

## Commentaire du gestionnaire

Emily Wheeler, CFA

---

Au cours de la période de trois mois terminée le 30 septembre 2023, les parts de catégorie F du Fonds univers obligataire Pender ont devancé l'indice de référence par une marge de 2,9 %. Le rendement sur trois mois du Fonds s'établissait à -1 %<sup>1</sup>, tandis que celui de l'indice se chiffrait à -3,9 % au cours du même trimestre.

Certaines obligations de sociétés de grande qualité et de courte durée, comme celles d'Apple Inc. et PepsiCo Inc. venant à échéance en 2024, ont joué en faveur du Fonds pendant le trimestre, tout comme certains titres à rendement élevé qui ont profité de la hausse considérable des taux de rendement des bons du Trésor pour s'avancer.

### Périodes d'inversion et de récession

Depuis les années 80, l'indice des bons du Trésor 10-2 ans n'a été négatif qu'à très peu d'occasions. Les inversions maximales dans les années 80, en 2001 et pendant la grande crise financière ont toutes été suivies d'une récession : il n'existe aucun cas d'inversion en l'absence de récession.

Une courbe de rendement inversée nuit aux activités vitales d'une banque, lesquelles consistent à emprunter à court terme et à prêter à long terme. Il va sans dire que tout cesse de fonctionner si l'emprunt doit se faire à un taux plus élevé que celui du prêt. Au cours des périodes passées, ce type de scénario s'est présenté avant un épisode récessif.

Mais pourquoi s'en préoccuper? Bien, si vous aviez acheté un bon du Trésor à 10 ans au sommet de l'inversion de la courbe de rendement en 2001 et 2008 (sommets qui se sont présentés en 2000 et 2006 respectivement), votre rendement total maximal au sortir de ces périodes se serait élevé à plus de 40 % pour 2001 et autour de 35 % pour 2008. Des rendements plutôt attrayants pour des titres complètement adossés par le gouvernement américain!

L'inversion actuelle n'a d'égale que la situation qui a prévalu au début des années 80.

### Positionnement par rapport à la durée

Il y a quelques années, après une décennie de résultats essentiellement positifs, la prime à terme des titres américains à 10 ans a fait une volte-face en territoire négatif. En conséquence, la durée du Fonds est demeurée relativement étroite. Plus récemment toutefois, une prime à terme a finalement pointé le bout de son nez. Devant la présence modeste de cette prime à terme positive et d'un taux d'intérêt à long terme visiblement plus élevé que le taux d'inflation actuel, il est devenu quelque plus rentable d'accepter la volatilité élevée inhérente aux obligations à plus long terme.

---

<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.

À la lumière de la rapidité avec laquelle les taux des fonds fédéraux ont grimpé, nous avons cru bon d'examiner les périodes précédentes caractérisées par des hausses de taux comparables et les périodes de dix ans qui les ont suivies. Actuellement, le taux des fonds fédéraux s'est hissé de plus de 5 % au cours des 18 derniers mois. Les deux périodes précédentes où de telles hausses importantes ont eu lieu (autour de 2007 et 2019) ont été suivies par un repli du taux de rendement à 10 ans de plus de 2/3 par rapport au sommet du cycle précédent.

Donc, considérant plusieurs facteurs, y compris l'allure présente des primes à terme, l'inversion de la courbe de rendement mentionnée plus haut, la rapidité des hausses de taux d'intérêt par les banques centrales nord-américaines ainsi que le positionnement des intervenants et le contexte de prix extrêmes dans l'arène des titres de catégorie investissement (par rapport aux normes historiques), nous avons décidé d'allonger la durée du Fonds un tant soit peu au T3.

En effet, au troisième trimestre, nous avons réduit la pondération du Fonds dans plusieurs titres de sociétés de grande qualité et de plus courte durée et dans les obligations du gouvernement, et avons acheminé le produit dans des émissions de plus longue durée. Warner Brothers Discover (5,391 %, 2062) figurait parmi elles.

L'obligation à long terme de Warner nous semble attrayante pour plusieurs raisons. La société procède à un désendettement important en ce moment et dégage des liquidités importantes qui compensent amplement les intérêts courus. Évaluée à 0,74 \$ le dollar, cette obligation cotée BBB offre un rendement à l'échéance alléchant de 7,4 %. Le rapport risque/rendement est aussi digne de mention. Advenant une baisse des taux de 1 %, la plus-value serait alors d'environ 15 % et son rendement total potentiel sur un an supérieur à 20 % en tenant compte du coupon pendant cette période. En revanche, si le taux de rendement s'élève de 1 %, le rendement total sur un an se traduirait par une perte de seulement -6,4 % environ.

Nous avons légèrement augmenté la position du Fonds dans les obligations indexées sur l'inflation entre le début et la fin du troisième trimestre. Le taux de rendement réel, ou le seuil de rentabilité de l'IPC, des obligations à rendement réel figurant au portefeuille du Fonds se situe à plus de 2 %. Il faut remonter à la crise financière de 2008 pour se retrouver en situation semblable. La plus-value de ces émissions au cours de la période s'échelonnant de la fin de 2008, lorsque le taux de rendement réel était supérieur à 2 %, jusqu'au sortir de cette période à la fin de 2012, se chiffrait autour de 40 %.

### Positionnement du Fonds

En présence d'écart virtuellement échangés pour les titres à rendement élevé entre le début et la fin du troisième trimestre, et vu la décélération générale de l'IPC, l'affaiblissement des conditions économiques et les répercussions méconnues de la majoration des taux par les banques centrales, la participation du Fonds aux titres de sociétés au moyen du Fonds d'obligations de sociétés Pender demeure plus faible par rapport aux pondérations historiques. À la fin du mois de septembre, le Fonds univers



obligataire Pender accordait une pondération de 19,7 % aux parts du Fonds d'obligations de sociétés Pender pour afficher une participation dans les titres à rendement élevé de 13 %.

La durée du Fonds au 30 septembre comptait 4,7 années, avec un taux de rendement à l'échéance de 5,94 %. L'encaisse représentait 2 % du portefeuille à la fin du trimestre.

Emily Wheeler, CFA

10 octobre 2023

