

# RÉFLEXION

REVUE 2<sup>ième</sup> 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

Notre expertise et la diversification de nos stratégies nous permettent d'explorer et de découvrir les meilleures occasions d'arbitrage.



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

### Loin d'être un long fleuve tranquille

Sur les marchés financiers, certains événements peuvent retenir toute l'attention. Ce faisant, ils dissimulent parfois une réalité quelque peu différente. En bourse, par exemple, l'engouement soudain du dernier trimestre pour l'intelligence artificielle a propulsé vers le haut tous les titres rattachés de près ou de loin à ce secteur. Résultat : un deuxième trimestre qui affiche de gros gains pour quelques indices boursiers, mais qui cache une situation plus tendue dans bien des secteurs, alors que la crise bancaire de mars continue d'alimenter les craintes des investisseurs. Pour sa part, le marché des titres convertibles a traversé des moments difficiles, et ce, sans véritable raison apparente.

De même, une ou deux décisions des autorités de réglementation, que l'on pourrait juger très discutables, sont venues porter ombrage au secteur des fusions et acquisitions, qui offrait pourtant de bonnes occasions aux arbitragistes.

Ce sont bien sûr des aléas, mais avec lesquels nous savons composer. Notre expertise et la diversification de nos stratégies nous permettent d'explorer et de découvrir les meilleures occasions d'arbitrage. Et c'est ce que nous avons réussi entre autres dans nos stratégies d'arbitrage de titres à revenu fixe en maximisant les positions offrant un fort portage défensif, stratégie qui s'est avérée très profitable tout au long du trimestre. Voyons comment tout cela s'est passé.

### ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ

Les participants au marché des fusions et acquisitions (M&A), en plus d'avoir à naviguer entre de multiples écueils, sont aussi confrontés en certaines occasions à des décisions des autorités de réglementation qui semblent difficiles à expliquer. Ce fut le cas au deuxième trimestre pour l'acquisition par Amgen, leader mondial de l'industrie des biotechnologies médicales, d'Horizon Therapeutics, une opération de 28 milliards de dollars (US). Tout s'annonçait pourtant bien. Les dirigeants d'Amgen étaient très optimistes, et le financement, bouclé. **Mais voilà que la Federal Trade Commission (FTC) décida sans crier gare de bloquer la transaction, alléguant qu'elle créerait des entraves à la concurrence.** Cette transaction allait nous permettre d'obtenir un gain fort intéressant... jusqu'à l'intervention de la FTC. Ces gains se sont alors rapidement évaporés, et nous avons décidé de vendre une partie de la position afin d'atténuer le risque. Malgré cette déconvenue, nous continuons de croire que la transaction finira par se réaliser. D'ici là, nous gérons de manière tactique cette position, et nous avons bon espoir de récupérer la perte, sinon de générer un profit.

### Une transaction simplement annulée

Une autre transaction majeure, dont nous avons fait état au trimestre précédent, soit l'achat par la Banque TD, prête à allonger plus de 13 milliards de dollars pour mettre la main sur la banque régionale américaine First Horizon, a été simplement annulée dans le contexte de la crise bancaire de mars dernier. Bien que cette crise ait rendu la transaction quelque peu précaire, certaines solutions étaient quand même envisageables, dont celle qui aurait consisté à établir un nouveau prix.

Le fait que ces organismes réglementaires prennent une place peut-être parfois trop grande, si ce n'est injustifiée, ébranle les fondements mêmes du marché. En plus d'un effet de contagion

DE jul. 1998 à juin 2023	REND. ANNUALISÉ (%) net de tout frais							Volatil.	Correl.	% Mois > 0	Ratio Sharpe
	ACJ	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	20 ans	Créat.				
<b>Fonds d'Arbitrage Améthyste - Cl. F</b>	<b>-2.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>4.2%</b>	<b>1.6%</b>	<b>4.8%</b>	<b>6.5%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.9%</b>	<b>-</b>	<b>73%</b>	<b>0.68</b>
HFRI - Global Fund Weighted	3.1%	5.2%	8.8%	5.0%	4.7%	5.4%	6.1%	6.9%	0.47	65%	0.57
S&P 500 (TR)	16.9%	18.1%	14.6%	12.3%	12.9%	10.0%	7.6%	15.9%	0.43	65%	0.31
S&P/TSX Composite (TR)	5.7%	10.4%	12.4%	7.6%	8.4%	8.4%	6.8%	14.8%	0.49	63%	0.31
EAFE World Equity (TR)	9.7%	15.5%	6.2%	1.7%	2.7%	3.7%	1.8%	16.9%	0.43	56%	-0.02
FTSE CAN Long Term Bond	5.4%	5.9%	-7.5%	-0.3%	2.8%	4.9%	5.3%	7.9%	0.14	59%	0.40



## Indice NASDAQ



sur plusieurs autres transactions, les investisseurs ne savent plus trop où se lancer. Souhaitons que, dans le cas de Amgen, la situation puisse se résorber sans trop tarder.

Malgré ces deux ratés notables, il y a eu durant le trimestre beaucoup d'activité de fusions et acquisitions chez les petites et moyennes entreprises, et nous avons participé à 27 d'entre elles. Nous avons connu de bons résultats. Nous possédons une excellente expertise pour ces transactions de petites et de moyennes tailles. Somme toute, les résultats du trimestre ne sont pas mauvais pour nous dans ce secteur, mais ils auraient pu être excellents, sans ces transactions majeures bloquées à la surprise générale.

### TITRES CONVERTIBLES

Au cours du récent trimestre, le secteur des obligations convertibles semblait faire du surplace et ne présentait aucun fil conducteur évident. Chose certaine, la liquidité n'était pas au rendez-vous : très peu de vendeurs. Cela limitait nettement les occasions attrayantes. Nous nous sommes concentrés sur les nouvelles émissions de qualité afin de profiter d'un portage intéressant. Malheureusement, elles n'étaient pas très nombreuses.

Vers la fin du mois de mai, l'humeur plus craintive du marché fit reculer le marché des obligations convertibles. Il était toutefois peu avantageux pour nous de vendre nos positions compte tenu de leur date d'échéance assez rapprochée, moment où ils retrouveront leur valeur au pair. La réalisation des profits est simplement repoussée dans le temps. D'ailleurs, on a senti en juin un certain rebond de la liquidité, et nous avons profité des occasions pour faire quelques achats à bon marché.

### Peu d'occasions de reporter nos positions en portefeuille

Nous avons également continué de déployer des efforts afin de rouler le portefeuille, c'est-à-dire de repositionner le portefeuille dans des titres plus près de la valeur au pair et offrant de meilleures perspectives. Nous procédons toutefois avec prudence afin de nous assurer de ne pas payer trop cher nos prochains achats.

### REVENU FIXE

Ce n'est certes pas la volatilité des taux obligataires qui a fait défaut au cours du dernier trimestre ! En effet, les taux sur l'obligation de référence américaine à 10 ans ont varié de plus de 40 points centésimaux durant la période. Cela ne nous a pas empêchés de réaliser un bon trimestre dans nos opérations d'arbitrage de titres à revenu fixe. Nos gains sur notre portefeuille d'écart de crédit et ceux sur certaines positions de couverture au moyen de fonds négociés en bourse (FNB) ont largement compensé les pertes subies sur les opérations d'arbitrage de la courbe et de la durée.

Nous entamons un nouveau trimestre en conservant la même approche. L'utilisation de l'enveloppe de risque est actuellement de 100 %, comparativement à 80 % à la fin du trimestre précédent. Elle avait oscillé entre 80 % et 100 % au deuxième trimestre. La durée moyenne des écarts de crédit en portefeuille est de 2,65 ans. Et notre positionnement stratégique favorise les titres d'agences, principalement les échéances de trois ans et de cinq ans. Quant à l'arbitrage de la courbe et de la durée, la volatilité actuelle nous incite à demeurer neutres pour l'instant dans ces secteurs.

### Le portage défensif

Dans nos stratégies sur le crédit, afin de nous prémunir contre la fin du cycle des hausses des taux d'intérêt, phénomène souvent accompagné de volatilité, nous avons établi autant que possible des positions comportant un portage défensif, soit en détenant des positions d'écart de crédit là où la courbe de crédit est la plus accentuée pour les titres d'organismes fédéraux (titres d'agences) échéant dans 3 à 6 ans, pour des titres adossés à des créances hypothécaires garanties dont l'échéance est de 1,5 an et pour certaines obligations municipales. Nous sommes heureux de nos résultats découlant de ce portage défensif, d'autant plus que le crédit canadien se négociait encore sans conviction en juin. Cette stratégie demeure un élément important de nos positions en ce début de troisième trimestre.

*L'utilisation de l'enveloppe de risque est actuellement de 100 %, comparativement à 80 % à la fin du trimestre précédent.*

## Rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans



### ÉCONOMIE ET MARCHÉS FINANCIERS

La progression des marchés d'actions s'était arrêtée brutalement en mars lorsqu'éclata la crise bancaire à la suite de la faillite de la Silicon Valley Bank. Mais l'intervention rapide des autorités a permis d'éliminer tout risque de contagion, du moins pour l'instant. Les bourses ont ainsi offert une solide performance, propulsées cette fois-ci par l'engouement des investisseurs envers les perspectives de l'intelligence artificielle. Le S&P 500 a gagné 8 % pendant le trimestre, et le Nasdaq 13 %. La bourse canadienne, moins bien notée en titres technologiques, n'a progressé que de 1 %. La diminution des pressions inflationnistes et l'approche de la fin du cycle de hausses de taux d'intérêt ont favorisé les obligations, si bien que l'indice DEX Univers des obligations canadiennes a réalisé un rendement positif de 2,51 % depuis le début de l'année.

#### La fin du cycle des hausses de taux

L'environnement macroéconomique demeure incertain. Parmi les éléments susceptibles de retenir beaucoup l'attention, figure incontestablement la fin probable des hausses de taux directeurs par la Réserve fédérale américaine (la Fed) et la Banque du Canada. Quand la Fed cesse de hausser ses taux, on assiste généralement à une hausse des marchés boursiers, à une amélioration des écarts de crédit, à des taux d'intérêt plus bas de manière générale et à une courbe de rendement plus accentuée. L'histoire nous enseigne que la première baisse de taux survient en moyenne six mois après la dernière hausse, et au maximum 14 mois après celle-ci.

Au Canada, la banque centrale vient de porter son taux directeur à 5 %, et rien n'assure, selon les propos du gouverneur, qu'il s'agissait de la dernière hausse. L'inflation canadienne est passée sous la barre des 3 %, soit à l'intérieur de la fourchette de 1 % à 3 %, objectif de la Banque du Canada. Mais il semble que celle-ci tienne à s'assurer que la tendance se poursuivra avant de mettre fin à sa série haussière.

### PERSPECTIVES

Alors que le cycle des hausses de taux d'intérêt tire à sa fin, il est difficile de croire qu'une augmentation aussi considérable des taux dans un laps de temps relativement court n'aura pas d'importantes répercussions négatives sur l'économie. Alors que s'amorce la période de publication des résultats trimestriels des grandes sociétés nord-américaines, rappelons que les profits étaient déjà en baisse au cours des trois derniers trimestres. Cela n'a toutefois pas empêché l'indice S&P 500 de gagner plus de 25 % pendant ces neuf mois. Difficile de ne pas croire qu'un ralentissement ne finisse par pointer éventuellement à l'horizon.

Dans un tel contexte, la diversification des portefeuilles demeurera essentielle au cours des prochains trimestres, et le Fonds d'arbitrage Améthyste est tout indiqué pour y jouer un rôle intéressant, compte tenu du grand nombre de titres distincts qu'il détient et de l'utilisation de stratégies d'arbitrage non directionnelles, qui ne dépendent donc pas de la tendance des marchés.

*L'histoire nous enseigne que la première baisse de taux survient en moyenne six mois après la dernière hausse, et au maximum 14 mois après celle-ci.*