Fonds alternatif à rendement absolu Pender

Commentaire du gestionnaire — **septembre 2026**

Justin Jacobsen, CFA

FONDS PENDER

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif à rendement absolu Pender a affiché un gain de 0,3 %[1] en septembre pour établir son cumul annuel à 1,8 %.

Les taux d'intérêt ayant atteint un sommet historique, le marché américain des titres à rendement élevé a connu son pire mois en quatre ans. Les rendements du marché ont découlé à la fois de la nette hausse du taux du Trésor et de l'élargissement des écarts.

L'indice de référence du Fonds, l'indice HFRI Credit (couvert en CAD), a fait marche arrière de -1,1 % en septembre, portant son cumul annuel à 2,4 %.

La divergence entre le marché boursier et celui du crédit n'a pas été aussi importante depuis de nombreuses années. Le Nasdaq a atteint un nouveau sommet historique en septembre parallèlement à la hausse marquée des primes de risque pour les obligations touchant aux centres de données adossées à des baux à longue échéance conclus avec certaines des entreprises parmi les plus importantes et les plus solides du Nasdaq. Le cycle de dépenses en capital dans l'IA a gonflé les résultats et est devenu fortement dépendant du marché du crédit en raison du niveau d'investissement actuel. À notre avis, le marché ne pourra pas ignorer encore longtemps le coût grandissant du capital.

Pires mois pour le marché des titres à rendement élevé sur 10 ans

Rendement total (USD)	Indice ICE/BofA US HY	Indice S&P 500
Mars 2020	-11,6 %	-12,4 %
Juin 2022	-6,8 %	-8,3 %
Septembre 2022	-4,0 %	-9,2 %
Janvier 2022	-2,7 %	-5,2 %
Septembre 2026	**-2,5 %**	**-0,3 %**
Août 2022	-2,4 %	-4,1 %
Décembre 2018	-2,2 %	-9,0 %

Source : Bloomberg

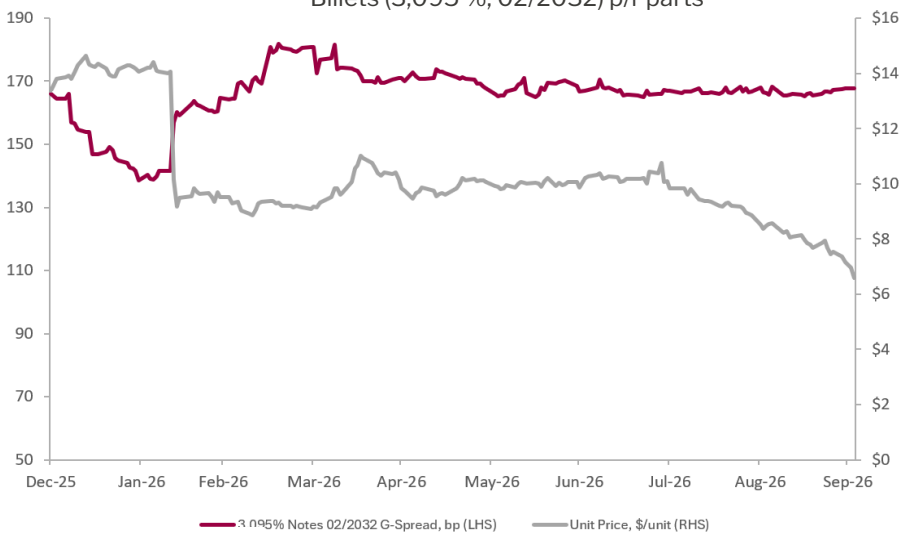
Nous estimons que notre exposition aux centres de données constitue l'une des meilleures valeurs sur le marché du crédit actuel. Les rendements s'échelonnent de 7,5 % à 10 % pour des obligations de projet assortis de baux à long terme avec Nvidia, Google, Meta, Microsoft et Amazon. Presque tous nos avoirs arriveront à échéance dans un délai de cinq ans. D'ici là, ils sont assortis d'options de rachat et de paiements d'amortissement au pair, ce qui raccourcit encore davantage leur durée effective. La construction future de centres de données se heurte à de l'opposition, même dans des juridictions habituellement ouvertes aux entreprises. Les projets dans lesquels nous avons investi sont très avancés, et la valeur d'un projet approuvé et en construction pourrait monter si la demande en capacité de calcul continue d'excéder la demande.

Le Fonds n'a pas d'exposition à Oracle ni à Coreweave, que nous considérons comme les producteurs « pivots » en cette matière pour ce cycle. Selon nous, une flambée de dépenses peut se solder par une capacité excessive et des actifs laissés à l'abandon. Notre approche consiste à privilégier les centres de données dont les locataires sont des entreprises importantes, avec ou sans IA.

Septembre a été marqué par les deux plus grandes émissions d'obligations à rendement élevé jamais mises sur le marché. La première a été l'émission de 11 milliards $ de Softbank, destinée à financer l'achat d'actions d'OpenAI auquel elle s'est antérieurement engagée. La seconde a été le financement de l'acquisition par Skydance de Warner Brothers Discovery, lequel comprenait environ 14 milliards $ d'obligations à rendement élevé, d'obligations de catégorie investissement et de prêts à effet de levier. Nous avons pris une participation dans l'émission de Softbank avant de la vendre avec un léger profit en octobre. Nous n'avons pas investi dans l'émission de Paramount Skydance parce que nous croyons que sa cible sur le plan de la synergie est beaucoup trop optimiste.

Nous constatons que les obligations à rendement élevé des États-Unis offrent de plus en plus d'occasions, parce que plusieurs secteurs souffrent d'une baisse d'appétit pour le risque tandis que d'autres demeurent étonnamment résilients. Le marché canadien des obligations de catégorie investissement n'a pas connu, tant s'en faut, le même degré de réévaluation que les segments plus risqués à rendement élevé des États-Unis, même pour les émetteurs confrontés à d'importants obstacles cycliques. Mentionnons à titre d'exemple Allied Properties REIT (TSX : AP.un). Cette entreprise s'est vu octroyer par DBRS la notation la plus basse sur l'échelle de catégorie investissement, et elle n'est pas évaluée par les grandes sociétés de notation des États-Unis. Auparavant, Moody lui avait attribué une cote spéculative, laquelle lui a été retirée à la demande de la FPI, ce qui a permis à ses obligations de migrer vers le marché de la catégorie investissement. L'année n'a pas été clémente pour le prix des parts de la FPI, qui se négocie en baisse de près de 60 % depuis le début de l'année tandis que les écarts de crédit n'ont pour ainsi dire pas bougé. Nous croyons que le crédit d'Allied est beaucoup plus risqué que ne l'estime le marché :

3. FPI Allied Properties
Billets (3,095 %, 02/2032) p/r parts



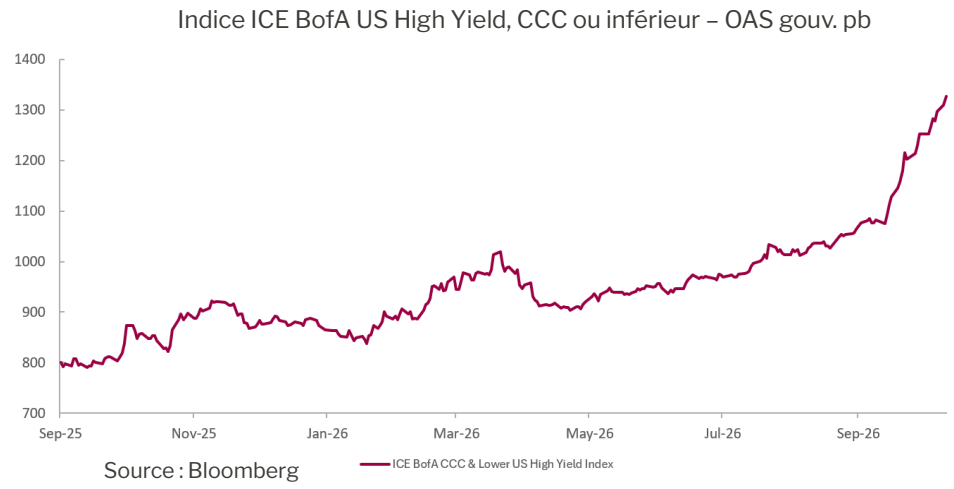
Source : Bloomberg

Depuis deux ans, nous avons remarqué une augmentation du nombre d'émetteurs notés exclusivement par DBRS sur le marché canadien du crédit. Dans pratiquement chaque cas, les agences américaines auraient accordé une notation inférieure aux mêmes créances. Nous pensons que cela traduit le relâchement en matière de souscription qui se produit après une période relativement longue de primes de risque basses. À notre avis, lorsque le cycle du crédit se terminera, les investisseurs ne seront guère disposés à accepter les notations octroyées uniquement par DBRS.

À la suite du rachat en septembre de notre participation dans Secure Energy Services, notre pondération dans le secteur de l'énergie a encore diminué. Nous prévoyons que notre participation dans les obligations d'Athabasca Oil Corp. sera rachetée vers la fin de l'année en raison de son acquisition par Cenovus.

Perspectives de marché

Le décalage entre le crédit et les actions est saisissant. En octobre, les écarts touchant aux titres CCC ont atteint leur point le plus élevé depuis le printemps de 2020.



Source : Bloomberg

Le décalage le plus proche de ce que nous observons aujourd'hui est celui qui s'est produit à la fin du cycle des années 1990. À cette époque, la différence entre les actions et le crédit était encore plus considérable, mais, tout comme aujourd'hui, le marché boursier était affaibli par la domination d'un seul secteur. Les marchés du crédit à effet de levier étaient alors plutôt modestes et peu développés. De nos jours, plusieurs mandats de placement sont dotés d'une souplesse permettant des investissements dans les structures du capital. Si l'on ajoute l'effet des grands FNB indiciels du crédit négociés en bourse, le marché des actions et celui du crédit devraient être plus étroitement liés qu'il y a 30 ans.

Malgré un contexte technique défavorable pour le crédit, nous croyons que le temps joue en faveur des investisseurs en titres à revenu fixe. Le marché américain des titres à rendement élevé offre un rendement dans les 8 % et une durée d'environ trois ans. Il est certes possible que les écarts génériques s'élargissent davantage. Nous croyons, qu'avec des rendements supérieurs de 1 % au niveau actuel, la valeur des titres à rendement élevé pourrait s'avérer très intéressante. Au cours des 10 années suivant l'apogée de la bulle informatique, les marchés à revenu fixe ont nettement mieux fait que les actions, situation qui pourrait se reproduire au cours des prochains trimestres.

Paramètres du portefeuille

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois de septembre armé d'une pondération longue de 143,2 % (excluant la trésorerie et les bons du Trésor). Dans celle-ci, 32,7 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 109,2 % de notre stratégie axée sur la valeur relative et 1,3 % de notre stratégie visant l'investissement événementiel. Le Fonds renfermait en outre une pondération courte de -68,2 %, dont -2,5 % dans les obligations du gouvernement, -42,4 % dans les titres de créance d'entreprises et -23,3 % dans les actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration ou OAD) se chiffrait à 2,63 ans.

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 1,94 an.
Le taux de rendement actuel du Fonds est de 7,38 % et le taux de rendement à l'échéance de 7,72 %.

Justin Jacobsen, CFA
Gestionnaire de portefeuille
28 octobre 2026

[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 sont présentées ici : https://penderfund.com/fr/fund/pender-alternative-absolute-return-fund/

Les données standards sur le rendement des fonds alternatifs liquides de Pender sont présentées ici : https://www.penderfund.com/fr
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, octobre 2026.