

RÉFLEXION

REVUE 2^{ième} TRIMESTRE 2022

www.cristallin.ca

SOMMAIRE

FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE	1
• ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ	1
• TITRES CONVERTIBLES	2
• REVENU FIXE	2
ÉCONOMIE	3
PERSPECTIVES	3

Alors que les banques centrales avouaient finalement s'être trompées sur l'évolution de l'inflation, la volatilité des prix des obligations a été sans précédent.



GESTIONNAIRE CANADIEN DE FONDS ALTERNATIFS, DEPUIS 1998

1002, rue Sherbrooke Ouest
Bureau 1525
Montréal (Québec)
Canada H3A 3L6

TÉL. +1 514 284 0248
info@cristallin.ca

FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE

Les marchés s'enfoncent

Les marchés boursiers s'étaient fait bousculer tout au long du premier trimestre. Exception faite de l'indice S&P/TSX à Toronto, qui avait réussi à garder la tête au-dessus de l'eau, tous les indices américains et européens subissaient des pertes importantes. Les marchés eurent beau se redresser de façon intéressante au cours des deux premières semaines de mars, ils se sont ensuite enfoncés davantage, et le deuxième trimestre fut pire encore. Mais à la déroutante des bourses allait aussi s'ajouter celle des marchés obligataires.

Volatilité exceptionnelle sur le marché obligataire

Alors que les banques centrales avouaient finalement s'être trompées sur l'évolution de l'inflation, la volatilité des prix des obligations a été sans précédent. Cela a compliqué sérieusement certaines des stratégies d'arbitrage qui sont au cœur de nos efforts de création d'alpha.

Malgré la faiblesse des marchés, le Fonds d'arbitrage Améthyste avait fait bonne figure au premier trimestre en réalisant un rendement fort intéressant grâce à la diversité de nos stratégies non directionnelles et à notre gestion du risque. La suite s'annonçait prometteuse, mais une volatilité excessive des marchés obligataires durant les deux dernières semaines du mois de juin a fait en sorte que l'évaluation à la valeur marchande de certaines positions en obligations a causé une perte pour le mois et pour le trimestre.

D'un recul naît souvent l'occasion

Nous sommes toutefois optimistes : compte tenu de la nature de nos stratégies, cette perte peut être résorbée rapidement et nous pensons qu'elle pourrait ouvrir la porte à des performances enviables d'ici la fin de l'année. Des situations semblables se sont produites dans le passé, et notre feuille de route, notamment pour les épisodes de 2009 et de 2016, montre bien comment nous avons pu chaque fois en tirer rapidement avantage.

ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ

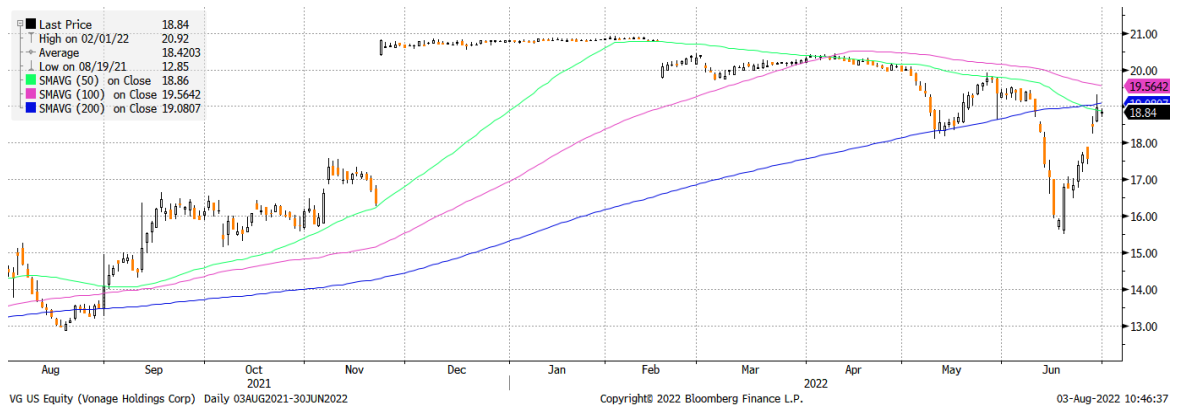
Notre stratégie d'arbitrage sur transactions de fusion et acquisition se sont poursuivies dans la même veine qu'au premier trimestre. Nous avons participé à 34 nouvelles opérations, mais chacune d'elles portait sur des fusions que nous jugions assez faciles à évaluer, avec des transactions devant se concrétiser dans un délai ne dépassant pas trois mois. Nous croyons depuis le début de l'année qu'il s'agit là de la bonne approche pour participer à ce type de marché qui continue d'offrir des niveaux d'activité de fusion et acquisition robustes et de bonnes occasions malgré une forte volatilité, tout en respectant nos paramètres prudents de gestion de risque. La volatilité des marchés est venue nous donner raison au deuxième trimestre. **Et même pour des transactions simples, il fallait parfois avoir des nerfs d'acier compte tenu des revirements constants du marché.**

Un exemple probant

En novembre 2021, l'entreprise suédoise de télécommunications Ericsson concluait un accord pour acheter la société Vonage Holdings Corp., du New Jersey. Bien sûr, il fallait l'approbation du Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS). Compte tenu du peu d'inter-

DE jul. 1998 à juin 2022	REND. ANNUALISÉ (%) net de tout frais							Volatil.	Correl.	% Mois > 0	Ratio Sharpe
	ACJ	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	20 ans	Créat.				
Fonds d'Arbitrage Améthyste - Cl. F	-3.0%	-2.2%	1.2%	1.4%	4.2%	6.9%	7.8%	8.0%	-	74%	0.71
HFRI - Global Fund Weighted	-5.8%	-5.3%	6.1%	5.1%	5.0%	5.5%	6.1%	7.0%	0.48	65%	0.58
S&P 500 (TR)	-18.9%	-9.5%	11.1%	11.6%	13.1%	9.1%	7.2%	15.5%	0.44	65%	0.31
S&P/TSX Composite (TR)	-9.9%	-3.9%	8.0%	7.6%	8.2%	7.9%	6.6%	14.8%	0.49	63%	0.31
EAFE World Equity (TR)	-21.0%	-19.9%	-1.3%	-0.4%	2.6%	2.5%	1.3%	16.7%	0.44	56%	-0.05
FTSE CAN Long Term Bond	-22.1%	-19.7%	-5.8%	-1.0%	1.9%	5.4%	5.3%	7.6%	0.14	59%	0.42

Cours de l'action Vonage Holdings



rogations concernant cette transaction dans un marché déjà fortement consolidé, l'approbation semblait devoir n'être qu'une formalité, ou presque. Et pourtant...

Ericsson a annoncé le 22 novembre qu'elle achetait Vonage au prix de 21 \$ US l'action. La transaction devait se conclure au premier semestre de 2022. Le prix d'offre comportait une bonne prime puisque Vonage se négociait alors à 16,50 \$ US. Mais le titre allait ensuite être soumis à une forte volatilité, même si la transaction ne nous a jamais semblé être en danger.

La volatilité sème le doute

Tout en ouvrant de bonnes possibilités, la volatilité aura toujours un effet perturbant sur l'investisseur. En mai, le cours de l'action de Vonage est passé de 20,29 \$ US à 18,39 \$ US, pour ensuite rebondir à 19,37 \$ US. En juin, le titre est tombé à 15,83 \$ US pour ensuite revenir rapidement à 18,84 \$ US. Le 21 juillet, la transaction se concrétisa finalement à 21 \$ US. Que de fluctuations, alors que la transaction semblait si simple ! Bien sûr, nous avons profité de cette volatilité pour augmenter et réduire notre position aux moments qui nous semblaient opportuns. Bien que nous ayons généré un solide profit, nous avons choisi de renoncer à une partie du rendement potentiel, car notre cadre de gestion de risque et notre objectif de protection du capital nous incitent à une plus grande prudence lorsqu'un titre connaît des fluctuations de cette ampleur. Mais nous ne craignons pas ce type de volatilité. Nos stratégies d'arbitrage nous permettent plutôt d'en profiter. C'est là l'essence même du Fonds d'arbitrage Améthyste.

TITRES CONVERTIBLES

La conjugaison de plusieurs facteurs négatifs, notamment le risque de récession, l'inflation, la hausse des taux d'intérêt et une confusion chez les banquiers centraux, a finalement eu raison du marché des obligations. Il s'en est suivi une forte volatilité pour certains titres liés à une transaction de fusion et acquisition, ainsi que pour les obligations convertibles, alors que les bourses plongeaient au cours des deux premières semaines de juin. Nous n'avons pas été épargnés, ce qui explique les pertes du deuxième trimestre, principa-

lement survenues vers la fin du trimestre, alors que le crédit a été fortement vendu.

Titres en difficulté

Un grand nombre d'obligations liées à des transactions de fusion et acquisition ont chuté brutalement alors que s'installait la crainte chez les investisseurs que ces transactions ne se concrétisent pas. Du côté des obligations convertibles, les craintes de faillite ou d'incapacité de rembourser les titres à l'échéance ont entraîné nombre d'entre elles à des niveaux traduisant bien la survenue de ces difficultés. Malgré l'absence de nouvelles émissions, le désintérêt des acheteurs pour les titres sur le marché secondaire était évident.

Signes de stabilisation

Même si de nombreux risques existent toujours, les marchés boursiers montrent enfin certains signes de stabilisation. L'indice S&P 500, pour ne nommer que celui-là, semble avoir cessé de baisser, du moins pour l'instant, et se maintient dans un corridor de fluctuations horizontal depuis le 20 juin. Serait-ce le signal que le recul des marchés tire maintenant à sa fin ? Certes, les difficultés économiques et géopolitiques sont de taille, mais ils n'ont pas causé de crise majeure jusqu'à présent. Pour l'instant, les marchés tiennent le coup.

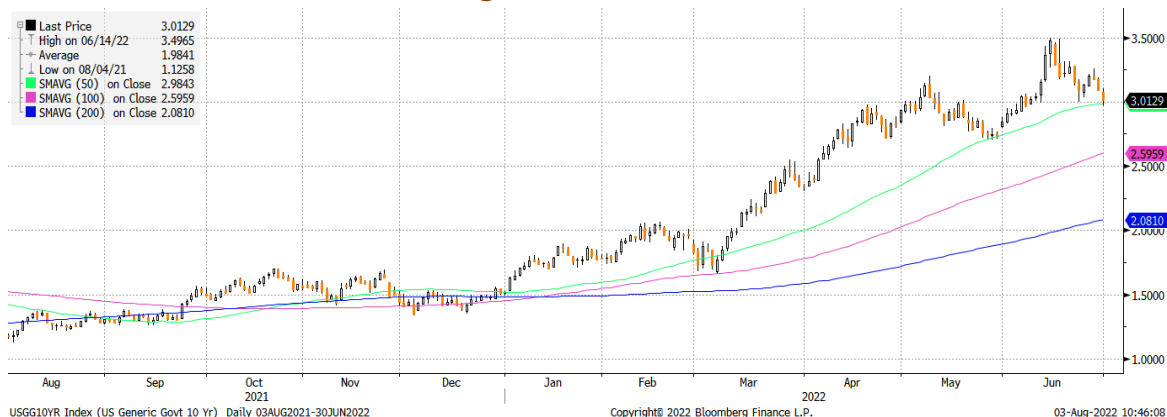
Il y a énormément d'encaisse sur les lignes de côté actuellement, et les liquidités ne cessent de grossir chaque mois. Cela pourrait certainement contribuer à une reprise des marchés à un certain moment. Quant à nous, nos réserves en capital vont nous permettre de profiter d'occasions qui se multiplieront dès que la situation se stabilisera. Pour l'instant toutefois, la prudence est encore de mise.

REVENU FIXE

Bien que nous n'ayons pas récupéré entièrement la perte réalisée et attribuable aux distorsions irrationnelles des écarts de crédit des organismes gouvernementaux (ou agences), nos stratégies d'arbitrage sur titres à revenu fixe nous ont permis de réaliser un rendement positif et intéressant pour le trimestre. Nous avons fait des gains autant sur les écarts de crédit que sur la courbe de rendement et la durée.

Même si de nombreux risques existent toujours, les marchés boursiers montrent enfin certains signes de stabilisation.

Rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans



La sous-performance du segment des écarts de crédit d'agences s'est finalement terminée. Peu de nouvelles émissions sur le marché primaire, le caractère généralement défensif de ces obligations et la hausse des taux d'intérêt sont autant de facteurs qui expliquent ce retour vers un marché plus rationnel. Mais pour l'ensemble du marché du crédit, notons tout de même que les craintes non pas nécessairement d'une récession, mais à tout le moins d'un sérieux ralentissement économique, ont certainement amputé la performance.

Forte volatilité des prix des obligations

Au risque de nous répéter, le marché obligataire a connu une forte volatilité au cours des derniers mois. Les mouvements sur la courbe de rendement ont été nombreux et souvent très rapides. **Quant à la durée, les variations de prix des obligations ont été brusques, rapides et importantes, et les changements de direction fréquents.** Dans ces conditions, autant pour nos opérations d'arbitrage sur la courbe de rendement que pour celles sur la durée, nous avons fait preuve de prudence. Nous avons néanmoins réalisé un rendement positif, quoique modeste.

En mai et juin, nous avons graduellement réduit notre position « acheteur » d'écarts de rendement sur titres d'agences et notre position « à découvert » sur écarts de rendement des titres provinciaux, alors que les titres d'agences ont enfin offert une meilleure performance relativement aux obligations provinciales.

Nous amorçons le troisième trimestre en bonne position pour un aplanissement de la courbe de rendement, mais notre exposition demeure limitée compte tenu de la volatilité qui persiste. Nous favorisons les positions « acheteur » d'obligations canadiennes vs. « à découvert » d'obligations américaines, et nous demeurons quelque peu sur la défensive concernant les positions longues sur la durée.

ÉCONOMIE ET MARCHÉS FINANCIERS

Une récession en vue ?

Pour le moment, les probabilités de récession aux États-Unis nous paraissent plutôt faibles. La Ré-

serve fédérale de New York les estime d'ailleurs à moins de 10 %. Toutefois, le resserrement de la politique monétaire, autant par la fin des programmes d'assouplissement quantitatif que par la hausse du taux d'intérêt directeur qui s'accélère, ne peut conduire qu'à un ralentissement, peut-être même important, de la croissance économique.

La majorité des indicateurs économiques demeure en mode croissance ou neutre, et très peu sont en contraction. Alors si pour l'instant l'économie américaine ne risque pas vraiment de tomber en récession, les actifs risqués, tels les titres boursiers, ont peut-être déjà suffisamment baissé.

Et l'inflation ?

Si l'on espérait une quelconque détente du taux d'inflation en juin, ces attentes ont été certainement déçues. L'indice des prix à la consommation aux États-Unis a bondi jusqu'à 9,1 %. Il faut reculer jusqu'en novembre 1981 pour retrouver un taux d'inflation aussi élevé. Quant à l'inflation de base, soit celle qui exclut les composantes plus volatiles des aliments et de l'énergie, elle a progressé de 0,7 % en juin, sa plus forte hausse mensuelle en un an.

Certes, la hausse du prix du pétrole y a été pour quelque chose, les prix de l'essence ayant augmenté de près de 60 % depuis un an. Mais force est de constater que la hausse des prix était généralisée. L'automobile, le logement, les vêtements, les aliments, tout y est passé.

PERSPECTIVES

Le rôle des banques centrales

Depuis l'automne, les banques centrales ont tergiversé sur les perspectives inflationnistes. La confiance en leurs dirigeants en a pris un coup lorsque ceux-ci ont dû admettre qu'ils avaient erré en parlant d'inflation « transitoire ». Plusieurs leur reprochent d'avoir tardé à hausser les taux directeurs. Et aujourd'hui, elles doivent y mettre les bouchées doubles. La Banque du Canada vient d'annoncer une hausse de 1 %, et la Réserve fédérale pourrait bien l'imiter. On est loin de l'époque des hausses graduelles de 0,25 % auxquelles on

Nul doute que les décisions des banquiers centraux seront d'une importance plus grande que jamais au cours des prochains mois.



nous avait habitués. Nul doute que les décisions des banquiers centraux seront d'une importance plus grande que jamais au cours des prochains mois.

Des politiciens malmenés

La fin de l'été ramènera sur la sellette plusieurs politiciens dont l'image a beaucoup pâli depuis le début de l'année. On ne parlera plus de Boris Johnson, mais les critiques à l'endroit de Joe Biden et de Justin Trudeau pourraient venir ternir encore plus leur image à un moment où le contexte économique nécessite plutôt la présence de leaders bien en selle dans leur fonction. Pour Joe Biden qui revient d'Arabie saoudite sans entente de réduction de prix du pétrole alors que se profilent à l'horizon des élections de mi-mandat qui pourraient lui retirer toute autorité législative, l'automne sera chaud. Il devra trouver le moyen d'éviter que l'administration américaine ne tombe en pleine inertie. Au Canada, bien qu'il ne soit probablement pas menacé d'éjection de son siège de premier ministre du Canada pendant quelques années encore, Justin Trudeau demeure une cible de choix pour les opposants de tout acabit, autant par ses politiques que par sa façon de les communiquer. Pourtant, la situation économique canadienne aussi exigera un fort leadership. D'où viendra-t-il ?