

Commentaire du gestionnaire

Justin Jacobsen, CFA

Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a terminé le mois d'août avec un rendement de 1,2 % pour établir son cumul annuel à 5,2 %¹.

Après avoir diminué pendant deux mois, les primes de risque et la volatilité ont repris de plus belle en août. À la fin de juillet, l'indice S&P 500 n'avait pas connu une seule journée de pertes supérieures à 1 % depuis le 23 mai, mais voilà qu'en août, cela lui est arrivé à trois reprises. En dépit de la montée de la volatilité et du taux de rendement des obligations du gouvernement, les actifs à risque ont terminé le mois sans grand changement, peut-être parce qu'il y a eu peu d'engagements à ce moment-là. Nous nous attendons à ce que l'activité sur le marché des capitaux reprenne nettement en septembre. Cela pourrait entraîner une réévaluation sur les marchés du crédit qui ont été avantagés par de bons indicateurs techniques dus en partie à l'absence de nouvelles émissions au cours de la seconde moitié d'août.

Mise à jour sur le portefeuille

Le Fonds, qui avait adopté une posture défensive au début du mois, a tiré profit de la volatilité des marchés du crédit en août. Bien que les écarts de crédit soient demeurés quelque peu serrés selon les standards historiques, nous avons estimé que le taux de rendement global était assez convaincant pour que nous augmentions nos durées et notre exposition sur le marché au cours des trois premières semaines du mois. Nous nous sommes concentrés sur des titres de créance de très grande qualité, mais relativement peu risqués, dont la valeur avait évolué de manière significative et dont les rendements frôlaient un niveau qui nous semblait intéressant. Nous avons protégé plusieurs de nos positions courtes dans des obligations individuelles tout en maintenant nos macro-couvertures. Dans certains cas, nous avons réussi vers la fin du mois à vendre à profit des obligations pour un prix supérieur de deux points à celui où nous les avons récemment achetées, et cela même si l'entreprise n'avait rien annoncé de neuf. À l'instar du marché lui-même, le Fonds a terminé le mois d'août à peu près comme il l'avait commencé tout en privilégiant la protection du capital.

Le Fonds a considérablement réduit son exposition aux positions événementielles en août. Une position a été rachetée, tandis que plusieurs ont été vendues puisque l'événement avait eu lieu. Notre position dans les obligations (2026) de PDC Energy Inc. a fait l'objet d'une défaillance de la part de Chevron Corporation (NYSE : CVX), ce qui a eu pour effet d'en faire des bons à neuf mois du Trésor américain, cependant moins liquides que nos autres bons de ce type. Nous sommes d'avis que l'option de valeur des liquidités est supérieure aux gains pouvant potentiellement être réalisés sur l'écart limité par rapport aux espèces : nous avons donc liquidé notre position. Nous avons pour hypothèse que l'entreprise ne voulait pas produire un rapport financier distinct pour les biens acquis, ce qui s'est révélé exact, et nous nous attendions à ce que l'obligation soit rachetée au lieu d'être transférée par défaillance. Comme nous avons vendu la majorité de notre position alors que le marché misait surtout sur l'achat, nous avons généré de cette position à la fois un revenu et un gain en capital. Cette expérience s'est révélée un bon petit rappel : le fait qu'il existe un réel coût en capital pour la première fois depuis des années modifie grandement le calcul effectué par les entreprises et

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.

leurs services financiers. Il s'agit d'ailleurs là d'une réalité que le marché n'apprécie pas encore à sa juste valeur.

Paramètres du portefeuille

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois d'août armé d'une pondération longue de 132,2 %. Dans celle-ci, 34,3 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 96,2 % de notre stratégie axée sur la valeur relative et 1,7 % de notre stratégie visant l'investissement événementiel. Le Fonds renfermait en outre une pondération courte de -62,1 %, dont -13,3 % dans les obligations du gouvernement, -31,8 % dans les titres de créance d'entreprises et -17,0 % dans les actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration ou OAD) se chiffrait à 1,70 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 rappel de 2025 ou antérieure, l'OAD du Fonds a baissé à 1,17 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 4,64 % et le taux de rendement à l'échéance de 6,57 %.

Perspectives de marché

Bien que les actifs à risque aient réussi à se distancer des rendements les plus élevés des obligations du gouvernement pendant de ce cycle-ci en août, il nous paraît essentiel de faire montre de prudence étant donné que nous arrivons à la fin probable d'un cycle économique. La hausse de la fin d'août n'était pas sans rappeler 2021, quand le marché avait cru avec optimisme que l'inflation serait transitoire. Le S&P 500 a franchi la fin d'août à peu près au même point qu'il y a deux ans, c'est-à-dire à 4 508 en 2023 par rapport à 4 523 en 2021. Sous certains aspects, les marchés des titres à risque pourraient brûler les étapes encore plus qu'ils ne l'ont fait il y a deux ans. L'inflation n'a pas été transitoire, et si l'on veut soutenir dès aujourd'hui le prix des actifs, nous avons besoin, à notre avis, d'un atterrissage en douceur et d'une baisse des taux. Mais il nous semble bien improbable qu'on fasse les deux, et même possible qu'on ne fasse ni l'un ni l'autre.

Nous ne sommes pas convaincus que les valorisations des actions des entreprises publiques fortement capitalisées, des marchés privés et de l'immobilier se sont convenablement adaptées au régime des taux d'intérêt élevés. Bien que les écarts de crédit soient loin d'être bon marché, le fait que les taux de base surpassent nettement ceux de l'après-crise financière mondiale se répercute sur les prix. Il y a fort à parier qu'à moyen et à long terme, les titres de créance de grande qualité se comporteront mieux que les autres catégories d'actif, surtout en raison de l'avantage appréciable associé au portage. En août, nous avons pu acheter ce que nous croyons être des obligations de grande qualité à haut rendement dont les échéances sont de six à huit ans, les taux de rendement d'environ 8 % et les escomptes au pair significatifs. Selon le CBRE, le taux d'actualisation générique des centres commerciaux régionaux au Canada est de 6,2 % au deuxième trimestre 2023. Nous n'endosserions pas une hypothèque de 6,2 % pour un centre commercial régional, et il faudrait selon nous que les taux d'actualisation de l'immobilier commercial soient supérieurs aux taux hypothécaires pour compenser le positionnement inférieur dans la structure de capital.

À court terme, le décalage qui existe entre les autres catégories d'actifs et les marchés du crédit pourrait se prolonger une bonne partie de l'année, mais nous croyons que les primes de risque finiront éventuellement par retourner au point où elles devraient être. Nous prévoyons que cette réévaluation sera agitée et nous donnera l'occasion de fournir des liquidités à des vendeurs motivés au cours des prochains trimestres.

Quelques drapeaux rouges flottent actuellement sur le marché. Premièrement, les actifs à risque réagissent positivement tant aux bonnes qu'aux mauvaises nouvelles économiques, ce qui laisse croire à un degré relativement élevé de complaisance quant aux risques macroéconomiques. Deuxièmement, nous avons vu quelques pessimistes de renom devenir optimistes, ce qui peut signaler ce genre de capitulation qu'on observe vers le sommet du marché. Le 31 juillet, Mike Wilson de Morgan Stanley, qui s'est montré obstinément pessimiste au cours des deux dernières années, a changé son fusil d'épaule et est devenu tactiquement optimiste, allant jusqu'à comparer le marché actuel à celui de 2019. Au moment d'écrire ces lignes, le S&P 500 a clôturé à son niveau le plus élevé de l'année le 31 juillet. Le temps dira si Wilson a capitulé juste comme le sommet se profilait à l'horizon.

Justin Jacobsen, CFA
8 septembre 2023