

Commentaire du gestionnaire Justin Jacobsen, CFA

Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a terminé le mois de juillet avec un rendement de 0,6 % pour établir son cumul annuel à 4,0 %¹.

Les marchés ont poursuivi leur course en juillet, mois qui s'avère souvent un temps de l'année clémente sur les bourses. Dans le marché des titres à rendement élevé, on a décelé au moins un rendement négatif dans les 11 autres mois de l'année au cours des deux dernières années, mais il faut remonter à 2015 pour trouver un mois de juillet négatif. Les écarts des titres à rendement élevé se sont rétrécis de 26 points de base (pb) pendant le mois pour s'établir à 379 pb, soit un résultat de 100 pb plus étroit pour l'année qui, par ailleurs, s'inscrit bien en deçà de la moyenne sur 10 ans (autour de 450 pb).

Mise à jour sur le portefeuille

Comme nous avons opté pour un positionnement plus défensif vers la fin du mois, l'essor général en juillet fut l'occasion de vendre nos titres liquides à rendement élevé qui, selon nous, avaient atteint leur pleine valeur aux prix actuels. Nous avons constaté qu'au cours des dernières semaines, le marché s'est tapageusement réjoui des dénouements macroéconomiques heureux, tout en ignorant souvent les nouvelles relativement moins joyeuses. Bien que cette dynamique puisse perdurer encore quelque temps, le prix des actifs s'appuiera éventuellement sur une perspective plus sobre des risques et des occasions de placement.

Le portefeuille axé sur l'investissement événementiel dénombrait plusieurs issues heureuses sur le plan du rendement en juillet. Notre position dans les actions de Black Knight Inc. (NYSE : BKI) a bondi à la suite d'événements positifs qui ont mené à une réévaluation importante par le marché de la probabilité de réussite de sa fusion avec Intercontinental Exchange Inc. (NYSE : ICE). La modeste perte des obligations spéciales à rachat obligatoire d'ICE, qui verseraient une prime par rapport à la valeur du marché si l'entente devait échouer, n'a que partiellement fait contrepoids aux gains réalisés par BKI. Nous avons effectué plusieurs opérations d'achat et de vente des obligations 2026 d'ICE au cours des derniers mois, y compris en juillet, mais nous avons liquidé nos titres alors qu'ils étaient dans le vert à la suite d'une grande remontée des obligations à plus long terme en réponse aux données relatives à l'IPC américain à la mi-juillet. Ce faisant, il ne nous reste plus qu'une position dans les obligations d'ICE qui viennent à échéance en 2027. En réaction à la réévaluation du marché, nous avons liquidé notre position dans BKI et réduit notre exposition aux obligations d'ICE 2027.

Deux autres positions reliées aux actifs de F&A ont bien performé en juillet. C'était le cas de notre avoir dans les obligations d'Arconic Corp (NYSE : ARNC), lesquelles ont grimpé à la suite de nouvelles voulant qu'elles soient rachetées en lien avec l'acquisition par emprunt par Apollo. Ce faisant, le résultat était supérieur par une marge d'environ deux points aux 101 \$ que le marché avait considéré être le prix le plus probable à l'issue de ce changement de la garde. Nous avons pu renchérir sur cette position de manière significative moyennant une décote intéressante par rapport au prix de rachat. Vers la fin de juillet, nous avons reçu un avis de rachat, ce qui nous laisse envisager que cette position sera convertie en espèces en août. Finalement, les obligations (2026, 5,75 %) de PDC Energy Inc. (NASDAQ : PDCE) ont profité d'une hausse lorsqu'il a été annoncé que sa fusion avec Chevron Corporation (NYSE : CVX) se concrétiserait plus rapidement que prévu par le marché. Nous avons décidé de vendre la majeure partie de notre participation pendant ce moment d'effervescence puisque les probabilités de réussite de cette entente demeuraient encore incertaines. Il appert que nous ayons eu raison puisqu'au début d'août, Chevron a annoncé une sollicitation de consentement en vertu de laquelle les porteurs d'obligations ne

¹ 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.

toucheraient que 0,1 point de la prime de rachat de 1,4 point en échange de quoi, Chevron ne serait pas tenue de déclarer des rapports financiers distincts pour PDCE. Notre thèse de placement reposait sur le fait que cette exigence de déclaration représente une nuisance suffisante pour que Chevron procède au rappel. La prime de rachat est d'environ 10 millions \$ pour une fusion évaluée à 7,6 milliards \$ lorsqu'elle a été annoncée. Munie d'une capitalisation boursière d'environ 300 milliards \$, Chevron dispose d'amples ressources financières pour racheter les obligations et poursuivre son chemin. Selon nous, la sollicitation de consentement ne devrait pas trouver appui sous sa forme actuelle.

Comme l'encaisse prenait de l'ampleur, nous avons acheté des bons du Trésor à six mois des gouvernements canadien et américain en juillet. Considérant que les espèces sont assorties d'un taux de rendement de 5 %, cette catégorie d'actif nous semble tout à fait légitime pendant que nous attendons que de meilleures primes de risque se présentent au cours des prochains mois.

Paramètres du portefeuille

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois de juillet armé d'une pondération longue de 133,9 %. Dans celle-ci, 28,6 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 89,1 % de notre stratégie axée sur la valeur relative et 16,2 % de notre stratégie visant l'investissement événementiel. Le Fonds renfermait en outre une pondération courte de -69,8 %, dont -14,2 % dans les obligations du gouvernement, -37,9 % dans les titres de créance d'entreprises et -17,7 % dans les actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration ou OAD) se chiffrait à 1,11 an.

En excluant les positions se négociant à des écarts de plus de 500 points de base et les participations se négociant en vertu d'une date d'échéance ou de rachat de 2025 ou antérieure, l'OAD du Fonds a baissé à 0,74 an. Les données quant aux durées comprennent des positions événementielles pour lesquelles, 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 4,68 % et le taux de rendement à l'échéance de 6,16 %.

Perspectives de marché

La solide performance des marchés jusqu'à présent en 2023 s'est avérée une source de soulagement pour bon nombre des intervenants sur les marchés. Selon nous toutefois, les gains en capital des actions et le rétrécissement des écarts des titres à rendement élevé approchent des niveaux difficilement dépassables. Au cours des sept premiers mois de l'année, l'écart des titres à rendement élevé s'est rétréci par une marge supérieure à 100 pb. Un resserrement additionnel de 100 pb à partir de maintenant entraînerait des écarts jamais vus depuis 2007, ce qui nous semble fort peu probable. À notre avis, le prix des actifs est biaisé vers la négative à court terme et nous avons pris position en conséquence.

Au début de l'année, les prévisions voulaient que les banques centrales en soient maintenant à assouplir leurs politiques. Les marchés à terme axés sur la Fed avaient établi leurs prix en fonction d'une réduction des taux lors de la rencontre du Federal Open Market Committee (FOMC) en juillet. Or, la réalité est telle que les taux risquent de demeurer élevés pendant encore quelque temps, comme en témoignent les hausses soutenues de taux par les banques centrales en juillet ainsi qu'un assouplissement des mesures de contrôle de la courbe des rendements par la Banque du Japon.

Le prix des marchandises a repris du poil de la bête au cours des plus récentes semaines, ce qui pourrait aussi laisser deviner une inflation sur le prix des biens. On constate que les intervenants du marché semblent généralement s'attendre à des taux inférieurs à court terme, mais nous estimons que les risques sont en parfait équilibre entre les deux pôles inférieur et supérieur. Nous tenons à l'œil l'immobilier commercial où les cas de défaut continuent de grimper et où les taux d'actualisation ne se sont pas encore ajustés à ce que nous considérons être une prime de risque adéquate considérant le contexte de taux d'intérêt en vigueur.

Les derniers mois se sont révélés plutôt épineux pour le Fonds, puisque l'élan haussier a parfois semblé irrépressible. Nous estimons toutefois que notre approche de gestion du risque rigoureuse et patiente sera récompensée au cours des prochains mois.

Justin Jacobsen, CFA

15 août 2023



Les prix obligataires sont présentés sous forme de pourcentage de la valeur au pair dans la devise locale.

Les données standards sur le rendement du Fonds 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/>