembre, en se mettant à remonter de façon stupéfiante à la suite du discours du président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, à la Brookings Institution. Si certains commentaires de Powell pouvaient paraître conciliants, le message était dans son ensemble équilibré et contenait des déclarations sur le marché du travail dont le ton était plus incisif. Mais le marché n'a retenu que ce qu'il voulait bien retenir et a rebondi à la fin du mois.

Avec des écarts sur les titres à rendement élevé qui frôlent la moyenne de ceux de la dernière décennie, et en dépit de la probabilité assez élevée que nous tombions en récession sous peu, loin de nous l'idée de jouer les rabat-joie. Si le marché monte en décembre, il se pourrait que nous profitions de cette solidité pour réduire notre exposition au marché.

C'est le temps de l'année où plusieurs économistes et stratèges en vente publient leurs prévisions. Nous avons été étonnés par le consensus portant sur les politiques de taux en 2023. Ce qu'il y a de particulièrement remarquable, c'est le nombre de prévisions correspondant en tous points à l'évaluation du marché et annonçant que la Réserve fédérale abaissera les taux de 50 points de base au cours de la deuxième moitié de 2023. Les stratèges entérinent l'évaluation du marché bien que la Réserve fédérale elle-même déclare qu'elle n'envisage pas de réduire son taux directeur dans un avenir rapproché. Il y a un an, le marché bénéficiait d'un taux directeur légèrement supérieur à 0,5 % à la suite de la réunion de novembre 2022 du FOMC. Nous ne nous attendons certes pas à vivre une autre année où les hausses totaliseront plus de 300 points de base, mais il est

fort improbable, à notre avis, que l'évaluation du marché soit juste. Notre meilleure estimation est que, si jamais il y avait une baisse de taux de 50 points de base vers la fin de 2023, ce sera à cause de la faiblesse de l'économie, et les primes de risque seront beaucoup plus élevées qu'aujourd'hui.

Nous allons ajuster notre positionnement en fonction à la fois des prix et de l'évolution de la situation. Bien que le marché ne soit pas bon marché dans son ensemble, il existe quelques poches de titres dont la valeur est sous-estimée par rapport à leurs données fondamentales et à celle de leurs pairs.

Justin Jacobsen, CFA

7 décembre 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, décembre 2022.