

## COMMENTAIRE DU GESTIONNAIRE – MARS 2023

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif à rendement absolu Pender a terminé le mois de mars avec un rendement de -0,1 % pour établir son cumul annuel à 2,3 %<sup>1</sup>.

Les mois en recul sont certes toujours décevants, mais le contexte macro-économique de mars a été particulièrement éprouvant pour le Fonds. En effet, les taux d'intérêt et les actions ont connu un mois positif, mais les écarts du crédit se sont élargis et les titres de créance des FNB ont terminé le mois sur des primes considérables par rapport à leur valeur liquidative. L'indice ICE BofA US High Yield a rapporté 1,1 %, mais les écarts ont gagné 36 points de base et les écarts ajustés en fonctions des options ont fini le mois à 458 points de base. Le rendement excédentaire du marché à rendement élevé par rapport aux obligations du gouvernement se chiffrait à -1,4 % à la fin du mois. Rappelons que la durée de la plupart des expositions longues du Fonds est protégée par des positions courtes dans des obligations du gouvernement et des instruments de crédit tels que des obligations individuelles ou émises par des FNB. Nous utilisons des options sur indices pour couvrir le capital en cas d'élargissement marqué des écarts. Nous croyons que nombre des actifs de notre portefeuille semblent aujourd'hui particulièrement peu chers par rapport au marché élargi, étant donné les différences entre les catégories d'actifs que nous avons observées en mars.

### Mise à jour sur le marché

La volatilité des taux d'intérêt a atteint un degré historique en mars. En effet, les taux qui s'annonçaient pour « demeurer élevés encore longtemps » ont été l'objet d'un soudain revirement de politique laissant entrevoir qu'ils pourraient diminuer dès le prochain trimestre. Ce virage a été encouragé par le fait que plusieurs fonds spéculatifs auraient atteint leurs limites de perte, couvert leurs positions courtes et mis la clé sous la porte à cause de l'extrême volatilité des taux d'intérêt à court terme. Le marché des actions a accordé plus d'importance à la baisse du taux d'escompte qu'à l'augmentation rapide des écarts de crédit. Les grandes entreprises technologiques ont bénéficié d'une surenchère qui n'est pas sans rappeler la situation de 2020. Le Nasdaq 100 a enregistré au milieu de mars sa meilleure semaine depuis novembre 2022; il a atteint à la fin du mois un nouveau sommet depuis le début de l'année et refait son entrée sur un marché haussier. Quand le marché du crédit et celui des actions vont en sens contraire, l'histoire nous a appris que c'est habituellement le marché du crédit qui l'emporte.

Nous croyons que la situation a grandement changé depuis 2020, et c'est pourquoi nous avons pris une position courte dans Invesco Nasdaq 100 ETF (Nasdaq : QQQ) vers la fin du mois. Il est courant qu'après un changement de régime le marché ait le réflexe de revenir à ce qui a marché auparavant. Bien que le contexte et certains aspects techniques peuvent pousser le marché plus loin et plus longtemps que ne le justifient les données fondamentales, ce sont en définitive les flux de trésorerie et le coût du capital qui déterminent le prix des actions à long terme.

Les marchés ont passé le plus clair de l'an dernier à attendre avec impatience que la Réserve fédérale fasse demi-tour. À l'été de 2022, on comptait sur une réduction au début de 2023, faisant fi des déclarations de la Fed quant à l'évolution des taux d'intérêt. Plusieurs banques centrales ont encore augmenté leurs taux d'intérêt en mars, notamment la Banque centrale européenne qui l'a relevé de 50 points de base en dépit de l'effondrement du Credit Suisse. La Fed a publié un nouveau diagramme à points fondé sur une majoration de 25 points de base d'ici la fin de l'année, tandis que le marché mise sur un allègement marqué des taux au cours des neuf prochains mois. Pour que les espoirs du marché quant à l'évolution des taux d'intérêt se réalisent, il faudrait selon nous que les conditions économiques et financières se dégradent nettement. Le marché a été gâté à l'époque de l'assouplissement quantitatif et de la politique du taux

---

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

d'intérêt à zéro, et cela prend du temps pour se défaire d'une semblable mémoire musculaire. Pour notre part, nous ne croyons pas que la débâcle en mars de certaines banques régionales aura des conséquences systémiques sur le marché.

Le sauvetage du Credit Suisse par USB et la résiliation de ses billets avec remboursement de capital à recours limité AT-1 ont eu un effet significatif sur les marchés du crédit. Nous détenons deux modestes positions dans les billets avec remboursement de capital à recours limité de deux banques canadiennes, qui ont été vendues toutes les deux après cet événement. Les obligations du Credit Suisse sont assujetties à des conventions qui diffèrent grandement de celles en vigueur dans nos sociétés bancaires canadiennes. L'Office of Financial Sanctions Implementation britannique s'est senti tenu de publier un communiqué réitérant que les titres de capital occupent dans la structure du capital un rang supérieur aux titres ordinaires. En cas de besoin urgent de capitaux, ces titres de capital seraient convertis en capitaux propres (sur la base du prix moyen sur 10 jours en fonction du volume) à une valeur minimale de 5 \$ l'action. Pour l'un de nos actifs, s'ajouterait à cela un coefficient multiplicateur de 1,25, ce qui rabaisse la valeur minimale à 4 \$ l'action. Dans un cas comme dans l'autre, il faudrait qu'une des quatre principales banques canadiennes voie le prix de ses parts chuter de plus de 90 % par rapport à leurs niveaux actuels avant que ses billets avec remboursement de capital à recours limité enregistrent des pertes. Lors de la crise financière mondiale, la grande majorité des banques canadiennes avaient pris les devants et relevé le capital-actions ordinaire afin d'étayer les ratios de fonds propres. Nous nous attendons à ce que ces banques agissent de même dans le futur si nécessaire.

Nos transactions les plus récentes en matière de billets avec remboursement de capital à recours limité ont été des ventes effectuées au début de février alors que nos actifs bénéficiaient de la robustesse généralisée du marché. L'exposition totale du Fonds représente moins de 4 %, soit moins de la moitié de ce qu'elle était l'automne dernier. Aucune valeur ne nous a semblé assez intéressante pour que nous augmentions nos actifs en mars, mais nous continuerons à surveiller étroitement ces positions.

La faiblesse des banques régionales américaines a poussé les acteurs du marché à se concentrer sur leur rôle conséquent dans le financement de l'immobilier commercial. En mars, la léthargie généralisée du marché des titres adossés à des créances hypothécaires commerciales (TACHC) garanties a causé la dépréciation de nos actifs dans le Fairmont Hotel d'Austin, au Texas, bien que nous n'ayons vu aucune obligation à vendre dans la tranche où nous avons des investissements à un degré moindre. Vers la fin du mois, nous avons pu ajouter une position dans une deuxième structure de TACHC du secteur de la villégiature en achetant des actions de catégorie D d'un hôtel de qualité supérieure dont le flux net de trésorerie surpasse celui d'avant la COVID. En matière d'investissement dans l'immobilier, nous privilégions les hôtels et les multilogements où, selon nous, les données fondamentales sont plus solides et les valeurs plus attrayantes que sur le marché du crédit dans son ensemble.

Deux des plus importantes positions du Fonds se trouvent dans les obligations adossées à Xenia Hotels & Resorts Inc. (NYSE : XHR) et dans Greystar Real Estate Partners LLC (privé). En mars, nous avons acquis des obligations de Greystar (5,75 %, 2025) à un prix réduit en moyenne d'environ quatre points sous le pair. Nous croyons que l'entreprise cherchera à refinancer les obligations, qui sont actuellement remboursables au pair au moins un an avant l'échéance. Dans ce cas, le taux de rentabilité interne de notre achat sera de 8 %, voire davantage, selon la date exacte de l'avis de rachat. Fondamentalement, les affaires de Greystar vont bien; au quatrième trimestre de 2022, l'entreprise a enregistré son meilleur excédent brut d'exploitation trimestriel depuis sa création. Ses dettes ont baissé en 2022 et ses obligations sont bien cotées par les deux principales agences de notation.

Nous nous montrons prudents quant à la sélection des titres en immobilier et entreprises reliées. Nous tenons compte de leur résistance en présence d'un déclin prolongé et marqué au cours des années à venir. Nous évaluons quelle serait la valeur de leurs actifs en cas de vente en situation de détresse et veillons à avoir une bonne marge de manœuvre si cela se produisait, dans l'éventualité où notre estimation n'aurait pas été suffisamment conservatrice. Certains des TACHC qui ont été souscrits au cours des dernières années pourraient essuyer des pertes considérables, même s'ils figurent parmi les meilleurs. L'une des émissions que nous avons récemment analysées concernait une hypothèque de 3 milliards \$ à un seul actif et à un seul emprunteur pour le nouvel immeuble de bureaux du One Vanderbilt à New York. Il s'agit certes d'un actif formidable et d'un excellent emplacement, mais il semble, à notre avis, que la transaction a été souscrite à un taux de capitalisation de 4 % et à un ratio prêt/valeur de 60 % lorsque le prêt a été monté en 2021. Or, à

un taux de capitalisation de 7 % – ce qui pourrait ne même pas se qualifier à titre de vente en situation de détresse si les rendements sous-jacents des obligations du gouvernement se chiffrent à 4 % dans le futur – la plupart des créanciers de la dette de rang inférieur pourraient essayer des pertes.

Le Fonds a repris dans Valvoline Inc. (NYSE : VVV) (4,25 %, 2030), une position que nous avons vendue en février. Cette obligation est censée être rachetée au premier trimestre de 2024 avec les bénéfices réalisés grâce à la vente d'ores et déjà conclue des actifs à Saudi Aramco. Le prix était meilleur que le prix de vente, nous permettant ainsi d'obtenir un taux de rentabilité interne attrayant pour ce qui est une position courte et peu risquée. En mars, nous nous sommes départis de notre position dans les obligations assorties d'une clause de remboursement obligatoire spécial de Rogers Communications Inc. et de nos actions dans Shaw Communications Inc., à la suite de la hausse significative des taux. Nous étions d'avis qu'il y avait un mauvais côté aux obligations de Rogers, que ce soit à cause de l'augmentation des taux d'intérêt ou de l'élargissement des écarts de crédit. Nous avons toujours eu comme hypothèse que la transaction se ferait étant donné la forte capture réglementaire présente dans l'industrie des médias et des télécommunications au Canada. La structure de capital autonome de Roger ressemble beaucoup à celle des entreprises de câblodistribution pour lesquelles nous possédons des titres de créance à rendement élevé dont les écarts de crédit sont considérablement supérieurs.

En mars, le Fonds a profité de l'émergence de certaines occasions lui permettant de prendre de nouvelles positions ou d'accroître des positions existantes pour ajouter des positions longues et des macro-couvertures. Nous avons jugé bon de protéger considérablement nos taux d'intérêt, car si l'évolution de l'inflation demeure imprévisible, elle sera sans aucun doute inégale. Nous avons augmenté nos couvertures en matière de durée pour les bons du Trésor américain dont les rendements sont de 3,4 % et moins. Comme la plupart de nos prêts à taux variable ont été réévalués à la fin du trimestre à des écarts de 325 à 350 points de base, la majeure partie de notre portefeuille de prêts à l'endroit de certains émetteurs de qualité supérieure nous rapporte désormais des rendements d'environ 8 %.

#### Paramètres du portefeuille :

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois de mars armé d'une pondération longue de 126,2 %. Dans celle-ci, 25,0 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 91,1 % de notre stratégie axée sur la valeur relative et 10,1 % de notre stratégie visant l'investissement événementiel. Le Fonds renfermait en outre une pondération courte de -63,3 %, dont -19,4 % dans les obligations du gouvernement, -30,5 % dans les titres de créance d'entreprises et -13,4 % dans les actions. La durée ajustée en fonction des options était de 1,82 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'échéance ou de rappel de 2025 ou antérieure, l'OAD du Fonds a baissé à 0,62 an. Les données quant aux durées comprennent des positions événementielles dont, selon nous, la durée ne traduit pas fidèlement la valeur de l'option associée au titre.

Le taux de rendement actuel du Fonds est de 5,46 % et le taux de rendement à l'échéance de 6,93 %.

#### **Perspectives de marché**

Les actifs risqués sont de retour en selle sans avoir trop souffert de la prise de position des banques centrales mondiales. Nous croyons que les retombées immédiates de la défaillance de certaines banques régionales sont gérables et qu'elles n'altéreront pas significativement l'évolution de la politique des banques centrales quant aux taux d'intérêt. À notre avis, il est cependant de plus en plus évident que nous arrivons à la fin du cycle économique et boursier et nous sommes donc positionnés de manière généralement assez conservatrice.

La valeur des actifs risqués pourrait être dépréciée par l'augmentation des taux, la diminution des rendements ou la montée des primes de risque. La dynamique du marché voulant que « les mauvaises nouvelles soient une bonne chose », parce que cela fera baisser les taux, est insoutenable. Nous avons déjà observé ce phénomène à maintes reprises au cours des quelque dix dernières années, et cela implique que le goût du risque est plus fort qu'il ne le devrait. Un jour, la faiblesse économique se fera sentir tant dans les rendements que dans les primes de risque.

Pendant les deux premiers mois de l'année, le taux de défaut des entreprises a atteint un sommet inégalé depuis 2009. Bien que les défauts de paiement soient souvent un indicateur tardif tandis que le ratio de détresse est un indicateur

précurseur, la situation actuelle sur le marché a ceci d'unique que les défauts sont élevés alors que les primes de risque ne le sont pas. Nous remarquons que, sous la surface du marché du crédit, le marché de la commandite manque de plus en plus d'oxygène. Cela fait écho à ce que nous avons observé en mai 2022 quand le marché avait affiché un mois positif alors que le ratio de détresse avait doublé.

Le décalage en mars entre les actions des petites et des grandes entreprises, de même qu'entre les écarts de crédit et les actions, va de pair avec un marché qui est susceptible de subir une dépréciation. Nous sommes convaincus que, même si le sort à court terme du prix des actifs est imprévisible, il y aura vraisemblablement de meilleures occasions à saisir quant à notre exposition au marché.

*Justin Jacobsen, CFA*

*10 avril 2023*



**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, avril 2023.