

Commentaire du gestionnaire

Justin Jacobsen, CFA

Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a terminé le mois d'octobre avec un rendement de 0,5 % pour établir son cumul annuel à 6,8 %¹.

Une fois de plus, les marchés financiers ont été apathiques en octobre, particulièrement en raison de la hausse des rendements des bons du Trésor. L'indice ICE BofA US High Yield a généré un rendement de -1,2 %, et l'écart de rémunération corrigé des effets de la clause de remboursement anticipé (Option adjusted Spread ou OAS) a grimpé de 39 points de base pour atteindre 442 points de base à la fin du mois. Les écarts de crédit grandissants et la hausse des rendements gouvernementaux ont eu un effet négatif sur les rendements de ce mois-ci. Pendant le plus clair de la seconde moitié du mois, le pire rendement envisageable sur le marché des titres à rendement élevé a été d'environ 9,5 %, soit près du sommet de 9,6 % de l'an passé.

Mise à jour sur le marché et le portefeuille

Le Fonds a augmenté son exposition au marché en réponse aux taux de rendement globaux attrayants en octobre. Nous nous sommes focalisés sur les obligations à rendement élevé de grande qualité se négociant à un escompte intéressant. Bien que les écarts soient modestes par rapport à ceux de la dernière décennie, les rendements globaux étaient trop alléchants pour être ignorés. Pendant presque toute la période qui a suivi la crise financière mondiale, les rendements **réels** des obligations du gouvernement ont tourné autour de zéro et ont souvent été négatifs. En octobre, la courbe du rendement nominal du Trésor américain s'étant maintenue près des 5 %, le rendement réel, basé sur des prévisions raisonnables quant à l'évolution de l'inflation, a grimpé au-dessus des 2 %. Bien que les écarts soient plutôt moyens, les rendements absolus disponibles sont attrayants parce que le rendement réel est lié aux courbes des obligations gouvernementales. De plus, la faiblesse de la devise procure de l'optionnalité tout en réduisant le risque associé à une baisse.

Sur le marché des titres à rendement élevé, le pire rendement envisageable a atteint son sommet le 20 octobre pour se situer à 7 points de base sous celui d'un peu plus de 9,6 % d'octobre 2022. Au cours de la dernière année, l'indice de durée s'est réduit de 4,2 ans à 3,7 ans parce que peu d'émetteurs se sont présentés sur le marché dans le but de refinancer leurs prochaines échéances. Nous croyons que si les prix avaient poursuivi leur descente d'encore 2 % à 5 %, des sommes appréciables de capital opportuniste aurait cherché à entrer sur le marché. Un déclin de 5 % aurait généré un taux de rendement frôlant les 11 %. Depuis 2009, le marché n'a clôturé avec un rendement de plus de 11 % que deux fois : les 23 et 24 mars 2020. Les données fondamentales de l'économie et des entreprises semblent nettement plus saines aujourd'hui qu'elles ne l'étaient alors.

Le Fonds a terminé le mois avec son exposition au marché la plus considérable de l'année — soit une exposition longue nette d'environ 80 % excluant les positions dans les titres à court terme du gouvernement. Nous avons tiré parti de la remontée frénétique du début novembre, due notamment à la publication le 3 novembre du US Non-Farm Payrolls — masse salariale non agricole aux États-Unis — pour vendre à profit et ramener notre exposition longue nette à plus ou moins 50 %. Dans certains cas,

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. Les données standards sur le rendement du Fonds alternatif de rendement absolu Pender sont présentées ici : <https://www.penderfund.com/fr/fonds-alternatif-a-rendement-absolu-pender/>

les rendements des obligations de grande qualité à rendement élevé ont perdu plus de 100 points de base par rapport à leurs récents sommets. De ce fait, quelques émissions se sont négociées à leurs écarts les plus serrés de l'année. Bien que les marchés pourraient continuer de monter, d'autant qu'on assiste souvent en décembre et en janvier à une positivité saisonnière, les facteurs structurels à l'origine de la faiblesse des trois derniers mois sont toujours présents. Nous avons déjà remarqué au début de novembre qu'un lot significatif d'entreprises émettrices attendent que le marché reprenne des forces pour chercher du capital et prolonger leur profil d'échéances. Cette provision de nouvelles émissions pourrait nous permettre de mesurer jusqu'où le marché poursuivra sa course.

Nous persistons à croire que les titres fortement capitalisés ne sont toujours pas ajustés à la réalité, c'est-à-dire au coût de capital plus élevé. Les titres à petite capitalisation sont sans doute de meilleurs indicateurs quant au marché des rendements élevés, car les deux ont affiché en octobre les prix les plus intéressants de la dernière année et ils semblent généralement synchronisés. Les entreprises du S&P 500 se financent largement elles-mêmes sur le marché des titres de qualité investissement. Bien que les rendements d'environ 9,5 % enregistrés en octobre sur le marché des rendements élevés aient été plutôt rares depuis la crise financière mondiale, il y en a eu quelques-uns en 2011, 2016, 2020 et 2022. Par contre, en ce qui a trait au marché de qualité investissement, c'est au printemps de 2009, alors que l'économie américaine sortait du pire marasme économique depuis des générations, qu'il a connu des rendements de plus ou moins 6,5 %. Le coût réel du capital devrait avoir des répercussions notables et négatives sur les multiples des grandes entreprises, mais le marché semble ancré dans le régime précédent sur le plan des taux d'intérêt.

Indice ICE BofA US Corporate – pire rendement envisageable (% , yield to worst)



Source : Bloomberg

Quand on peut acheter une obligation de société à huit ans de très grande qualité dotée d'un taux de rendement de 7 % dont une part appréciable est sous forme de gain en capital, il est difficile de justifier pourquoi on opterait pour les rendements de 5 % à 6 % de l'indice S&P 500. On devrait assortir les actions d'une prime de risque additionnelle par rapport aux obligations pour compenser le fait que celles-ci ne sont pas assorties d'exigences contractuelles. À notre avis, le marché des actions exhibe encore la volonté de retourner à la moyenne des années 2009-2021, période où l'argent était facile, mais qui n'existe plus et qui ne reviendra pas de sitôt.

Paramètres du portefeuille

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois d'octobre armé d'une pondération longue de 150,1 %. Dans celle-ci, 26,4 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 120,3 % de notre stratégie axée sur la valeur relative et 3,4 % de notre stratégie visant l'investissement événementiel. Le Fonds renfermait en outre une pondération courte de -55,1 %, dont -12,2 % dans les obligations du gouvernement, -28,5 % dans les titres de créance d'entreprises et -14,4 % dans les actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration ou OAD) se chiffrait à 3,14 ans.

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 2,72 ans. 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 6,49 % et le taux de rendement à l'échéance de 8,67 %.

Justin Jacobsen, CFA

10 novembre 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/>