

RÉFLEXION

REVUE 4^{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

Nous avons continué à restreindre nos participations aux transactions qui nous paraissaient les plus sécuritaires, portant sur des échéances plutôt courtes et offrant un rendement que nous jugeons acceptable.



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

Quelle année !

Nul doute que la majorité des investisseurs se réjouiront de pouvoir enfin tourner la page sur l'année 2022. On a fait grand cas tout au long de l'année de la chute des marchés boursiers – et avec raison, le S&P 500 ayant terminé la période avec une perte de près de 20 %. Mais on ne peut pas non plus oublier les marchés obligataires ravagés par les hausses de taux survenues au cours de l'année. L'indice obligataire canadien universel, qui comprend plus de 900 différentes obligations et qui avait montré des rendements positifs presque chaque année depuis des décennies, a perdu 11,7 % en 2022. Résultat : pas de refuge pour les investisseurs souhaitant compter sur un portefeuille équilibré ! Les adeptes des portefeuilles s'appuyant sur une répartition d'actifs de 60 % en actions et de 40 % en obligations, soit le portefeuille traditionnel, ont subi des pertes importantes, presque inédites.

L'approche « multi-stratégies »

Les événements de la dernière année ont illustré la pertinence des fonds d'arbitrage multi-stratégies comme le nôtre. L'utilisation de plusieurs stratégies non directionnelles à travers un large éventail de positions d'arbitrage nous a bien servis. Malgré la déroutante des marchés financiers, nous avons réussi à dégager un rendement légèrement positif pour l'ensemble de l'année. **Le Fonds d'arbitrage Améthyste a une fois de plus démontré sa capacité à faire face aux périodes d'intense volatilité et à protéger le capital de ses investisseurs. Mission accomplie.**

Perspectives encourageantes

Nous prévoyons une bonne année pour 2023, car nous percevons une tendance des investisseurs à se tourner de plus en plus vers les fonds de couverture (*hedge funds*). Ceux-ci ne jouissaient pas nécessairement de la faveur populaire au cours des quelques dernières années. Mais les contre-performances récentes des marchés traditionnels pourraient désormais changer quelque peu la donne. La volatilité parfois excessive des marchés aura certainement rappelé l'importance de la liquidité. Et notre portefeuille est, avec raison, composé entièrement d'actifs liquides. La volatilité des marchés pourrait s'estomper au cours de la prochaine année et offrir un paysage moins instable après ces années de pandémie, d'inflation et de politiques monétaires et budgétaires passant rapidement d'un extrême à l'autre. Nous envisageons de réaliser des rendements positifs, possiblement bien supérieurs à ceux des trois ou quatre dernières années, et cela, même si nous demeurons conscients des risques de récession.

ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ

Nos opérations d'arbitrage sur les transactions de fusion et acquisition durant l'année se sont soldées au total par de bons profits sur un montant de capital déployé relativement peu élevé. Cette stratégie a permis au Fonds d'arbitrage Améthyste de réaliser pour l'ensemble de l'année un résultat positif, bien que modeste, et ce, même si les conditions étaient fort difficiles et certainement très volatiles. Cette forte volatilité qui a persisté toute l'année n'a pas été sans nous causer quelques maux de tête, mais notre approche qui nous incite à mettre fin aux pertes lorsque cela s'avère nécessaire nous a bien servis encore cette fois.

DE jul. 1998 à déc. 2022	REND. ANNUALISÉ (%) <i>net de tout frais</i>							Volatil.	Correl.	% Mois > 0	Ratio Sharpe
	ACJ	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	20 ans	Créat.				
Fonds d'Arbitrage Améthyste - Cl. F	0.9%	0.9%	2.0%	1.8%	4.7%	7.0%	7.8%	8.0%	-	74%	0.71
HFRI - Global Fund Weighted	-3.9%	-3.9%	5.8%	4.5%	4.7%	5.7%	6.1%	6.9%	0.48	65%	0.57
S&P 500 (TR)	-18.1%	-18.1%	7.7%	9.4%	12.6%	9.8%	7.1%	16.0%	0.43	64%	0.31
S&P/TSX Composite (TR)	-5.8%	-5.8%	7.5%	6.8%	7.7%	8.5%	6.7%	14.8%	0.49	63%	0.31
EAFE World Equity (TR)	-16.8%	-16.8%	-1.5%	-1.1%	1.9%	3.6%	1.4%	16.9%	0.43	56%	-0.04
FTSE CAN Long Term Bond	-21.8%	-21.8%	-5.8%	-1.1%	1.7%	5.0%	5.2%	7.8%	0.13	59%	0.40

Indice S&P 500



La prudence toujours de mise

La prudence a été bonne conseillère toute l'année, et nous n'en avons pas dérogé au quatrième trimestre. Nous avons continué à restreindre nos participations aux transactions qui nous paraissent les plus sécuritaires, portant sur des échéances plutôt courtes et offrant un rendement que nous jugions acceptable. Cela a limité à 14 le nombre de nouvelles transactions auxquelles nous avons pris part en octobre et novembre. Toutefois, l'extrême volatilité des écarts observés en décembre nous a incités à en ajouter 12 autres. Il s'agissait pour la plupart d'opérations qui avaient été précédemment annoncées, mais pour lesquelles nous avons préféré nous abstenir lors de leurs annonces. Nous avons cependant décidé d'y participer lorsque les baisses des prix les ont rendues beaucoup plus attrayantes et, de ce fait, beaucoup moins risquées.

TITRES CONVERTIBLES

Si l'on pouvait prévoir l'imprévisible, la vie serait tellement plus facile, s'amuse-t-on à dire souvent. Et cela aurait été certainement le cas en 2022 pour les gestionnaires d'obligations convertibles. Dans le contexte de volatilité extrême des marchés de la dernière année, nous avons eu à faire face à quelques cas où l'imprévisible est venu gâcher de bonnes idées, appuyées par de solides cotes de crédit et par des portages très rémunérateurs. Nous avons entre autres subi des pertes sur de bons crédits qui devenaient soudainement moins bons de façon tout à fait inattendue. Mais le grand nombre de positions d'arbitrage que nous détenons et que nous négocions tous les jours pour améliorer la qualité du portefeuille ont bien sûr amorti en grande partie, quoique mais pas complètement, les pertes essuyées lors de ces situations imprévisibles. Un rendement légèrement négatif a été le lot de cette stratégie cette année.

Un ton plus positif

L'année 2023 s'amorce sur un ton incontestablement plus positif. Une nouvelle réalité s'est installée. **Le risque ainsi que le niveau des taux d'intérêt sont maintenant inclus en grande partie dans les prix des actifs.** De émissions sont lancées pour financer de nouveaux projets et de

nouveaux investissements, plutôt que pour remplacer d'anciennes obligations qui ne trouvaient plus preneur ou qui émanaient de sociétés en grand besoin de refinancement. Et ce nouveau paradigme semble là pour de bon. On pourra plus facilement investir dans des sociétés avec un niveau de dette prudent pour éviter les mauvaises surprises, qui auront de bons projets et dont les membres de la direction fourniront de l'information fiable. Voilà tout ce qu'il nous faut pour être aujourd'hui enthousiaste.

REVENU FIXE

Sur le marché des titres à revenu fixe, le quatrième trimestre fut marqué par une volatilité qui se compare aisément à celle de mars 2020, alors que frappait la pandémie, et à celle de la grande récession de 2008-2009. À la différence que, cette fois-ci, la situation dure plus longtemps. Les mouvements sur la courbe de rendement et la durée ont de nouveau été brusques, rapides et importants. Conséquence : une performance négative au quatrième trimestre qui est venue effacer une partie de nos gains du trimestre précédent et qui nous a valu un rendement légèrement négatif de la stratégie pour l'ensemble de l'année.

La table est mise

L'inversion prononcée de la courbe de rendement au Canada a lourdement influencé l'élargissement des écarts de crédit depuis le mois de septembre. Même dans le cas où rien ne se passerait pendant un an quant aux écarts et à la pente de rendement, l'accentuation extrêmement prononcée de la courbe de crédit pour les échéances de 4 à 7 ans place maintenant le rendement potentiel sur le capital à des niveaux rarement vus, soit de l'ordre de 20 % dans certains cas. Un rétrécissement quelconque des écarts jumelé à un rétablissement de la courbe de rendement vers une pente plus normale porte en soi la capacité de générer des bénéfices très intéressants. À ce compte, la table est peut-être mise pour de très bons résultats pour ce segment du fonds au cours de la prochaine année. Bien des facteurs, dont entre autres la valeur des écarts des titres d'organismes fédéraux (titres d'agences) pour les échéances de 3 à 8 ans qui offre présentement un rendement potentiel très attrayant comparativement à celui des

Un rétrécissement

quelconque des écarts

jumelé à un rétablissement

de la courbe de rendement

vers une pente plus

normale porte en soi la

capacité de générer des

bénéfices très intéressants.

Rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans



écarts des obligations provinciales, suggèrent un marché obligataire très « étiré ». Avec des taux d'intérêt élevés, mais dont le cycle de hausses tire probablement à sa fin au Canada, et des écarts de crédit très larges, le contexte est maintenant favorable à un retour du balancier qui créera des occasions fort intéressantes.

ÉCONOMIE ET MARCHÉS FINANCIERS

Taux d'intérêt et récession

Aux États-Unis, rien n'assure que la Réserve fédérale américaine (la Fed) en ait terminé avec son cycle de hausses des taux d'intérêt. Le président de la Fed n'a pas fermé la porte à des augmentations supplémentaires lors du premier trimestre de 2023. Nul doute que ces hausses de taux fragilisent les perspectives économiques américaines. Il sera certes difficile d'éviter une récession en 2023. Au Canada, la banque centrale a effectué sept hausses de taux durant l'année 2022 pour faire passer son taux directeur à 4,25 %. Au moment d'écrire ces lignes, plusieurs sont d'avis que la hausse annoncée le 7 décembre pourrait bien être la dernière du cycle actuel, les données économiques canadiennes s'avérant quelque peu meilleures que celles de nos voisins du sud. Mais ce ne sera probablement pas suffisant pour éviter, ici aussi, une récession qui pourrait durer quelques trimestres. La contraction pourrait toutefois être moins intense. Dans la zone euro, la situation énergétique est en voie de devenir un problème majeur alors que le conflit en Ukraine se poursuit de plus belle et menace les approvisionnements en ressources énergétiques de la région.

Des dirigeants très inquiets

À l'échelle mondiale, le ton est nettement négatif quant aux perspectives économiques. Une enquête menée par la firme PwC auprès de 4 410 présidents d'entreprises provenant de 105 pays en préparation du sommet économique de Davos indique que 73 % d'entre eux prévoient que la croissance mondiale va baisser au cours de la prochaine année. Il s'agit du plus sombre résultat depuis 12 ans.

PERSPECTIVES

Une année en deux temps



Le consensus des économistes et des stratèges penche vers une année 2023 en deux temps. D'abord, l'économie sera en récession durant la première moitié de l'année alors que les effets de la guerre en Ukraine, les ratés des chaînes d'approvisionnement et la lutte contre l'inflation demeureront les problèmes majeurs que gouvernements et grands acteurs du secteur privé tenteront de résoudre. La volatilité restera au centre des discussions des participants aux marchés. L'année semble bien s'amorcer alors qu'autant les bourses que les marchés obligataires montrent une augmentation intéressante des prix des actions et des titres à revenu fixe. Si les investisseurs semblent baisser quelque peu la garde, la méfiance nous paraît pourtant encore de mise.

En deuxième moitié d'année, le consensus prévoit un retour à des conditions plus favorables. On parlera davantage de sortie de récession, de baisse de l'inflation, et possiblement d'une résolution du conflit entre la Russie et l'Ukraine. Le ton deviendra alors beaucoup plus positif pour les marchés financiers, et les investisseurs pourront retrouver un niveau de confiance qui leur fait actuellement défaut. Est-il nécessaire toutefois de rappeler que les prévisions de début d'année se heurtent généralement à des éléments imprévus qui viennent modifier la donne, parfois même substantiellement ?

Le calme sur la scène politique

À moins d'un improbable changement d'attitude du NPD au Canada, les marchés financiers n'auront pas à composer avec des périodes électorales en Amérique du Nord. Mais la politique demeurera quand même dans l'actualité, car les courses à l'investiture des grands partis politiques américains en vue de l'élection présidentielle de 2024 vont de se mettre en branle rapidement en deuxième moitié d'année. Il est toutefois peu probable que cela ait des effets sur les marchés avant l'an prochain. Le risque politique se situe plutôt sur le plan du fonctionnement du Congrès américain. À la suite de la saga entourant l'élec-

La volatilité restera au centre des discussions des participants aux marchés.



tion de Kevin McCarthy à titre de speaker, la faiblesse du leadership à la Chambre des représentants du Congrès américain risque de rendre pénible l'adoption de mesures vitales au bon fonctionnement de l'économie et des marchés financiers. Le relèvement du plafond de la dette pourrait à nouveau devenir un casse-tête pour l'administration américaine. Souhaitons que la raison l'emporte.