

Commentaire du gestionnaire Justin Jacobsen, CFA

Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a terminé le mois de janvier avec un rendement de 1,4 %¹.

Les marchés ont inauguré 2024 avec un peu moins d'entrain qu'à la fin de 2023, mais les actifs à risque ont ensuite repris leur ascension pendant le plus clair du mois. L'indice américain à rendement élevé ICE BofA a dégagé un rendement de 0,02 %, et l'écart de rémunération corrigé des effets de la clause de remboursement anticipé (OAS) s'est élargi de 20 points de base pour finir le mois à 359 points de base. À l'inverse, les écarts des titres de qualité investissement de l'indice ICE BofA US Corporate se sont resserrés ce mois-ci jusqu'à descendre sous les 100 points de base pour la première fois depuis le début de 2022.

Mise à jour sur le marché et le portefeuille

Tandis que le marché des titres à rendement élevé a pour ainsi dire fait du surplace ce mois-ci, on a observé une importante dispersion des rendements au sein du marché. La remontée marquée de la fin 2023 a eu lieu alors que les investisseurs se sont relativement peu engagés au cours des deux dernières semaines de l'année. De ce fait, les fonds négociés en bourse et les petits échanges ont gagné une influence démesurée qui a stimulé les résultats de fin d'année et causé de la dislocation. Cela signifie que les obligations relativement illiquides et moins suivies ont significativement surperformé sur l'ensemble du marché en janvier. Le Fonds en a tiré profit, car nous avons vendu un bon nombre d'émissions à rendement élevé plus liquides au cours des deux mois précédents.

Un des événements marquants de janvier a été la réouverture du marché primaire du crédit liquide nord-américain à la suite d'une émission limitée à la fin de 2023. Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a investi dans de nouvelles émissions triées sur le volet sur les marchés des titres tant de qualité investissement qu'à rendement élevé. Ces nouvelles émissions étant pour la plupart attrayantes, nous avons privilégié les obligations à revenu élevé dégageant des rendements totaux de 7 % ou plus, de même que les obligations de qualité investissement assorties d'écarts supérieurs à 200 points de base. Malheureusement, l'environnement robuste des marchés du capital s'est aussi étendu aux prêts où quelques-unes de nos positions ont été réévaluées en fonction d'écarts plus étroits, ce qui a significativement érodé leur valeur et nous a incités à réduire nettement notre exposition aux émissions dont les prix avaient été révisés.

La dispersion va sans doute être un thème dominant sur les marchés en 2024. Bien qu'en décembre certaines sphères du marché aient tenté de retourner aux niveaux de 2021, l'avenir de l'immobilier commercial et de certaines entreprises en télécommunications s'annonce difficile. Parce qu'un grand optimisme a présidé aux évaluations, les annonces quant aux gains risquent de déclencher des réactions démesurées. C'est ce que nous avons observé à la fin de janvier et au début de février quand New York Community Bancorp Inc. (NYSE : NYCB) a fait part de la moins-value significative de son carnet de prêt lié aux immeubles de bureaux, et quand Charter Communications Inc. (NASDAQ : CHTR) a

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/>

rapporté une perte nette des abonnements à haut débit. La réaction du marché a été impitoyable : du jour au lendemain, le cours de Charter a perdu 16,5 % et celui de NYCB 38 %. Dans les deux cas, le Fonds détenait de bonnes positions, c'est-à-dire deux petites positions courtes dans les REIT (ou FPI) en immeubles de bureaux et une importante position longue dans des obligations à rendement élevé de Charter que nous possédons depuis l'an dernier. Nous avons pris note que l'ancien PDG de Charter, Tom Rutledge, a vendu l'entièreté de ses parts en novembre, ce qui lui a rapporté environ 100 millions \$ avant impôt, deux semaines à peine avant d'être exempté de déclarer la vente puisqu'il quittait son poste de PDG de l'entreprise. Le 2 février, le titre de CHTR avait perdu plus de 20 % depuis son départ.

Le Fonds a acquis plusieurs participations de courte durée dans des obligations qui devraient selon nous être rappelées en lien avec des fusions. Nous avons acquis des obligations de premier rang (7,5 %, 2025) émises par CSI Compressco LP (NASDAQ : CCLP). Nous prévoyons qu'elles seront converties en liquidités d'ici six mois et dégageront un rendement d'environ 7 %, car nous les avons achetées légèrement sous le pair. De plus, nous avons pris une position dans l'obligation de CrownRock LP (5,65 %, 2025) qui devrait être rachetée une fois que l'acquisition de l'entreprise par Occidental Petroleum Corp (NYSE : OXY) se réalisera d'ici quelques mois. Nous nous attendons à tirer de cette position un taux de rentabilité interne de 7 %. Dans un cas comme dans l'autre, nous croyons que le risque est faible étant donné la qualité de l'actif et l'échéance rapprochée de l'instrument, sans compter que nous retirons une prime en espèces intéressante en attendant qu'une meilleure occasion se présente. Nous avons aussi ajouté des prêts endossés par Hilton Worldwide Holdings Inc. (NYSE : HLT) au SOFR (taux d'intérêt au jour le jour garanti) + 210 points de base (rendement actuel d'environ 7,4 %) et TransDigm Group Inc. (NYSE : TDG) au SOFR + 325 points de base (rendement actuel de 8,5 %).

Le résultat de la rencontre de janvier du FOMC était en phase avec nos prévisions. À notre avis, le marché s'est montré trop enthousiaste quant à une réduction de taux en mars, ce qui explique notre décision d'acheter des prêts à terme au cours des deux derniers mois. En décembre, le changement qu'a apporté la Fed à la médiane de son diagramme à points pour la fin de 2024 impliquait trois baisses, soit plus que les deux implicites en septembre. Cependant, si l'on compare les deux communications, cette nouvelle moyenne quant aux attentes en matière de la politique de la Fed ne représente qu'une baisse d'environ 10 points de base par rapport à la première. Le marché fonctionne en misant sur un assouplissement de la politique et, au cours des dernières semaines, les évaluations ont pris en compte jusqu'à six réductions. Comme les conditions financières sont relativement faciles, les marchés du travail solides et les actions à grandes capitalisations plus élevées que jamais, nous voyons mal pourquoi la Fed se hâterait d'adopter une politique plus accommodante. Notre scénario de base continue de se fonder sur la propre déclaration de la Fed portant sur trois diminutions en 2024, qui vont sans doute avoir lieu en juin, en septembre et en décembre.

Même si les écarts sur crédit sont historiquement serrés, le marché recèle encore des occasions dans lesquelles, à notre avis, les situations individuelles sont mal évaluées. Dans certains cas, des obligations convertibles et des CMBS offrent de meilleures primes de risque que les obligations à rendement élevées endossées par la même société mère de l'émetteur. Nous pensons continuer à nous intéresser au cours des semaines aux occasions de courte durée et aux nouvelles émissions. Au bout de trois mois de reculs relativement limités, il pourrait rester peu de jeu pour les transactions techniques. Selon certaines données, les ventes d'actions par des initiés n'ont jamais été aussi nombreuses depuis la fin de 2021, et l'histoire montre que les initiés ont le don de savoir quand vendre. Nous espérons que la volatilité aura pour effet de multiplier les occasions qui s'offriront à nous au cours des mois à venir.



Paramètres du portefeuille :

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois de décembre armé d'une pondération longue (excluant les liquidités) de 166,4 %. Dans celle-ci, 80,8 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 85,6 % 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 -67,5 %, dont -10,9 % dans les obligations du gouvernement, -41,2 % dans les titres de créance et -15,4 % dans les actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration ou OAD) se chiffrait à 0,52 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 0,09 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 3,7 % et le taux de rendement à l'échéance de 6,8 %.

Justin Jacobsen, CFA
12 février 2024

