

Commentaire du gestionnaire

Justin Jacobsen, CFA

Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a terminé le mois de novembre avec un rendement de 0,9 % pour établir son cumul annuel à 7,8 %¹.

Les marchés financiers ont bénéficié d'une hausse presque euphorisante en novembre, hausse due largement à la baisse des taux de rendement obligataires gouvernementaux et par la suite soutenue par le rétrécissement des primes de risque. Quant au marché des titres à rendement élevé américains, il a généré des rendements inégalés depuis juillet 2022, un événement digne de mention considérant qu'au départ les écarts se trouvaient sous la moyenne sur 10 ans, alors qu'ils excédaient d'environ 150 points de base (pb) la moyenne au commencement de juillet 2022.

Mise à jour sur le marché et le portefeuille

La dynamique du marché s'est rapidement transformée en novembre quand les titres à revenu fixe et les actions ont réagi positivement aux données indiquant le ralentissement de l'économie. Le fait que l'IPC de base américain ait été en octobre de 9 pb inférieur aux prévisions a suffi pour que le Russell 2000 connaisse sa meilleure journée en plus d'un an, affichant un gain de 5,4 % le 14 novembre. Le marché semble certain que la Réserve fédérale devrait bientôt rebrousser chemin. Même si certains points macroéconomiques individuels évoluent dans la bonne direction, nous nous attendons à ce qu'il y ait beaucoup de bruit sur les marchés à l'avenir. En effet, comme le marché a fixé les valeurs en misant sur une issue favorable sur plusieurs fronts, il n'en faudra pas beaucoup pour décevoir ces espoirs ambitieux.

En date du 3 décembre, les contrats à terme sur les fonds fédéraux pour 2024 tenaient compte de plus de cinq réductions de 25 pb. Parallèlement, les écarts de crédit pour les titres à rendement élevé de grande qualité n'ont jamais été aussi bas depuis plus de 18 mois. Il est difficile de réconcilier les écarts serrés et l'assouplissement marqué de la politique monétaire pris en compte dans les taux d'intérêt. Pour que les taux s'avèrent exacts, il faudrait qu'une faiblesse économique considérable justifie des primes de risque plus élevées. Et pour que les écarts demeurent tels quels, il faudrait que l'économie prospère, ce qui irait à l'encontre des réductions de taux radicales. Le marché semble se préparer à un pivot de la Fed qui ressemblerait à celui de 2019. Mais le fait est que l'IPC de base se chiffre toujours à 4 % d'une année sur l'autre et se maintient depuis trois ans déjà fermement au-dessus de la cible quant à l'inflation. Bien que les actifs à risque ne montrent pas la nécessité d'adoucir les conditions financières, une spéculation galopante œuvre au sein de certains véhicules comme la cryptomonnaie, ce qui indique qu'un capital excessif stagne dans le système financier.

Pendant le plus clair des deux dernières années, le marché a, sur le plan des taux, fait un piètre travail quant à ses prévisions regardant l'évolution de la politique monétaire, estimant la plupart du temps que les réductions se produiraient six mois plus tard. De plus, le marché s'est empressé d'extrapoler à outrance les récents développements. Tout comme il y avait eu au début de l'automne des prévisions aberrantes sur la majoration des taux d'intérêt, les propos ont changé du tout au tout, et certains commentateurs ont même annoncé que les diminutions seraient encore plus nombreuses que celles

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/>

déjà prises en compte dans les prix pour 2024. Le marché tend à viser plus loin, et cela crée des occasions sur le plan des transactions. Peut-être aurons-nous été trop prompts, mais novembre nous a semblé propice à une diminution des risques encourus, les valorisations ayant pris de l'embonpoint. La plupart du temps, sur le marché du crédit, les écarts présentent une asymétrie négative inhérente, et celle-ci se fait plus prononcée quand les écarts se déplacent considérablement à l'intérieur des moyennes historiques.

Indice ICE BofA US High Yield – OAS gouvernemental en pb



Source : Bloomberg

Notre plus grand défi a été de trouver des débouchés pour l'argent reçu des ventes. Nous avons notablement augmenté notre participation dans les bons du Trésor américain et les prêts à terme d'excellente qualité. Nos achats se sont portés sur des prêts garantis par Hilton Worldwide Holdings Inc. (NYSE : HLT), TransDigm Group Inc. (NYSE : TDG) et Four Seasons Hotels Holdings Inc. (privé). Dans chaque cas, l'écart de crédit offert sur le prêt était supérieur d'au moins 50 pb à celui de l'obligation la plus comparable selon nous, assurant ainsi une marge de sécurité si les écarts s'élargissaient au-delà de leur degré actuel.

La valeur du dollar canadien dans le marché à rendement élevé nous a semblé attrayante et nous en avons profité pour renchérir sur nos positions longues qui présentaient là une prime d'écart attrayante par rapport aux obligations en dollars américains relevant de la même structure financière.

Nous attendrons patiemment de trouver de meilleurs points d'entrée dans les actifs à risque. Avec le temps, les marchés du crédit ont une forte tendance à renouer avec les moyennes. Depuis 2008, les écarts sur les titres à rendement élevé n'ont atteint 500 pb que lors de deux années civiles : en 2017 et en 2021. Étant donné que l'écart moyen sur 10 ans tournait autour de 450 pb, nous pensons que le point de départ de 384 pb de décembre plaide visiblement en faveur d'un positionnement défensif. Nous jugeons aussi qu'il serait hasardeux de nous engager dans des durées excessives aux niveaux actuels, car le marché a fait beaucoup de chemin en peu de temps.

Paramètres du portefeuille :

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois de novembre armé d'une pondération longue de 153,2 %. Dans celle-ci, 68,3 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 82,8 % de notre stratégie axée sur la valeur relative et 2,1 % de notre stratégie visant l'investissement événementiel. Le Fonds renfermait en outre une pondération courte de -65,9 %, dont -11,1 % dans les obligations du gouvernement, -39,9 % dans les titres de créance et -14,9 % dans les actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration ou OAD) se chiffrait à 0,66 an.

En excluant les positions se négociant à des écarts de plus de 500 pb 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 0,21 an. Les données quant aux durées comprennent une position événementielle 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 3,3 % et le taux de rendement à l'échéance de 6,6 %.

Justin Jacobsen, CFA

7 décembre 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/>