

FONDS UNIVERS OBLIGATAIRE

PENDER

## COMMENTAIRE DU GESTIONNAIRE – OCTOBRE-DÉCEMBRE 2022

Le Fonds univers obligataire Pender a dégagé un rendement de 0,8 %<sup>1</sup> au cours des trois mois terminés le 31 décembre 2022, prenant ainsi une avance confortable de 70 points de base sur l'indice de référence. Pour l'année 2022 au grand complet, le Fonds a affiché un résultat de -6,4 %<sup>1</sup>, ce qui se traduit par une surperformance relative de 5,3 % par rapport à son indice de référence. Le rendement positif du Fonds au cours du dernier trimestre de l'année est en partie redevable à sa participation aux titres à rendement élevé, laquelle s'effectue par l'entremise du Fonds d'obligations de sociétés Pender.

De façon générale, 2022 n'aura pas été une bonne année pour les obligations à long terme, comme en témoigne le recul de 30 % du *FNB iShares 20 Plus Year Treasury Bond* (NASDAQ : TLT) pendant cette période. Bien que nous n'ayons pas été complètement immunisés contre ces conditions peu favorables, nos avoirs dans des titres de plus courte durée et de grande qualité nous ont permis de réaliser un rendement de bien supérieur aux indices de référence.

Vers la fin de l'année, bon nombre de nos positions de plus longue durée ont bien tiré leur épingle du jeu : les billets de Fairfax Financial Holdings Ltd. (3,95 %, 2031) ont grimpé de 1,8 %, ceux de BCE Inc. (3 %, 2031) de 1,7 % et ceux de Loblaw Companies Limited (2,284 %, 2030) de 1 % au cours du dernier trimestre. D'ailleurs, en ce qui concerne plus précisément les billets de Fairfax échéant en 2031, nous avons renchéri sur notre position à la fin de 2022. Ce rendement positif s'expliquait par une combinaison de retrait des taux vers la fin de l'année et la compression des écarts. Fairfax a continué de tirer parti d'une solide performance de ses actifs de souscription et d'une solide demande auprès de ses exploitations nord-américaines.

### Sur la voie d'un redressement

Comme nous le savons tous très bien, tout est question d'inflation. À la fin de novembre, Jerome Powell a soumis un rapport d'étape dans lequel il précisait que l'inflation pour les dépenses personnelles de consommation (indice DPC, soit leur instrument de mesure préféré) s'établissait à 6 % en octobre – un résultat qui a surpris à la baisse. Puis, en novembre, le DPC s'inscrivait à 5,5 %. Bien que nous en soyons encore à des années-lumière de la cible convoitée par la Fed et même si deux mois de mouvement dans la bonne direction ne suffisent pas à confirmer une tendance, nous considérons ces résultats comme de bonnes nouvelles.

Autre raison de se réjouir : le déclin anticipé de la composante du logement dans le DPC. En novembre, M. Powell faisait état de l'inflation liée aux services résidentiels et de sa hausse soutenue, située à 7,1 % par rapport à l'année précédente. Il notait que ce taux tend à tirer de l'arrière sur les autres prix, car le taux de rotation des baux est plus lent. Par conséquent, c'est le taux du marché des nouveaux baux qui reflète plus adéquatement la direction prise par l'inflation résidentielle pour l'année à venir. Or, l'inflation sur un an liée aux nouvelles locations a grimpé rapidement pendant la pandémie, mais a fondu de façon tout aussi prononcée depuis le milieu de 2022. Ces informations ne racontent pas la même histoire que l'indice DPC pour le logement, lequel continue de croître en raison de l'effet de décalage mentionné ci-dessus. Selon M. Powell, cette croissance devrait se poursuivre en 2023, mais si l'inflation liée aux nouveaux baux continue de baisser, il

---

<sup>1</sup>Parts de catégorie F du Fonds. D'autres catégories de parts sont offertes. Celles-ci pourraient présenter des frais et des rendements différents.

s'attend à ce que l'inflation des services résidentiels se mette également à descendre au cours de la prochaine année<sup>2</sup>. Considérant que le logement représente une portion substantielle de l'indice DPC, cette diminution est porteuse d'espoir pour l'année qui vient; peut-être mènera-t-elle à un ralentissement des hausses de taux d'intérêt administrées jusqu'à présent?

En portant notre regard sur 2023, nous constatons la présence d'autres indicateurs prometteurs en ce qui a trait aux titres de qualité investissement...

### **Un contexte de placement propice aux obligations de catégorie investissement**

Premièrement, nous remarquons la matérialisation de quelques modifications fondamentales sur le plan des assurances-prêts hypothécaires privées (APHP), laquelle pourrait signaler le recul de l'inflation. Au cours de la dernière décennie, l'indice des APHP de la fabrication dans les pays développés, qui se penche sur le comportement des cadres de société, a emboîté le pas aux taux de rendement des obligations gouvernementales américaines sur 10 ans. Toutefois, plus récemment, celui-ci a basculé considérablement tandis que le taux de rendement sur dix ans n'a que très légèrement reculé, laissant deviner un effondrement plus marqué des taux de rendement à l'avenir<sup>3</sup>.

Deuxièmement, l'humeur sur les marchés n'est certainement pas au beau fixe : un signal à contre-courant s'il en est pour l'avenir. Citons par exemple les flux au sein des fonds de placement, les prix actuels en dollars américains et l'indice de l'humeur des investisseurs envers les bons du Trésor américain, soit le *US Treasuries Sentiment*. Plus précisément, en décembre, les flux au sein des fonds de placement, notamment des fonds communs de placement américains de catégorie investissement et les FNB, affichaient leur cumul annuel le plus bas depuis 2009. Les prix des titres américains de catégorie investissement en dollar américain se négociaient dans la partie inférieure de leur fourchette historique, soit tout juste en deçà de 90 \$, soit un niveau pas très différent du prix des titres à rendement élevé d'environ 86 \$<sup>4</sup>. Finalement, l'indice *US Treasuries Sentiment* a récemment bougé de son niveau extrêmement baissier à l'égard des obligations, signalant potentiellement un changement d'humeur pour les mois à venir<sup>3</sup>.

Troisièmement, on constate actuellement un positionnement déséquilibré de la participation aux contrats à terme sur les bons du Trésor américain. À la fin de décembre, la position à découvert dans les bons du Trésor à cinq ans se situait à près de trois écarts types sous la moyenne, mettant ainsi au jour un sentiment baissier important et par conséquent, un éventuel retour vers la moyenne à l'avenir.

Advenant un recul constant de l'inflation et avec lui, une diminution des hausses de taux de la part de la Fed, les répercussions d'un déclin de seulement 100 points de base des taux de rendement sur les prix obligataires seraient considérables et représenteraient une donnée importante à retenir en 2023. Prenons par exemple une obligation assortie d'une échéance relativement courte de quatre ans, d'un coupon à 5 % et d'un rendement à l'échéance de 5,75 %. Celle-ci obtiendrait maintenant un rendement total sur un an de 8,6 % moyennant un déclin de son taux de rendement de 100 points de base... pas mal.

Alors que nous faisons nos adieux à 2022, de nombreux indicateurs, comme ceux-ci mentionnés ci-dessus, se rassemblent pour nous brosser un tableau plus positif des titres de catégorie investissement à l'avenir.

### **Stratégie liée à la durée**

La prime à terme indique le niveau de compensation offert pour courir des risques plus grands sur la durée, qui sont inhérents aux obligations de plus longue durée. Il s'agit d'un facteur clé qui nous renseigne sur le positionnement du Fonds universel d'obligations Pender quant à la durée. Nous pourrions allonger la durée

---

<sup>2</sup> « Inflation and the Labor Market », Jerome Powell, 30 nov. 2022.

<sup>3</sup> Topdown Charts, décembre 2022.

<sup>4</sup> CreditSights, décembre 2022.

suivant la hausse cyclique des primes à terme, et réduire notre durée d'ensemble lorsque celle-ci se rétractera. Considérant que la prime à terme a plongé sous le seuil nul dans le deuxième semestre de 2022, la durée du Fonds demeure relativement étroite.

### **Positionnement du Fonds**

La durée du Fonds à la fin de décembre 2022 s'élevait à 3,5 années, avec un taux de rendement à l'échéance de 5,3 %. Le Fonds accordait une pondération de 24,4 % aux parts du Fonds d'obligations de sociétés Pender à la fin de décembre, lui offrant ainsi une participation d'ensemble de 18 % aux titres à rendement élevé.

*Emily Wheeler et Geoff Castle*

*13 janvier 2023*



**PENDER**  
Gestion de Capital PenderFund Ltée

Les données standards sur le rendement des fonds de titres à revenu fixe Pender sont présentées ici :

<https://www.penderfund.com/fr/fonds-revenu-fixe/>

Ce commentaire comporte un Avis de non-responsabilité, que vous pouvez consulter ici : <https://www.penderfund.com/fr/avis-de-non-responsabilite/>

© Copyright Gestion de capital PenderFund Ltée. Tous droits réservés, janvier 2023.