

Commentaire de la gestionnaire Emily Wheeler, CFA

Ce trimestre, le Fonds univers obligataire Pender a dégagé son rendement sur trois mois le plus élevé depuis sa création. En effet, ses parts de catégorie F affichaient un gain de 6,3 %¹ pour la période terminée le 31 décembre 2023. Le cumul annuel du Fonds à la fin de décembre s'établissait à 6,9 %.

Le dernier trimestre a été caractérisé par une vive réaction du marché obligataire devant la tendance déflationniste qui s'est bien installée au T4. Cette marée montante a permis à presque tous les avoirs du Fonds de voguer en territoire positif. Toutefois, ce sont les obligations de meilleure qualité et de plus longue durée qui ont le plus fortement contribué au rendement pendant cette période. Les plus récents ajouts au Fonds, soit les obligations de Warner Brother's Discovery Inc. (2062) et une gamme de bons du Trésor protégés contre l'inflation (TIPS) venant à échéance en 2052, ont pris les devants du peloton.

Étendre les semences

Nous avons fréquemment soulevé le fait que la durée du Fonds et son exposition aux titres de créance sont ajustées en fonction du cycle des écarts et des primes à l'échéance. Le quatrième trimestre a mis en scène une situation qui illustre à merveille les avantages que l'on peut retirer de cette stratégie lorsque les semences ont antérieurement bien été épandues. Les primes à échéance ont grimpé au T3 : comme nous l'avons noté dans la dernière mise à jour, nous avons allongé quelque peu la durée du Fonds au trimestre précédent. Bien que nous n'ayons pas nécessairement prévu une baisse des taux de rendement aussi rapide, comme en témoigne la chute d'un point de pourcentage complet le pire rendement envisageable des titres BBB au T4, les semences répandues au T3 ont porté leurs fruits au T4.

Notre avoir dans les titres de Warner Brothers Discovery Inc., venant à échéance en 2062, a dégagé un rendement fort attrayant au T4, porté par le resserrement des écarts et le déclin des taux indiciaires. La société a divulgué ses bénéfices du T3, lesquels étaient de bien supérieurs aux attentes, présentant une augmentation importante de son BAIIA et de ses flux de trésorerie disponibles, séquentielle et sur une base annuelle. La société a remboursé 2,4 milliards \$ sur sa dette au T3, poursuivant ainsi son élan de désendettement. La production d'un BAIIA plus imposant n'a pas été négligeable non plus. Au T4, ces titres ont constaté un resserrement des écarts par une marge d'environ 46 points de base, participant ainsi à une appréciation du prix de 16,8 % au cours du trimestre terminé le 31 décembre 2023.

Parmi les autres titres favorables au T4, notons la présence des bons du Trésor protégés contre l'inflation américains venant à échéance en 2052. Ajoutés en temps opportun pour le

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.

portefeuille à la fin du T3, ces billets ont grimpé d'environ 12,2 % au cours du dernier trimestre de 2023 suivant le déclin des taux de rendement réels.

À la lumière de ce contexte, ainsi que des commentaires de Jerome Powell lors de la dernière rencontre du FOMC en décembre (laissant entendre que le comité en était à considérer le bon moment pour commencer à assouplir sa politique), il vaut la peine d'examiner le plus récent diagramme par points de la Fed. La médiane des données prévues du FOMC quant au taux cible de 2024 est passée de 5,125 % lors de la rencontre de septembre à 4,625 % lors de la plus récente rencontre, ce qui sous-entendrait trois réductions de taux en 2024.

Étant donné la montée des indices obligataires à la fin de l'année, nous croyons qu'il est éclairant de remettre en contexte le redressement à ce jour en le comparant aux reprises du passé à la suite de liquidations notables. Nous avons examiné le déclin du taux de rendement des bons du Trésor à dix ans, de son sommet à son creux, ainsi que le rendement total subséquent correspondant lors des périodes de récession de 2000 et 2008. Nous avons remarqué que, de janvier 2000 à juin 2003, les bons du Trésor à 10 ans ont chuté de 3,68 % pour offrir un rendement total de 54,2 % pendant cette période. La période relative à 2008 affichait un déclin de 3,21 % et un rendement total de 35,4 %. Dans la période actuelle, les bons du Trésor à dix ans ont reculé de 1,11 % depuis leur sommet enregistré le 19 octobre 2023, pour établir leur rendement total à 10 %. À n'en pas douter, il s'agit là d'une remontée spectaculaire des titres de bonne qualité sur un court laps de temps. Toutefois, à la vue des baisses antérieures, la période actuelle ne représente qu'une fraction du rendement total potentiel (par rapport aux deux périodes antérieures).

Positionnement du Fonds

Les écarts des titres à rendement élevé ont chuté d'environ 64 points de base au cours du trimestre pour afficher un résultat en fin de trimestre de 339 points de base et décourager toute envie d'ajouter une participation à ces titres. En outre, le taux de défaut des titres à rendement élevé aux États-Unis a grimpé au cours des dernières années. Edward Altman, un éminent universitaire spécialisé dans les titres à rendement élevé et les titres de créance en détresse, a noté que les taux de défaut des entreprises ont tendance à culminer à la fin ou peu après la fin d'une récession. Et « lors de nombreuses périodes marquées par une récession, les taux de défaut ont en fait commencé à augmenter deux ou trois ans avant le début de ladite récession². » Bien que la Fed ait signalé son intention, jusqu'à un certain degré, de faire volteface en ce qui a trait aux taux, étant donnée l'augmentation des taux de défaut des titres à rendement élevé, il demeure possible que toutes les répercussions des hausses de taux sur l'économie n'aient pas encore été complètement ressenties. Par conséquent, comparativement aux pondérations historiques, l'exposition aux obligations de société par l'entremise du Fonds d'obligations de sociétés Pender demeure inférieure. À la fin du mois de décembre, le Fonds univers obligataire Pender accordait une pondération de

² *Corporate Financial Distress, Restructuring and Bankruptcy, 4^e ajout, Edward I. Altman, Edith Hotchkiss, Wei Wang.*



21,6 % aux parts du Fonds d'obligations de sociétés Pender pour afficher une participation dans les titres à rendement élevé de 16 %.

La durée du Fonds au 31 décembre 2023 comptait 5,12 années et un taux de rendement à l'échéance de 5,26 %. L'encaisse représentait 2,8 % du Fonds à la fin du trimestre.

[Emily Wheeler, CFA](#)

12 janvier 2024

