

Commentaire du gestionnaire

Justin Jacobsen, CFA

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif à rendement absolu Pender a affiché un rendement de -0,4 %¹ en mai pour établir son cumul annuel à 0,7 %.

En mai, l'euphorie s'est maintenue sur le marché en mai, les dépenses apparemment sans limite en IA faisant le bonheur des investisseurs. Les titres à revenu fixe ont continué de tirer de l'arrière parce que la montée de l'inflation états-unienne et les perturbations sur les marchés de l'énergie ont soufflé des vents contraires sur les obligations gouvernementales à l'échelle mondiale. Les titres à rendement élevé ont bénéficié d'une pause dans les émissions liées aux centres de données qui avait pesé sur les marchés à la fin d'avril.

Pour sa part, l'indice de référence du Fonds, soit l'indice HFRI Credit (couvert en CAD), a terminé mai à 0,9 %, établissant son cumul annuel à 3,0 %.

Mise à jour sur le marché et le portefeuille

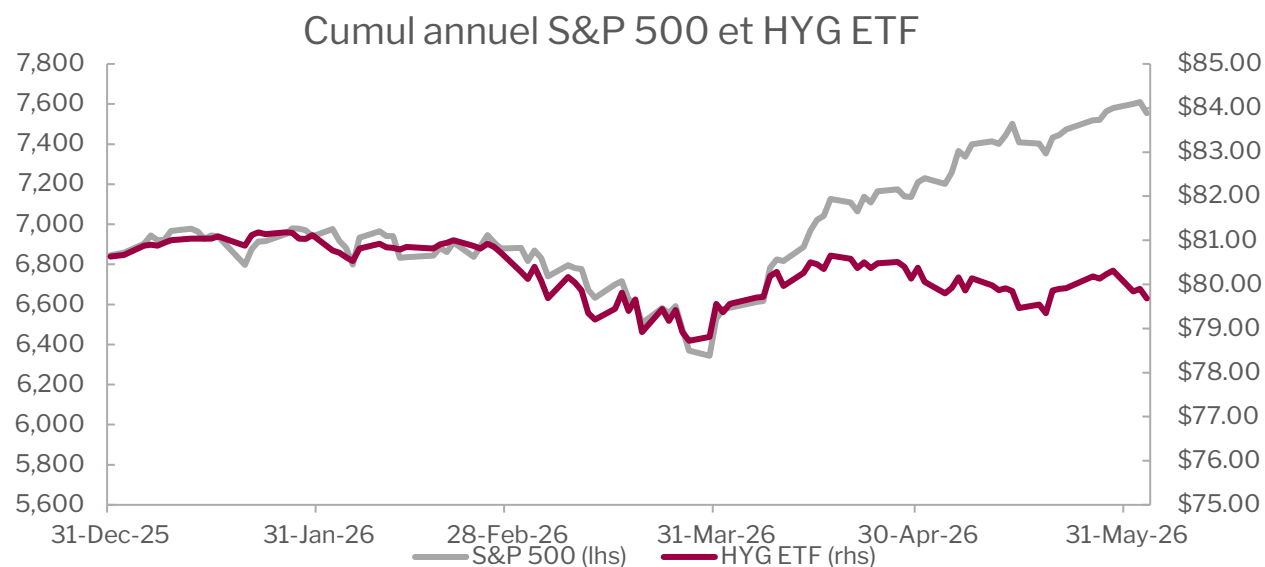
La pause marquée par les émissions liées aux centres de données a permis à nos positions de croître dans la deuxième moitié de mai, ce qui nous a donné la possibilité de réduire substantiellement notre exposition au secteur. Nous nous attendons à ce qu'il y ait d'autres vagues d'émissions et de meilleurs points d'entrée dans le courant de l'année. Le secteur du logiciel a rebondi en mai, car les résultats de certains émetteurs ont été meilleurs que prévu. Nous avons profité de cette hausse pour réduire notre exposition à ce secteur. Nous prévoyons en effet que le reste de l'année verra l'humeur ambiante et les valorisations fluctuer et qu'à la fin de mai et au début de juin, les écarts descendront autour de la limite inférieure de la fourchette des négociations.

Il semble que le marché soit resté optimiste quant à la reprise rapide de la circulation des produits énergétiques au Moyen-Orient. Pour notre part, nous y avons vu l'occasion de distribuer le capital vers des émetteurs de titres énergétiques à rendement élevé au moyen de nos stratégies axées sur le revenu et la valeur relative. Le Fonds a acheté, sous le pair, l'obligation états-unienne à 5 ans récemment émise par Kraken Oil and Gas Partners LLC (privée) avec un rendement de 7,125 %. Étant donné le faible endettement de 1,2 x, le BAIIA et une exposition lucrative au secteur des matériaux, nous croyons que la valeur de l'obligation est avantageuse si on la compare à celles en cours sur l'ensemble du marché, quoiqu'il arrive au Moyen-Orient.

Les opérateurs de centre de données à très grande échelle ont continué de solliciter les marchés du crédit en mai. Au début du mois, Alphabet Inc. (GOOG) a émis la plus grande obligation jamais offerte par une société en dollars canadiens — 8,5 milliards \$ CAN — qui a toutefois été surpassée par celle de 14 milliards \$ CAN émise par Amazon.com Inc. en juin. Jugeant que l'émission d'Alphabet était intéressante, nous avons pris une participation dans l'obligation à 30 ans en contrepartie d'une couverture sur la durée, et l'avons revendue après l'augmentation de l'écart. Nous n'avons pas investi dans l'émission d'Amazon en l'absence de concessions quant au prix. Le marché mondial de titres à revenu fixe étant saturé d'émissions liées à l'IA, il semble que le marché des actions ait pris le relais en juin. Il s'agit là d'un insigne changement de régime. Le marché étant soutenu par de vastes programmes

¹ Tous les rendements signalés sont ceux des parts de catégorie F du Fonds, à moins d'indication contraire. 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 sont présentées ici : <https://pendersfund.com/fr/fund/pender-alternative-absolute-return-fund/>

de rachat depuis de nombreuses années, cela pourrait éventuellement être un catalyseur susceptible de faire disparaître la récente divergence entre le marché du crédit et celui des actions.



Il y a presque deux mois que le marché à rendement élevé et celui des actions divergent, et le passé nous a appris que, la plupart du temps, c'est le crédit qui est le grand indicateur. Le sachant, et considérant que les écarts sont minces comme ils l'ont rarement été antérieurement, nous maintenons notre posture défensive. Au début de juin, certains signes indiquent, selon nous, que la hausse exaltante du prix des actifs des deux derniers mois pourrait perdre de sa vigueur.

Perspectives de marché — Les actions prennent la relève

La première vague de dépenses en capital pour l'IA consenties par les opérateurs de centre de données à très grande échelle venait de liquidités et de leurs prodigieux flux de trésorerie. Une fois ces sources taries, ils se sont tournés vers les marchés du crédit sur lesquels les émissions se sont considérablement multipliées l'automne dernier. Les émissions en lien avec l'IA et les centres de données ont envahi les marchés du crédit cette année, mais le besoin en financement s'est encore exacerbé. Ce besoin a poussé Alphabet Inc. à annoncer, début juin, une levée de fonds par émission d'actions de 86 milliards \$, dont 40 milliards \$ par l'intermédiaire d'un programme de participation au capital ATM qui ne verra le jour qu'au troisième trimestre. Cette initiative d'Alphabet, qui a tiré profit de l'entrée en bourse de SpaceX tout comme ses concurrents en IA, Anthropic et OpenAI, prouve que les actions sont désormais au cœur de la course aux capitaux dans ce secteur.

Il se pourrait que 2026 soit la première année d'offre nette positive en actions états-unien (émissions moins rachats) en 23 ans², ce qui constitue un changement de régime majeur. Cela ne comprend pas la levée de la période d'inaccessibilité qui se produit généralement six mois après l'entrée en bourse. Si l'on prend pour exemple CoreWeave, on pourrait voir à la prochaine vague de PAPE un grand nombre de ventes d'initiés à la fin de la période d'inaccessibilité, ce qui a aussi été le cas lors de la folie internet de la fin des années 1990.

Mark Twain a dit que l'histoire ne se répète pas, mais elle rime. À la fin de 2024, nous avons écouté un balado exceptionnel, *In Good Company*, dans lequel Stan Druckenmiller s'entretenait avec

² *Financial Times*, Juin 2026

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://penderfund.com/fr/fund/pender-alternative-absolute-return-fund>

Ce commentaire comporte un Avis de non-responsabilité, que vous pouvez consulter ici :

<https://www.penderfund.com/fr/disclaimer/>

© Copyright Gestion de capital PenderFund Ltée. Tous droits réservés, juin 2026.

Nicolai Tangen, PDG de Norges Bank Investment Management, le fonds d'investissement souverain de la Norvège. Pendant leur conversation, Stan a rappelé comment il avait négocié la fin de la bulle internet ; il a parlé des jeunes courtiers qui gagnaient de 4 % à 5 % par jour sur les actions internet. Le prix de l'action m'avait semblé exorbitant quand je l'avais entendu pour la première fois en 2024, mais il me paraît maintenant banal en ce printemps 2026 alors que l'indice des semiconducteurs états-unien monte fréquemment de 5 % par jour. Rappelons que ce ne sont pas des fluctuations de prix normales pour un marché qui devrait logiquement actualiser les flux de trésorerie à long terme d'une entreprise.

De nos jours, les marchés du crédit font écho aux longues périodes de calme qui ont précédé les pics des cycles antérieurs. Au train où vont les choses, nous verrons en 2026 l'écart moyen le plus bas sur le marché des rendements élevés depuis 1997. Plus ces périodes durent longtemps, plus important est l'ajustement requis lorsque le goût du risque change, ce qui donne souvent lieu à des prévisions exagérées et des occasions intéressantes. Bien qu'il soit impossible de prédire l'évolution de ce marché, il nous apparaît clairement que le comportement des investisseurs arrive à son apogée.

ICE BofA US High Yield Index

Year	Average Govt OAS	Average Yield to Worst
1997	276	9.00%
2026 YTD*	291	6.91%
2025	304	7.17%
2024	315	7.62%
2006	326	8.16%
2021	332	4.15%
2005	354	7.74%
2007	361	8.21%

*Source: ICE BofA US High Yield Index Spread, as of May 31, 2026

Paramètres du portefeuille

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois de mai armé d'une pondération longue de 135,6 % (excluant la trésorerie et les bons du Trésor). Dans celle-ci, 36,9 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 97,5 % de notre stratégie axée sur la valeur relative et 1,2 % de notre stratégie visant l'investissement événementiel. Le Fonds renfermait en outre une pondération courte de -70,3 %, dont -3,7 % dans les obligations du gouvernement, -43,8 % dans les titres de créance d'entreprises et -22,8 % dans les actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration ou OAD) se chiffrait à 1,29 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 2028 ou antérieure, l'OAD du Fonds a baissé à 0,92 an.

Le taux de rendement actuel du Fonds est de 6,36 % et le taux de rendement à l'échéance de 6,57 %.

Justin Jacobsen, CFA

17 juin, 2026

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://penderfund.com/fr/fund/pender-alternative-absolute-return-fund>

Ce commentaire comporte un Avis de non-responsabilité, que vous pouvez consulter ici :

<https://www.penderfund.com/fr/disclaimer/>

© Copyright Gestion de capital PenderFund Ltée. Tous droits réservés, juin 2026.