

Commentaire du gestionnaire Justin Jacobsen, CFA

Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a terminé le mois de décembre avec un rendement de -0,3 % pour établir son cumul annuel à 7,5 %¹.

Les titres à rendement élevé de grande qualité ont poursuivi leur ascension marquée en décembre, bien qu'ils aient commencé le mois assortis d'écartes les plus serrés depuis plus de 18 mois. La rencontre du 13 décembre du Federal Open Market Committee (FOMC) — le comité fédéral américain du marché ouvert — a conforté l'hypothèse en cours sur le marché quant à un futur pivot de la Réserve fédérale, provoquant ainsi une hausse soudaine d'à peu près toutes les catégories d'actifs liquides. Selon Bloomberg, cette rencontre du FOMC a été la plus fructueuse pour tous les titres depuis près de 15 ans, ce qui nous reporte au plus creux de la crise financière mondiale (CFM) du début de 2009, époque à laquelle le goût du risque et les valeurs étaient radicalement différents de ceux qui ont prévalu en décembre 2023. L'indice ICE BofA des titres américains BB à rendement élevé a fini l'année avec un écart de rémunération corrigé des effets de la clause de remboursement anticipé (OAS) de 205 pb, ce qui est inférieur au niveau le plus bas atteint lors de la reprise du marché en 2021 et se trouve à 20 pb des écarts les plus faibles des 16 dernières années. Comme les écarts des titres BB ont perdu 35 pb au cours du mois, nous croyons que les futurs resserrements obéiront sans doute à un processus lent et difficile.

Mise à jour sur le marché et le portefeuille

C'était certes inconfortable de rester sur la défensive ce mois-ci, mais nous croyons que notre patience sera récompensée au cours des mois à venir. Quand les valeurs en matière de crédit deviennent élastiques, le resserrement des primes de risque s'opère souvent lentement et par à-coups. Nous essayons de nous positionner de manière à nous protéger d'une baisse soudaine des actifs de risque, tout en maintenant suffisamment de portage positif pour obtenir des rendements positifs si le marché poursuivait son ascension. Ce ne fut pas le cas en décembre alors que l'ampleur du mouvement dans les actifs de risque a concordé avec des valeurs considérées nettement inférieures à ce qu'elles étaient.

Les écarts des titres BB constituent un bon indicateur en ce qui a trait à la base de placements du Fonds qui est généralement formée d'émissions cotées de B à BBB. Quand les écarts des titres BB atteignent les 240 pb comme ils l'ont fait à la fin novembre, ils mettent souvent six mois ou plus à redescendre à 210 pb. Dans certains cas, ils vont même jusqu'à s'élargir de nouveau jusqu'à 280 pb ou plus, comme ils l'ont fait en 2017 et 2019 dans le cadre d'un processus de consolidation. Le temps qu'ont mis les titres BB à se rendre à 240 pb pour la première fois en plus de 18 mois pour ensuite s'abaisser à 210 pb est sans précédent au cours de la période ayant suivi la CFM.

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 écarts BB atteignent 240 pb	Les écarts BB atteignent 210 pb	Jours	Moyenne
1 ^{er} mars 2017	28 septembre 2017	211	} 220
27 février 2019	10 décembre 2019	286	
5 avril 2021	15 septembre 2021	163	
29 novembre 2023	14 décembre 2023	15	

Source : Bloomberg/ICE BofA

Indice ICE BofA US High Yield — OAS gouvernemental en pb



Source : Bloomberg/ICE BofA

Les marchés du crédit ont fini l'année sur des valeurs historiquement coûteuses. Selon la Bank of America, les écarts quant aux rendements élevés ont terminé l'année majoritairement dans le décile inférieur. Les données des autres marchés vont dans le même sens. L'indice qui mesure la peur et la cupidité — le Fear and Greed Index — a commencé l'année 2023 sur la prépondérance de la peur pour la finir sur une cupidité extrême.

Un marché coûteux peut continuer de se resserrer pendant un certain temps en l'absence de choc négatif, mais lorsque les écarts touchent le fond, les prix peuvent remonter très rapidement. Quand le marché est en hausse, les gens sont rassurés et ils augmentent leur exposition au marché. Mais un jour, il se passe quelque chose qui crée une aversion au risque. Quand leur valeur repose sur peu de choses, les actifs peuvent être réévalués à la baisse, car les marchés sont corrélés avec le prix et le sentiment, qui eux s'alimentent l'un l'autre, intensifiant les liquidations. Lorsque les écarts quant aux rendements élevés parviennent à l'échelon inférieur des 300 pb, ils remontent dans les quatre derniers cas à 500 pb

en 100 jours calendaires en moyenne, soit la moitié du temps que mettent normalement les titres BB à passer de 240 pb à 210 pb.

Indice ICE BofA des titres à rendement élevé américains

Date du creux	Écart	Date de l'atteinte des 500 pb	Jours pour atteindre les 500 pb	Écart sommet (6 m)	Élargissement sommet de l'écart (pb)
23 juin 2014	335	15 octobre 2014	114	571	236
3 octobre 2018	316	20 décembre 2018	78	544	228
20 janvier 2020	338	28 février 2020	39	1 087	749
28 décembre 2021	301	16 juin 2022	170	587	286
Moyenne	323		100	697	375

Creux à la fin de l'année	Écart
28 décembre 2023	332

Source : Bloomberg/ICE BofA

Les titres à rendement élevé ne se sont pas négociés à des écarts dans les 300 pb depuis 2007, ce qui s'est avéré un moment très opportun pour se positionner défensivement. Bien sûr, le passé n'est pas garant de l'avenir. Le marché est resté généralement coûteux pendant une année entière avant l'effondrement des écarts en octobre de 2018. Même si les écarts de la fin décembre n'ont pas encore atteint le fond à court terme, nous prévoyons qu'il y aura de meilleures occasions de mettre le capital à profit en 2024. Il est très inhabituel que le marché monte chaque semaine et soit peu volatil comme c'est le cas depuis deux mois, d'autant que les écarts en matière de crédit n'étaient que très moyens au début de cette remontée effrénée.

La performance de décembre a été encouragée, entre autres, par l'afflux imposant d'actifs de risque combiné à la quantité limitée de nouvelles émissions sur le marché du crédit. Nous nous attendons à ce que ce nombre grimpe nettement en janvier, car l'affaïssement notable des taux de rendement globaux poussera les directeurs financiers à échelonner les échéances à la suite de deux années d'émissions sous la moyenne. Nous prévoyons que plusieurs des émissions à cinq ans de 2020 seront refinancées d'ici six mois.

Même si nous privilégions généralement un positionnement défensif, force est de constater que certaines sphères du marché recèlent de la valeur et de bonnes occasions. Nous conservons nos deux émissions hypothécaires commerciales adossées aux actifs de Fairmont Austin et de Hilton Hawaiian Village. Les deux offrent des rendements d'environ 8 % à 9 % en vertu d'échéances en 2024 et 2026.

Nous continuons d'aimer nos prêts à terme de grande qualité qui se négocient à des écarts (par rapport à leurs équivalents obligataires) encore plus importants qu'il y a un mois. À notre avis, le fait que le marché établisse ses prix en misant sur six réductions de taux de la part de la Réserve fédérale en 2024 est exagéré. Le marché s'est régulièrement trompé depuis le début de l'actuel cycle de hausses. Il y a un an, le marché prévoyait que le taux directeur de la Fed serait de 75 pb inférieur à ce qu'il a été à la fin de 2023. Nous continuons d'affectionner les prêts à taux variables. Finalement, la remontée extraordinaire de novembre et décembre a avantagé de manière disproportionnée certains émetteurs en raison de règles imposées par des participants qui opèrent selon des processus systématiques dépourvus de toutes analyses fondamentales. Cela a créé un fort décalage entre les émetteurs au sein de certains secteurs. Nous croyons qu'il existe un lien de valeur relative au sein de secteurs comme celui des



entreprises américaines à haut rendement de câble et les FPI hôtelières où les transactions par paires sont aussi intéressantes qu'à tout moment de l'an dernier.

Paramètres du portefeuille :

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois de décembre armé d'une pondération longue (excluant les liquidités) de 160,0 %. Dans celle-ci, 78,1 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 81,9 % de notre stratégie axée sur la valeur relative et 0,0 % de notre stratégie visant l'investissement événementiel. Le Fonds renfermait en outre une pondération courte de -65,3 %, dont -11,1 % dans les obligations du gouvernement, -38,6 % dans les titres de créance d'entreprises et -15,6 % dans les actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration ou OAD) se chiffrait à 0,63 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 2026 ou antérieure, l'OAD du Fonds a baissé à 0,23 an.

Le taux de rendement actuel du Fonds est de 3,2 % et le taux de rendement à l'échéance de 6,6 %.

Justin Jacobsen, CFA
9 janvier 2023