

RÉFLEXION

REVUE 1^{er} TRIMESTRE 2023

www.cristallin.ca

SOMMAIRE

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

Nos stratégies d'arbitrage se nourrissent bien d'une certaine volatilité. Mais la débâcle soudaine de la Silicon Valley Bank a laissé peu de temps pour s'ajuster aux effets de cette volatilité.



ans de passion et de rendement
years of passion and performance

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

Sur fond de crise bancaire

Il n'est pas rare qu'un événement hors de l'ordinaire vienne soudainement changer la tendance des marchés. Et ces changements abrupts s'accompagnent généralement d'une forte volatilité. Le premier trimestre de 2023 en a été un bel exemple lorsqu'une ruée des déposants sur une banque régionale de Californie, la Silicon Valley Bank (SVB), s'est traduite par un renversement brutal de la tendance à la hausse des rendements des obligations et par une chute précipitée des cours boursiers durant quelques séances.

L'année s'était pourtant bien amorcée pour nous alors que des positions en portefeuille dans nos stratégies d'arbitrage de titres à revenu fixe produisaient de très bons résultats. Nos autres stratégies évoluaient sensiblement comme prévu, si ce n'est de quelques développements sur des transactions de fusion et acquisition dont nous discuterons plus loin.

Les marchés s'étaient bien adaptés au contexte de forte inflation, d'autant que des signes de stabilisation des prix de plus en plus évidents permettaient de penser que le cycle de hausses des taux d'intérêt puisse s'inverser dans peu de temps. Bien sûr, on parlait alors de récession. Mais les participants aux marchés semblaient croire que les banques centrales pourraient désormais s'autoriser à relâcher quelque peu la politique de resserrement monétaire afin d'amortir le choc. Toutefois, le spectre d'une crise bancaire provoqué par les événements à la SVB a soudainement tout remis en question.

Nos stratégies d'arbitrage se nourrissent bien d'une certaine volatilité. Mais la débâcle soudaine de la Silicon Valley Bank a laissé peu de temps pour s'ajuster aux effets de cette volatilité. Un trimestre qui s'annonçait pourtant prometteur s'est conclu par un rendement négatif, mais dont nous nous avons pu limiter l'ampleur grâce à la diversification du portefeuille. Nous croyons que celui-ci est actuellement bien positionné pour profiter des prochains trimestres. Voyons comment tout cela s'est passé.

ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ

Tout au long de l'année 2022, les conditions avaient été généralement propices à nos opérations d'arbitrage de fusions et acquisitions. Les résultats de cette stratégie avaient été à la hauteur de nos attentes, contrairement à ceux de nos autres stratégies, qui ont eu à composer avec des conditions de marché parfois extrêmes. Une fois de plus, la diversité de nos stratégies d'arbitrage et le grand nombre d'opérations que nous effectuons avaient bien servi notre cause.

Quelques surprises

Le premier trimestre 2023 s'est toutefois avéré plus difficile pour nos opérations d'arbitrage sur fusions et acquisitions. De mauvaises surprises allaient se succéder. D'abord, dans le secteur du transport de pétrole, la société américaine Frontline retirait sans prévenir son offre de fusion avec Euronav. Ensuite, un actionnaire de Ritchie Brothers, encanteur d'équipement lourd de Vancouver, lançait une campagne pour faire annuler une offre d'achat visant l'américaine IAA, une transaction de 7,3 milliards de dollars américains. Estimant que cet effort de l'actionnaire solo n'était que du bruit, nous avons ajouté à notre position. Cependant, les agences de recommandations ISS et Glass Lewis ont alors suggéré de voter contre la transaction, ce qui faisait selon nous peser un réel danger quant à la réalisation de celle-ci. Jamais n'avions-nous

	REND. ANNUALISÉ (%) net de tout frais							Volatil.	Correl.	% Mois > 0	Ratio Sharpe
	ACI	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	20 ans	Créat.				
DE jul. 1998 à mars 2023											
Fonds d'Arbitrage Améthyste - Cl. F	-1.1%	-2.4%	7.5%	2.2%	4.7%	6.7%	7.7%	7.9%	-	73%	0.70
HFRI - Global Fund Weighted	1.0%	-1.9%	10.3%	4.7%	4.5%	5.7%	6.0%	6.9%	0.48	65%	0.57
S&P 500 (TR)	7.5%	-7.7%	18.6%	11.2%	12.2%	10.4%	7.3%	16.0%	0.43	64%	0.32
S&P/TSX Composite (TR)	4.6%	-5.2%	18.0%	8.8%	7.9%	8.9%	6.8%	14.8%	0.49	63%	0.32
EAFE World Equity (TR)	7.6%	-4.1%	10.3%	0.9%	2.3%	4.5%	1.7%	16.9%	0.43	56%	-0.02
FTSE CAN Long Term Bond	4.7%	-7.2%	-4.4%	-0.2%	2.2%	5.3%	5.4%	7.9%	0.14	59%	0.41

Indice S&P 500



vu une transaction se réaliser alors que deux agences se prononçaient contre et qu'aucun actionnaire important ne l'appuyait. Comme le dictionnaire nos règles de gestion prudente, nous avons donc décidé de liquider la position afin de limiter les pertes potentielles. À notre surprise, la transaction s'est quand même réalisé, mais cela aurait bien pu être l'inverse. Devant un tel degré d'incertitude, nous avons préféré ne pas courir le risque.

Une acquisition de la Banque TD se fait attendre

La faillite de la Silicon Valley Bank (SVB) en Californie a également eu des répercussions sur une transaction impliquant la Banque TD. L'année dernière, celle-ci avait convenu d'acheter pour 13,4 milliards de dollars américains la banque américaine First Horizon (FHN), une banque régionale du sud des États-Unis, et nous avons pris une position dans cette transaction qui devait se solder au premier trimestre. La transaction semblait intéressante pour les deux parties. Or, la décision des régulateurs se fait encore attendre quant à l'approbation ou le rejet de la transaction. Les déboires de la SVB ont eu un effet négatif immédiat sur la valeur de la plupart des banques régionales américaines, et FHN n'y a pas échappé. Bien que le cours de l'action de la plupart de ces banques ait repris une partie du recul, celui de FHN demeure en baisse de 30-35 % sur le prix de la transaction. Bien qu'il soit possible que la Banque TD puisse se retirer de son engagement, nous croyons qu'il soit plus probable qu'elle veuille renégocier le prix de la transaction à la baisse de 10-20 %. Si cela s'avère, il y aurait alors un bon potentiel de gain pour nous à partir du prix actuel. Entretemps, nous négocions de façon tactique notre position afin d'en réduire le coût, et ce, en attendant patiemment de voir comment se conclura cette saga qui pourrait éventuellement se retourner en notre faveur.

Pour le reste, l'ensemble de nos transactions avancent bien, et elles devraient générer de bons gains. Nous estimons que les transactions de fusions et acquisitions annoncées récemment se négocient à des prix qui ne rémunèrent pas suffisamment le risque à notre goût. Nous continuons donc d'exercer une certaine prudence. Mais cela ne nous empêche pas de trouver quelques bonnes occasions que nous ajoutons au portefeuille.

TITRES CONVERTIBLES

Nous avons su profiter en janvier d'un bon début d'année pour nos stratégies d'arbitrage d'obligations convertibles : les écarts de crédit se resserraient, la volatilité demeurait suffisamment élevée et les prix offerts pour les nouvelles émissions étaient intéressants. La situation s'est toutefois détériorée quelque peu en février alors que les marchés boursiers se corrigeaient après la forte embellie de janvier. La crise bancaire en mars a finalement entraîné une extrême volatilité sur les marchés obligataires qui a mis à mal quelques-unes de nos positions.

Place à des opérations tactiques

En dépit de cette volatilité, nous n'avons pas noté de réelle panique de la part des investisseurs, l'intervention des banques centrales assurant la liquidité sur les marchés. Les prix des obligations convertibles se sont bien sûr repliés, conséquence des craintes quant à l'élargissement des écarts de crédit et d'un marché à la recherche d'une direction plus claire. Malgré le vieil adage disant que, dans le doute, il est préférable de vendre, nous avons décidé de conserver la plupart de nos positions en portefeuille. La meilleure façon de profiter d'un marché sans direction était d'ajouter tactiquement à nos positions que l'on estime solides lorsque les prix reculent temporairement, ce que nous avons fait. Nous prévoyons revendre à profit la plupart de ces positions opportunistes au cours du deuxième trimestre.

Retour à la normale

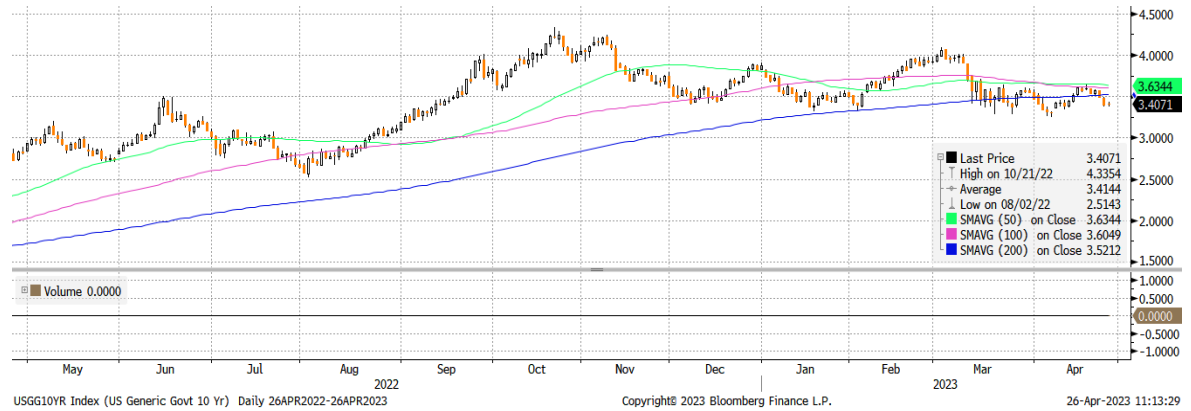
Nous nous attendons pour le prochain trimestre à ce que les conditions sur le marché des titres convertibles se normalisent alors que les interventions des banques centrales auront permis de stabiliser les marchés financiers. Cela nous permettra à la fois de liquider les positions tactiques qui auront joué leur rôle et d'établir de nouvelles positions offrant des perspectives intéressantes pour le reste de l'année.

REVENU FIXE

Nous nous étions positionnés au cours des derniers trimestres de 2022 de manière à profiter d'un rétrécissement éventuel des écarts de rendement entre les obligations d'organismes gouvernementaux (agences) et celles du gouvernement

Jamais n'avions-nous vu une transaction se réaliser alors que deux agences se prononçaient contre et qu'aucun actionnaire important ne l'appuyait.

Rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans



du Canada, principalement ceux des titres à échéance de 5 à 7 ans. En effet, nous estimions qu'il s'agissait d'une situation offrant un potentiel de rendement du capital des plus intéressants. **Dès le début de l'année, le marché nous donnait raison, et ces écarts de crédit commencèrent à se rétrécir de façon importante, dégagant un gain significatif sur nos positions.** Mais ce mouvement fut interrompu de façon abrupte au début du mois de mars par l'annonce des difficultés que rencontrait la banque californienne SVB, difficultés qui allaient mener en quelques jours à la liquidation de la banque et allaient forcer la Réserve fédérale américaine (la Fed) à prendre les mesures nécessaires afin d'éviter une contagion dans l'ensemble du secteur bancaire américain. Les écarts de crédit se sont alors élargis de façon fulgurante et une bonne partie de nos gains se sont évaporés. Un mouvement d'une telle ampleur ne s'était pas vu depuis mars 2020, lors de l'arrivée de la pandémie de COVID-19. Alors que les investisseurs optaient pour la sécurité qu'offrent les obligations gouvernementales, deux jours auront suffi pour effacer en bonne partie la compression des écarts qui s'était produite durant les deux mois précédents. De retour au point de départ, nous conservons néanmoins ces positions sur écarts de crédit d'agences, car nous croyons que ces écarts vont fort probablement se normaliser, et qu'alors nos positions généreront d'excellents profits.

Performance et perspectives intéressantes

Cela n'a pas empêché notre portefeuille d'arbitrage de titres à revenu fixe de réaliser une performance positive pour l'ensemble du trimestre, grâce à la diversification de nos opérations d'arbitrage. La situation actuelle nous place en bonne position pour générer de bons rendements au cours des prochains mois. Nos positions nous procurent un gain de portage estimé à 8,30 % sur une base annualisée. De plus, la pente fortement positive de la courbe de crédit fait en sorte que le passage du temps nous assure un gain sur la valeur de nos positions à mesure que l'échéance de nos titres se raccourcit. Enfin, la volatilité récente a ramené les écarts de crédit à des niveaux historiquement très élevés dont nous entendons profiter de nouveau en conservant nos positions stratégiques dans ces titres, principalement ceux d'agences dont l'échéance est de 5 à 7 ans.

ÉCONOMIE ET MARCHÉS FINANCIERS

Les banques centrales : entre l'arbre et l'écorce

Inflation ou récession, que doit-on d'abord combattre ? Les banquiers centraux sont placés plus que jamais devant ce dilemme, et leur choix risque fort d'affecter de façon significative l'évolution des marchés financiers. La Banque du Canada vient d'annoncer qu'elle maintient son taux directeur à 4,50 % comme elle l'avait fait lors de sa réunion précédente. Les perspectives inflationnistes le lui permettent, dit le gouverneur Tiff Macklem. Mais il s'empresse de prévenir que cela n'exclut pas la possibilité de nouvelles hausses de taux, laissant ainsi croire que des baisses de taux ne sont pas imminentes.

Aux États-Unis, on apprend par le compte rendu des discussions des membres de l'Open Market Committee de la Fed lors de sa rencontre du mois de mars que l'effet de la crise bancaire amorcée par la déroute de la Silicon Valley Bank sera probablement de faire tomber l'économie américaine en récession. Ainsi, malgré le bon état et la résilience du système bancaire, l'économie en prendra un coup, selon les dirigeants de la Fed. La tentation d'abaisser les taux d'intérêt sera forte lorsque les signes de récession apparaîtront. D'autant que l'indice ISM manufacturier se retrouve depuis décembre sous le niveau de 50.

PERSPECTIVES

Changement de paradigme

L'évolution du rendement des obligations américaines de 10 ans, qui a fluctué de plus de 50 points centésimaux chaque mois durant le premier trimestre, à la baisse en janvier, à la hausse en février, et de nouveau à la baisse en mars, a certainement été un fait marquant du dernier trimestre. L'inflation et le risque de récession ont été au cœur du débat au premier trimestre et risquent de l'être encore durant le deuxième trimestre.

Après une année 2022 durant laquelle le portefeuille traditionnel 60/40 a connu sa pire performance depuis des décennies, voilà qu'au premier trimestre de 2023, c'est tout à fait l'inverse, cette répartition d'actifs offrant son meilleur résultat

La tentation d'abaisser les taux d'intérêt sera forte lorsque les signes de récession apparaîtront.

trimestriel depuis trois ans. La tentation sera grande pour les investisseurs de croire à un changement de paradigme et de baisser la garde devant le risque. Nous croyons qu'il est préférable de demeurer quelque peu circonspect devant ces perspectives. Néanmoins, nos stratégies d'arbitrage offriront encore une bonne façon de profiter d'une volatilité qui pourrait être encore très présente au cours des prochains mois.