

RÉFLEXION

REVUE 3^{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

Malgré cette réduction de la prise de risque, le rendement de la stratégie d'arbitrage de fusions et acquisitions a montré un rendement positif pour le trimestre.



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

Nous venons de traverser un trimestre où notre fonds d'arbitrage a bien rempli l'un de ses rôles primordiaux, soit celui de préserver le capital de nos investisseurs. Au troisième trimestre, toutes les classes d'actifs traditionnelles ont de nouveau affiché un rendement négatif, quoique moins marqué que lors des deux premiers trimestres de l'année. Grâce à la diversité de nos stratégies d'arbitrage non directionnelles, le Fonds d'Arbitrage Améthyste a quant à lui produit un rendement positif intéressant au troisième trimestre.

Cela avait aussi été le cas au premier trimestre. Mais au deuxième trimestre, faut-il le rappeler, l'aveu des banques centrales qu'elles avaient sous-estimé les risques inflationnistes avait entraîné les prix des obligations dans une spirale baissière rarement vue, qui nous avait forcés à inscrire aux livres des pertes importantes. Nous étions alors convaincus de pouvoir les récupérer en bonne partie, compte tenu de la nature même de nos stratégies d'arbitrage. Et ce fut le cas. Une bonne part du terrain a été regagné. Même si l'année 2022 passera probablement à l'histoire pour les pertes qu'auront subies de nombreux investisseurs, nous avons bon espoir qu'elle se conclura par une performance positive pour le fonds. Voici comment s'est déroulé le troisième trimestre, ainsi qu'un avant-goût de ce que pourrait être le dernier trimestre de l'année.

ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ

La forte volatilité des marchés boursiers et les hausses de taux d'intérêt ont influé sur le comportement des écarts des transactions de fusions et acquisitions, ce qui nous a incités à redoubler de prudence et à réduire le risque du portefeuille. Nous avons resserré nos critères dans les décisions de participer ou non aux nouvelles transactions qui se présentaient. En conséquence, nous avons pris part à moins de 20 transactions durant le trimestre, alors que notre moyenne tourne plutôt autour de 30. Malgré cette réduction de la prise de risque, le rendement de la stratégie d'arbitrage de fusions et acquisitions a montré un rendement positif pour le trimestre.

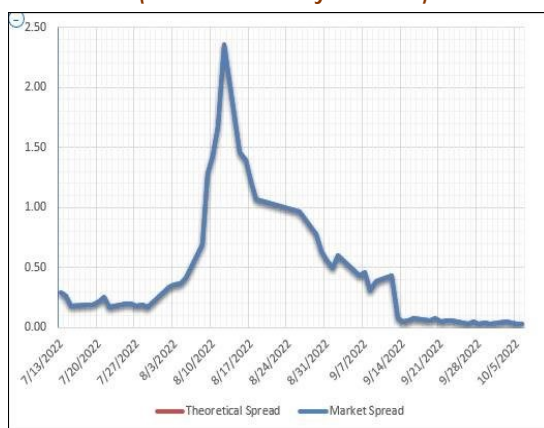
Cela ne nous a toutefois pas immunisés complètement contre les surprises qu'offrent parfois ce type de transactions. L'une d'elles est survenue lorsqu'un troisième acteur s'est immiscé dans une transaction en voulant fusionner avec une entreprise qui était elle-même en voie de fusionner avec une autre. Cette offre a fait exploser l'écart de la transaction initiale, et comme nous nous étions engagés dans celle-ci, il nous a fallu déployer toutes nos habiletés d'arbitrage pour bien nous en sortir.

Une deuxième offre inattendue

Dans un premier temps, la firme Unity Software proposait de fusionner avec IronSource dans une transaction réalisée par un échange d'actions. Nous avons alors acheté des actions de cette dernière tout en vendant à découvert les actions d'Unity Software, considérant que l'écart qu'offrait alors le marché était intéressant et respectait nos critères. Mais voilà qu'ensuite la firme AppLovin Corp a présenté une offre d'achat sur Unity Software. L'écart sur lequel nous avions misé s'est alors élargi de façon spectaculaire, comme le montre le graphique à la page suivante et le titre sur lequel nous détenions une position à découvert s'est fortement apprécié, ce qui nous a causé une perte de valeur importante.

DE jul. 1998 à sept. 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	-1.8%	-1.5%	1.4%	1.4%	4.4%	7.0%	7.7%	8.0%	-	74%	0.71
HFRI - Global Fund Weighted	-6.2%	-6.1%	6.2%	4.5%	4.6%	5.7%	6.0%	6.9%	0.48	65%	0.57
S&P 500 (TR)	-26.9%	-18.8%	6.7%	8.4%	11.3%	9.6%	6.7%	15.8%	0.43	64%	0.30
S&P/TSX Composite (TR)	-11.1%	-5.4%	6.6%	6.5%	7.3%	8.6%	6.5%	14.8%	0.49	63%	0.30
EAFE World Equity (TR)	-28.9%	-27.4%	-4.2%	-3.4%	1.0%	3.1%	0.8%	16.8%	0.43	56%	-0.08
FTSE CAN Long Term Bond	-21.0%	-17.2%	-6.1%	0.1%	1.8%	5.2%	5.3%	7.7%	0.14	59%	0.42

Écarts de prix M&A (IronSource - Unity Software)



En accord avec nos règles de gestion de risque, nous avons alors liquidé la moitié de la position, en encaissant évidemment une lourde perte. Mais il nous est assez vite apparu que la proposition d'AppLovin n'allait peut-être pas se concrétiser et nous avons commencé à rebâtir graduellement notre position d'origine, profitant de l'écart très large qu'avait créé l'intervention d'AppLovin. Et lorsqu'il est devenu évident que l'offre de cette dernière serait refusée et qu'elle renoncerait à faire une offre supérieure, l'écart dans la transaction originale est retombé aussi rapidement qu'il avait augmenté. Nous en sommes sortis indemnes.

TITRES CONVERTIBLES

Nous avons entamé le trimestre à la suite d'un mois de juin qui avait été absolument horrible, marqué par une volatilité presque sans précédent des marchés obligataires. Juillet offrit ensuite un certain retour vers la normale. **Mais la volatilité réapparut rapidement en août et en septembre, et les prix des obligations glissèrent encore plus bas.** La liste des problèmes auxquels nous faisons face était longue. On n'a qu'à nommer les courbes des obligations souveraines à la hausse, les écarts de crédit qui s'élargissent, ainsi que les coûts d'emprunt du capital et des titres pour les ventes à découvert. Et c'est sans compter tous les enjeux géopolitiques qui ajoutent au sentiment qu'il valait probablement mieux user de patience avant d'acheter et ne pas hésiter à vendre tout ce qui semblait plus risqué.

Les obligations convertibles malmenées

Le trimestre a vu les obligations convertibles se faire malmenées un peu partout. Nous avons vendu celles dont les chances de récupération à court et moyen terme semblaient faibles. Notre stratégie consiste à les remplacer par des titres dont la qualité du crédit nous paraît meilleure, dont les coupons d'intérêt sont plus intéressants et dont les actions vendues en contrepartie offrent une plus grande couverture du capital. Quant aux obligations de fusions et acquisitions, nous accroissons tactiquement nos positions qui nous semblent les meilleures lorsque d'autres transactions se réalisent et qu'elles libèrent du capital.

Ce qu'il faut comprendre des obligations, c'est qu'elles viendront à échéance et que forcément elles vaudront 100 \$, à condition bien sûr que l'émetteur ne fasse pas faillite. Comme elles portent intérêt, le rendement initial est capté lors de l'achat. Si le prix de l'obligation baisse, la perte inscrite en fin de mois n'est en sorte qu'une réinitialisation de son rendement à l'échéance, ce qui fait que le rendement futur sera forcément plus élevé.

Un positionnement avantageux

Au final, nos stratégies d'arbitrage du dernier trimestre font en sorte que les obligations qui restent dans le portefeuille sont des investissements sûrs et à court terme sur des obligations de fusions et acquisitions, ainsi que des obligations convertibles bien couvertes par une position en contrepartie, et qui nous assurent un portage positif. Ce portefeuille remplit bien notre mission de protéger le capital et de fournir éventuellement un rendement supérieur lorsque la direction du marché s'inversera à la hausse.

REVENU FIXE

Une volatilité extrême sur les marchés obligataires, exacerbée en fin de trimestre par les mesures fiscales annoncées au Royaume-Uni, ne nous pas empêchés de réaliser un rendement positif intéressant pour le trimestre. Comme lors des trois mois précédents, les mouvements sur la courbe de rendement ainsi que sur la durée ont continué d'être brusques et d'une grande ampleur. **Les taux des obligations de 10 ans du gouvernement américain ont touché 2,57 % le 1er août, pour terminer le trimestre à 3,94 %.** Nos opérations d'arbitrage dans ces deux segments ont été guidées par la prudence.

Nous avons réalisé des gains principalement sur nos opérations d'arbitrage d'écarts de crédit ainsi que sur la durée. Les écarts de crédit ont été particulièrement volatiles, surtout ceux sur les obligations de sociétés. Comme ce fut le cas au trimestre précédent, les écarts sur les titres d'agences gouvernementales ont continué de retrouver le niveau relatif qu'ils doivent occuper, ce qui n'était plus le cas depuis le troisième trimestre de 2021. Le peu de nouvelles émissions, conjugué au caractère défensif de ce type d'obligations, et la hausse généralisée des taux ont permis une surperformance relative des titres d'agences, comme nous l'avions toujours anticipé depuis l'année dernière. Notre patience nous a bien servis.

De bonnes occasions en septembre

En fin de trimestre, l'utilisation de l'enveloppe de risque est de 57 %, soit sensiblement le même niveau qu'à la fin du trimestre précédent. Toutefois, voyant une occasion particulièrement intéressante à la fin du mois d'août à la suite de l'élargissement des écarts des titres d'agences, nous avons augmenté ce poids jusqu'à plus de 80 % pour le ramener ensuite plus bas en fin de trimestre après avoir réalisé les gains anticipés.

Ce portefeuille remplit bien notre mission de protéger le capital et de fournir éventuellement un rendement supérieur lorsque la direction du marché s'inversera à la hausse.

Rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans



Nous entamons le dernier trimestre de l'année en favorisant les titres d'agences de trois et de sept ans quant à notre positionnement sur les écarts de crédit, ainsi qu'avec un léger ajout à nos positions sur des écarts d'obligations de sociétés étant donné que l'élargissement de ces écarts offre, selon nous, des occasions intéressantes. Sur la courbe de rendement, nous détenons une position en vue d'un aplanissement de la courbe, mais elle demeure modeste. Quant à la durée, nous privilégions les positions à découvert autant sur le marché canadien que sur le marché américain.

ÉCONOMIE ET MARCHÉS FINANCIERS

Les tendances baissières se sont poursuivies sur les marchés boursiers pour un troisième trimestre consécutif. L'indice S&P 500 de la bourse américaine a reculé de 5,3 % pendant le trimestre, à la suite d'une chute spectaculaire de 9,3 % en septembre. La baisse enregistrée depuis le début de l'année atteint 24,8 %. Un peu moins touché, l'indice S&P/TSX de la Bourse de Toronto a perdu 2,2 % durant le trimestre pour un recul total de 13,1 % en 2022. Quant aux obligations, l'indice DEX Univers, malgré un rendement légèrement positif au troisième trimestre, accuse un rendement négatif de 10,5 % depuis le début de l'année. Le marché des marchandises, qui avait connu le meilleur trimestre de son histoire lors des trois premiers mois de l'année, a vu le panier des produits de base subir un important recul d'environ 14 % au troisième trimestre.

À quand la récession ?

Sur le plan économique, le débat se poursuit quant à savoir si et quand l'économie mondiale tombera en récession. Le Fonds monétaire international (FMI) a abaissé de nouveau sa prévision de croissance pour 2023, qui passe de 2,9 % à 2,7 %, renforçant ainsi les craintes de récession. Pour ce qui est des États-Unis, le FMI prévoit désormais une hausse du PIB de 1,6 % cette année et d'à peine 1 % en 2023. Le passage par une période de récession chez nos voisins du sud, qui ne serait pas sans se répercuter sur la situation économique canadienne, semble de plus en plus probable si l'on en croit certaines personnalités américaines, dont principalement Jamie Dimon, prési-

dent de JPMorgan Chase, pour qui la chose serait inévitable.

PERSPECTIVES

Les élections de mi-mandat aux États-Unis se tiendront le 8 novembre, et fait intéressant, il s'agit généralement d'une période très favorable au marché des actions. En sera-t-il de même cette fois-ci ? Chose certaine, la démocratie pourrait être la grande perdante de l'exercice. Et surtout, des majorités républicaines autant à la Chambre des représentants qu'au Sénat risqueraient de rendre pénible, sinon impossible, le fonctionnement de la Maison-Blanche dans un contexte économique difficile et une situation géopolitique des plus tendues.

Encore et toujours les banques centrales

Les banques centrales demeureront sur la sellette au cours du prochain trimestre. Autant la Réserve fédérale que la Banque du Canada devraient procéder à de nouvelles hausses de taux d'intérêt d'ici la fin de l'année. L'ampleur de ces hausses pourrait indiquer dans une certaine mesure s'il s'agira des dernières et si les autorités monétaires s'attendent à un ralentissement de l'inflation. **Pour l'instant, des hausses de taux accompagnés d'un resserrement quantitatif semblent vouloir assurer le maintien de la volatilité sur les marchés obligataires.** Des signaux de la part des banques centrales qu'elles cesseraient bientôt de hausser les taux d'intérêt paraissent être une condition essentielle à une réduction de la volatilité tant sur les marchés boursiers que les marchés obligataires.

Quant à la durée, nous privilégions les positions à découvert autant sur le marché canadien que sur le marché américain.