

## Commentaire du gestionnaire

Emily Wheeler, CFA

---

Au cours des trois mois précédant le 30 juin 2023, le Fonds univers obligataire Pender a décliné de 0,3%<sup>1</sup> sur une base absolue. Il a cependant dépassé son point de référence de 0,4 % pendant cette même période. Considérant que la courbe des rendements s'est relevée au cours du trimestre, plusieurs positions de courte durée de qualité supérieure nous ont servi de lest. L'exposition du Fonds aux titres de créance par l'entremise du Fonds d'obligations de sociétés Pender nous a également été profitable, car les écarts touchant aux titres à rendement élevé se sont quelque peu resserrés et certains titres de créance de choix au sein du Fonds se sont bien comportés.

### Une configuration annonçant des rendements inférieurs

Après avoir atteint un sommet en 40 ans en juin de l'an passé, l'inflation américaine a considérablement chuté en mai 2023. Conséquemment, et afin de mesurer l'effet de son travail jusqu'à ce jour, la Réserve fédérale américaine a annoncé qu'elle allait interrompre les hausses de taux, quitte à les reprendre plus tard au besoin. Au Canada, l'IPC a perdu un point complet de pourcentage en mai pour s'établir à 3,4 %, son plancher en deux ans, et il se rapproche du seuil supérieur de la cible de 1 % à 3 % visée par la Banque du Canada.

Bon nombre de signes invitent à croire que l'essentiel du resserrement de la banque centrale serait derrière nous. La position nette sur contrats à terme des bons du Trésor américain à 10 ans donne un aperçu du positionnement des acteurs du marché et nous informe en retour sur la manière dont nous devrions positionner le Fonds. Ainsi, une grande position courte indique que les investisseurs institutionnels sont en train de se barricader contre l'inflation ou de couvrir leur exposition dans cette arène. En mai, nous avons été témoins de la plus importante position courte nette sur contrats à terme de l'histoire des bons à 10 ans du Trésor américain depuis les années 1990, à trois écarts-types complets sous sa moyenne. Ce chiffre inouï pourrait être un indicateur à contre-courant d'un imminent revirement, qui pourrait éventuellement signifier une hausse des couvertures courtes d'une ampleur inégalée à ce jour.

En plus du positionnement des intervenants, le contexte fondamental en lui-même semble s'être affaibli du point de vue de la demande. Nous sommes récemment tombés sur le relevé d'un indice mondial des directeurs d'achats touchant aux arriérés de travail dont la diminution signale l'affaiblissement de la demande et donc de l'inflation. Au cours de la dernière décennie, cette donnée en question a en quelque sorte épousé le rendement des obligations pour des raisons évidentes. Étant donné un déclin de plus ou moins 30 % depuis le sommet de 2021, ce chiffre sur les arriérés de travail actuels pourrait constituer une autre indication que le plus clair du resserrement est derrière nous<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup>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.

<sup>2</sup> Topdown Charts, juin 2023.

À tout cela s'ajoute le fait, peut-être encore plus important, que l'inflation des prix PCE, l'indicateur préféré de la Fed, s'est repliée. Après la récente flambée de l'inflation, l'effondrement de l'inflation de base a entraîné un mouvement à la baisse des rendements. Un mouvement semblable avait précédé les récessions de 1973, 1976, 1980, 1990, 2002 et 2008. Depuis son sommet en 2021, l'inflation des prix PCE s'est affaïssée d'environ 50 % sans provoquer un relâchement notable des rendements<sup>3</sup>. Cette période-ci est peut-être différente — l'inflation va peut-être reprendre son ascension au lieu de poursuivre sa descente. Quoiqu'il en soit, quand la cause première de la hausse des rendements va en s'amointrissant, il est probable que les taux fassent de même.

« Bon nombre de signes invitent à croire que l'essentiel du resserrement de la banque centrale serait derrière nous. »

**Le prix moyen en dollar au sein du portefeuille et les options en matière d'investissement**  
Comme par le passé, nous avons jugé intéressant de comparer le prix moyen en dollar des obligations figurant au portefeuille à celui de temps plus cléments. À la fin de juin, le prix moyen du portefeuille se chiffrait à environ 0,97 \$ le dollar alors qu'à la fin de 2021 il était de plus ou moins 1,04 \$, soit approximativement 7 % plus élevé, ce qui n'est pas une mince différence dans l'univers des titres de catégorie investissement. Quand, dans ce contexte, on songe à des investissements alternatifs, les taux des CPG peuvent sembler très alléchants. Néanmoins, si l'on compare notre situation actuelle à notre situation historique, un portefeuille composé à 80 % d'obligations de catégorie investissement pourrait non seulement livrer un meilleur rendement qu'aux périodes précédentes, mais aussi une appréciation du capital, ce qui n'entre pas en ligne de compte quand on investit dans un CPG.

#### Ratio risque-rendement sur trois ans

À la fin de janvier, le Fonds a communiqué pour la première fois des chiffres échelonnés sur trois ans. À la fin de juin, les parts de catégorie F du Fonds avaient progressé de 0,7 %<sup>4</sup> sur une base trisannuelle, alors que le point de référence était de 3,7 %. Comme le Fonds a privilégié les investissements de courte durée depuis son lancement, il a surpassé son point de référence quant au risque mesuré en fonction de l'écart-type standard. Au 30 juin, l'écart-type standard du Fonds était de 3,58 contre celui de 6,31 du point de référence. Quand on les prend ensemble, au cours des trois dernières années, le ratio risque-rendement a penché en faveur du Fonds par rapport à son point de référence.

#### Positionnement du Fonds

Étant donné que les écarts en matière de rendements élevés se maintiennent autour de 4 % et que les indicateurs observables sur le marché pointent vers une vraisemblable récession, l'aspect haussier-baissier du risque nous a incités à réduire il y a quelques mois l'exposition du Fonds au crédit, et notre pondération dans cette arène demeure proche de son niveau le

<sup>3</sup> *Topdown Charts, juin 2023.*

<sup>4</sup> *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.*

plus bas depuis la création du Fonds. À la fin de juin, le Fonds univers obligataire accordait une pondération de 18,8 % aux parts du Fonds d'obligations des sociétés pour afficher une participation dans les titres hors catégorie investissement de 14 %.

La durée du Fonds s'élevait à 3,3 années le 30 juin, avec un taux de rendement à l'échéance de 5,38 %.

Emily Wheeler, CFA  
10 juillet 2023

