

Commentaire du gestionnaire

Justin Jacobsen, CFA

Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a terminé le mois d'avril avec un rendement de 1,6 % pour établir son cumul annuel à 4,1 %¹.

Avril a été plus volatil, car les données économiques n'ont cessé de contrarier les attentes du marché quant aux réductions de taux de la part de la Réserve fédérale américaine en 2024, coupes qui sont passées à une seule alors qu'on en espérait six au début de l'année. Pendant la vente au rabais des actifs à risque du début du mois, le désir d'acheter à la baisse a été exacerbé par le fait que les écarts sur les titres à rendement élevé sont restés presque tels quels ce mois-ci avec un écart de rémunération corrigé des effets de la clause de remboursement anticipé (OAS) gouvernemental à 318 pb sur l'indice américain à rendement élevé ICE/BofA. Pour la première fois depuis octobre, le marché a affiché un résultat négatif, de -0,1 %, dû entièrement au taux de rendement plus élevé des obligations gouvernementales.

Mise à jour sur le marché et le portefeuille

Le Fonds s'est enrichi de quelques positions à rendement élevé de grande qualité en avril profitant du fait que la volatilité des taux d'intérêt touchait certaines émissions plus que d'autres et engendrait de belles occasions. À la suite du rebond du marché, nous avons augmenté nos liquidités à la fin du mois. Les primes de risque sont restées minces surtout pour les obligations BB. Tout aussi récemment que le 29 avril, l'indice américain à rendement élevé BB ICE BofA a clôturé avec un OAS gouvernemental de 184 pb, un plancher jamais atteint en presque 16 ans, soit de 2008 à 2023, et à peine 3 pb au-dessus du creux de mars 2024. On peut y voir une forte tendance à prendre des risques dans un segment du marché perçu jusqu'ici pour être sûr.

Indice américain à rendement élevé ICE BofA — OAS gouvernemental en pb



Source : Bloomberg/ICE BofA

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/>

Au cours des six derniers mois, le Fonds a réussi à ajouter des prêts à des écarts nettement plus larges que ceux offerts par des émissions obligataires équivalentes. À notre avis, les prêts étaient attrayants en partie parce que le marché tenait pour acquise l'imminence des réductions de taux et penchait donc pour les titres avec des coupons et des durées fixes plutôt que pour les actifs à taux variables comme les prêts. Le ton a changé, et les participants au marché se sont résignés au maintien des taux donnant lieu à une compression marquée des écarts des prêts syndiqués de façon générale.

Au cours des derniers mois, nous avons cumulé une position dans l'obligation de Cedar Fair, LP (5,5 %, 2025). Celle-ci aurait dû, selon nous, être refinancée par un prêt, ce qui l'aurait rendue fort attrayante comparativement aux autres occasions sur le marché obligataire. Nous nous sommes trompés. Le nouveau prêt à terme de Cedar Fair affichait un prix dont l'écart était de 200 pb au taux de financement à un jour garanti, ce qui était à peu de chose près celui de l'obligation garantie offerte par Six Flags Entertainment Corp. en avril. Cedar Fair et Six Flags devraient réaliser leur fusion au cours des prochains mois, ce qui signifie que les deux émissions présentent en réalité le même risque de crédit sous-jacent. À écart et prix au pair égaux, nous choisirions une obligation à rendement élevé plutôt qu'un prêt, à moins de prévoir la hausse imminente du taux directeur, parce qu'on peut normalement rembourser un prêt au bout de six mois à un prix égal au pair, un avantage en cas d'augmentation éventuelle. La chute des rendements obligataires des titres gouvernementaux coïncide souvent avec l'élargissement des écarts de crédit, ce qui est le pire des deux mondes. En revanche, les obligations de société tirent profit de l'affaiblissement des rendements sous-jacents pour contrebalancer partiellement l'élargissement des écarts de crédit.

Nous croyons que le marché ne s'intéresse pas au risque autant qu'il le devrait. À titre d'exemple, parlons de l'obligation émise par Ingles Markets Inc., entreprise qui exploite des magasins d'alimentation sur le marché extrêmement concurrentiel du sud-est des États-Unis. Elle a été significativement sous pression dernièrement. Selon son plus récent rapport portant sur le trimestre ayant pris fin en décembre 2023, les revenus d'exploitation ont chuté de 38 % d'une année sur l'autre à cause du recul des ventes et des marges brutes de même que de l'augmentation des dépenses administratives². Les parts de catégorie A de la société ont terminé le mois d'avril sur un creux en 52 semaines. Malgré des vents contraires sur le plan fondamental et les rendements boursiers, les obligations de l'entreprise se sont négociées à leur écart le plus étroit de l'année, ce qui donne à penser que leurs détenteurs ne sont pas conscients du danger qui les guette.

Écart des obligations non garanties d'Ingles Markets Inc. (4 %, 2031), en pb



Source : Bloomberg

² Source : Dépôt des documents d'Ingles Markets Inc., rapport trimestriel 10-Q.



Ingles Markets Inc. - Catégorie A

Source : Bloomberg

Nous avons mis fin à notre position courte dans les obligations non garanties de Charter Communication en avril. Même si nous croyons que l'avenir de l'industrie de la câblodistribution américaine s'annonce encore plus difficile, la réévaluation du prix des obligations s'est effectuée en fonction de taux de rendement comparables à ceux du creux de marché d'octobre dernier. Étant donné que l'entreprise veut obtenir une cote de catégorie investissement pour la part garantie de sa structure de capital, elle devra selon nous réduire son endettement afin d'atténuer sa faiblesse concurrentielle.

Le Fonds a retiré sa participation dans la structure de capital de CSC Holdings LLC, filiale d'Altice USA. Bien que notre position ait été pour l'essentiel neutre par rapport au marché et destinée à tirer profit de la détérioration des données fondamentales de l'entreprise, nous avons jugé prudent de nous en départir après avoir entendu parler de la possible formation d'un groupe de détenteurs d'obligations. Depuis quelque temps, il arrive que des détenteurs d'obligations à remboursement non proportionnel de société en difficulté se regroupent pour améliorer leur rang dans la structure du capital, au détriment des détenteurs qui ne faisaient pas partie du groupe. Même si nous estimons qu'une transaction visant à voler la priorité sur les titres soit peu probable, nous avons jugé préférable de ne pas courir le risque.

Nous continuons de privilégier une posture défensive et croyons que les écarts vont probablement s'élargir de beaucoup en 2024. En attendant des circonstances plus favorables, nous continuons d'augmenter notre valeur en négociant et en découvrant des titres au portage intéressant.

Paramètres du portefeuille :

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois d'avril armé d'une pondération longue (excluant les liquidités) de 147,9 %. Dans celle-ci, 64,4 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 79,7 % de notre stratégie axée sur la valeur relative et 3,8 % de notre stratégie visant l'investissement événementiel. Le Fonds renfermait en outre une pondération courte de -48,0 %, dont -5,5 % dans les obligations du gouvernement, -28,4 % dans les titres de créance d'entreprises et -14,1 % dans les actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (OAD) se chiffrait à 1,34 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 1,10 an.

Le taux de rendement actuel du Fonds est de 4,5 % et le taux de rendement à l'échéance de 6,5 %.

Justin Jacobsen, CFA

2 mai 2024



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/>