

RÉFLEXION

REVUE 3^{ième} 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

N'étant pas directionnelles, nos différentes stratégies d'arbitrage nous permettent de nous adapter aux différentes conditions de marché.



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

On s'attend généralement à ce que les marchés financiers soient moins fébriles pendant les mois d'été et nous apportent juste le niveau de volatilité permettant de naviguer profitablement à travers nos différentes stratégies d'arbitrage. Cette période nous prépare pour la période automnale durant laquelle la volatilité devient le plus élevée, avec les risques que cela comporte.

Or, le troisième trimestre de 2023 a fait exception à cette règle. Les marchés boursiers ont d'abord offert une performance intéressante en juillet, mais au moment où plusieurs pouvaient être tentés de baisser la garde, les indices se sont corrigés rapidement durant les trois premières semaines du mois d'août. Et cette volatilité s'avérerait encore pire en septembre.

Forte volatilité des marchés obligataires

Pas de répit non plus pour les marchés obligataires, alors que les variations quotidiennes des obligations du Trésor américain de 10 ans ont eu de quoi étourdir intervenants et observateurs. Bien sûr, les tendances économiques ne sont pas faciles à déchiffrer : récession ou simple ralentissement, atterrissage en douceur ou brutal ? Avec, en arrière-plan, des banques centrales qui s'affichent comme particulièrement tenaces dans le maintien d'une politique restrictive.

N'étant pas directionnelles, nos différentes stratégies d'arbitrage nous permettent de nous adapter aux différentes conditions de marché. Celles-ci nous invitaient à beaucoup de prudence au dernier trimestre. Soit à éviter, dans la mesure du possible, les situations au dénouement peu prévisible, et à nous concentrer sur celles offrant une meilleure visibilité.

Tout cela ne nous a pas empêchés de lancer, comme prévu, le 1er septembre, le Fonds d'obligations souveraines canadiennes à rendement absolu (OSRA). On vous en reparle plus loin.

ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ

L'activité n'a pas manqué : nous avons participé à 32 nouvelles transactions au cours du trimestre. Mais, signe des temps et des conditions de marché, la majorité de ces transactions avaient pour objet de petites entreprises, un peu comme au trimestre précédent. Ces opérations sont actuellement les plus attrayantes, car elles sont simples la plupart du temps et se concluent assez rapidement. De plus, elles sont généralement peu onéreuses et nécessitent moins de financement pour l'acheteur, ce qui fait que peu de transactions échouent.

Deux cas troublants

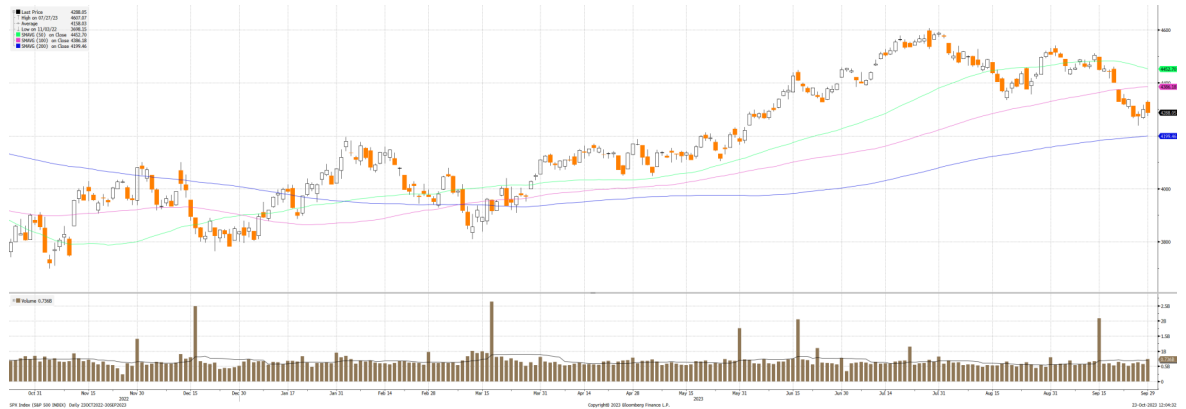
Par ailleurs, deux cas sont venus nous rappeler comment les transactions d'envergure peuvent être nettement plus complexes et se conclure de façon vraiment imprévisible. Mentionnons d'abord les efforts de Microsoft pour acquérir Activision Blizzard, un développeur et éditeur américain de jeux vidéo, au coût de 69 milliards de dollars américains. L'issue de la transaction est demeurée longtemps incertaine en raison des tergiversations, une fois de plus, des autorités de réglementation américaines hésitant à y donner leur approbation. Nous n'avons participé à cette transaction qu'à la toute fin, lorsqu'elles ont finalement rendu leur décision. Cela s'est soldé pour nous par un léger profit, mais ce ne fut pas le cas pour tous les investisseurs. ***Cette transaction fut un autre bel exemple du fait que l'attitude des régulateurs peut parfois faire mal paraître le secteur de l'arbitrage de fusions et acquisitions.***

DE jul. 1998 à sept. 2023	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	-1.8%	0.9%	1.8%	1.8%	4.7%	6.3%	7.5%	7.9%	-	73%	0.67
HFRI - Global Fund Weighted	4.2%	6.7%	6.7%	5.1%	4.6%	5.2%	6.1%	6.8%	0.47	65%	0.56
S&P 500 (TR)	13.1%	26.6%	10.2%	9.9%	11.9%	9.7%	7.4%	15.9%	0.43	64%	0.30
S&P/TSX Composite (TR)	3.4%	9.5%	9.9%	7.3%	7.5%	7.9%	6.6%	14.8%	0.49	62%	0.30
EAFE World Equity (TR)	4.5%	22.3%	3.1%	0.6%	1.1%	3.1%	1.6%	16.8%	0.43	56%	-0.04
FTSE CAN Long Term Bond	-4.6%	-5.6%	-10.4%	-1.8%	1.9%	4.3%	4.9%	8.0%	0.14	58%	0.34



Les obligations que nous détenons comportent pour la plupart une échéance relativement courte, soit entre 2 et 5 ans et, de ce fait, leurs prix sont nettement moins affectés que ceux des titres à long terme.

Indice S&P 500



L'autre cas fort particulier a été celui de MaxLinear, qui tentait d'acheter Silicon Motion, une société américano-taïwanaise du secteur des semi-conducteurs. L'obtention de l'approbation des autorités chinoises s'annonçait difficile, voire peu probable. Mais à la surprise générale, en toute fin de processus, celles-ci donnèrent finalement leur aval. Nous avons alors pris une petite participation dans la transaction, pour voir ensuite, fait très rare, l'acheteur se retirer, causant ainsi une volatilité extrême lors d'une seule séance de négociation. Le résultat fut cette fois-ci moins heureux pour nous.

TITRES CONVERTIBLES

Force est d'admettre que le discours de la Réserve fédérale américaine (la Fed) cet été a pris beaucoup de gens par surprise et que l'impact sur les marchés, autant obligataires que boursiers, a modifié sensiblement le jeu sur le marché des obligations convertibles. À cause du recul du marché boursier qui s'est accéléré en septembre, les options de conversion de certaines obligations convertibles ont perdu de leur efficacité. En l'absence de la couverture qu'offrent ces options de conversion, les obligations convertibles ressemblent davantage à de simples obligations qui fluctuent au gré des taux d'intérêt. Et la faiblesse du marché obligataire a eu pour effet de pousser certaines de nos positions en territoire négatif. Mais ce n'est pas une catastrophe, loin de là. Les obligations que nous détenons comportent pour la plupart une échéance relativement courte, soit entre 2 et 5 ans et, de ce fait, leurs prix sont nettement moins affectés que ceux des titres à long terme.

Toujours en bonne position

En l'absence d'un événement de crédit majeur touchant l'une ou l'autre de nos positions, une probabilité que nous évaluons comme très faible, notre situation n'est pas du tout inconfortable. D'abord, nous nous retrouvons avec un portefeuille d'obligations qui devrait nous procurer un excellent rendement. De plus, le risque de dépréciation de ces obligations est maintenant bien moindre compte tenu du phénomène de convexité qui fait que l'effet d'une hausse de taux sur le prix de l'obligation est atténué plus les taux de rendement sont élevés. Par exemple, une hausse

du rendement de 1 % à 3 % causera une baisse plus marquée du prix de l'obligation que si le rendement passait de 5 % à 7 %. Et inversement, cette convexité jouera à l'avantage du détenteur alors que la hausse des prix sera plus rapide si les taux baissent.

Bien qu'il soit difficile de prédire le moment où la volatilité du marché obligataire s'estompera, les marchés à terme sur les taux d'intérêt suggèrent que les banques centrales nord-américaines s'approchent du moment où elles interrompront leurs hausses de taux. Le discours politique entourant la question le suggère également. Et toute reprise des marchés obligataires aura un effet bénéfique sur notre portefeuille.

Entretiens, nous continuons à améliorer la qualité du portefeuille en nous tournant principalement vers les nouvelles émissions. Nous visons les obligations comportant de bons coupons d'intérêt, et nous recherchons les situations pouvant nous assurer un bon portage.

REVENU FIXE

Une volatilité hors norme des marchés obligataires s'est accentuée au troisième trimestre, si bien que l'indice des obligations canadiennes DEX Universe a enregistré une perte de 3,97 % pour ainsi se retrouver en territoire négatif pour l'année jusqu'à maintenant. Aux États-Unis, les obligations du gouvernement fédéral de 10 ans ont pour leur part augmenté de 75 points de base, entraînant ainsi des pertes substantielles dans de nombreux portefeuilles passifs.

Quant à nous, le maintien de nos stratégies d'arbitrage prudentes sur la courbe de rendement ainsi que sur la durée, couplé à l'accent mis sur les gains qu'offre le portage défensif, nous a permis de réaliser de nouveau un rendement intéressant pour le trimestre, et ainsi d'ajouter à nos gains depuis le début de l'année.

Une courbe de crédit favorable accentuée

Du côté des écarts de crédit, le tableau est mitigé. On constate une légère compression des écarts sur les titres d'organismes fédéraux (ou agences) et provinciaux qui se retrouvent sensiblement au

Rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans



même niveau qu'à la fin du premier trimestre. La courbe de crédit, quant à elle, demeure très accentuée et continue de permettre des rendements du capital très élevés, de l'ordre de plus de 20 % pour les échéances de 5 et 6 ans des obligations d'agences gouvernementales. Cette dislocation offre encore une rare opportunité, dont nous entendons bien profiter.

L'utilisation de notre enveloppe de risque en fin de trimestre pour cette stratégie est de 100 %, soit la même qu'elle était à la fin du trimestre précédent. Elle a oscillé entre 95 % et 100 % durant tout le trimestre. Sur le plan stratégique, nous maintenons une durée moyenne des écarts en portefeuille de 2,8 ans, et nous favorisons les écarts sur titres d'agences dont l'échéance est de 3 ans et de 5 ou 6 ans. Nous maintenons également un léger biais en faveur d'une accentuation de la courbe de rendement. Quant à l'arbitrage de la durée, une trop grande volatilité nous incite à demeurer neutres pour l'instant.

Lancement d'un nouveau fonds

Tandis que les hausses des taux d'intérêt malmènent les portefeuilles obligataires et que les investisseurs sont à la recherche de rendements aussi stables et sûrs que possible pour leurs investissements en revenu fixe, nous avons lancé, le 1er septembre, le Fonds d'obligations souveraines canadiennes à rendement absolu (OSRA). La création de ce fonds nous permet d'offrir aux investisseurs intéressés ce créneau fort porteur dont le rendement à ce jour excède nettement celui des indices obligataires canadiens.

Le Fonds OSRA repose sur une stratégie d'investissement à rendement absolu qui porte sur des écarts entre des obligations sécuritaires et liquides du gouvernement du Canada et de ses agences et qui ne demande pas de prendre position sur la direction des marchés ni des taux d'intérêt pour générer un rendement. Cette stratégie a réalisé depuis le début de l'année un rendement positif de 5,8 %, et ce, malgré la chute importante des prix des obligations canadiennes de toutes les échéances durant cette période. Rien ne change pour les investisseurs dans le Fonds d'arbitrage Améthyste qui conserveront pour leur part la même exposition à cette stratégie.

ÉCONOMIE ET MARCHÉS FINANCIERS

Les avis sont maintenant partagés quant à l'effet des hausses de taux d'intérêt sur l'économie mondiale. Les tenants de l'idée que les hausses de taux permettront à terme de juguler l'inflation sans causer trop de dommages aux économies semblent être plus nombreux. On dit de ces gens qu'ils croient en la théorie de l'« immaculée désinflation », soit qu'une banque centrale puisse maîtriser l'inflation sans plonger le pays dans une récession, comme c'est généralement le cas. Étonnamment, la Fed semble nourrir cet espoir. Pourtant, comment ignorer que les taux obligataires à moyen et long termes qui, eux, ne cessent de monter, auront inévitablement un effet dévastateur sur l'économie mondiale? Bien sûr, certains indicateurs américains semblent rassurants quant à une poursuite de la croissance économique aux États-Unis. Mais pour combien de temps? **La conjoncture rend les décisions des dirigeants des banques centrales difficiles à prévoir, ce qui n'atténuera en rien la volatilité des marchés financiers.**



Peu d'appétit pour le risque

Les performances ternes des marchés financiers au troisième trimestre indiquent bien que les investisseurs se sont éloignés du risque durant cette période. Bien que les indices boursiers S&P 500 et Nasdaq demeurent positifs pour l'année en cours, ils n'en sont pas moins en baisse de 4 % et de 5 % respectivement au cours du dernier trimestre. L'indice S&P/TSX pour sa part a reculé de 3 % durant le trimestre, ce qui efface tous les gains de l'année. Le trimestre d'automne, une fois octobre derrière nous, offre souvent de bonnes reprises pour les marchés boursiers. Pouvons-nous encore l'espérer cette année, maintenant que le contexte géopolitique se complexifie à chaque jour?

PERSPECTIVES

Alors que l'explosion de violence en Israël et dans la bande de Gaza risque d'embraser tout le Moyen-Orient, voilà que l'absence totale de leadership à la Chambre des représentants du Congrès, qui occasionne la dislocation de l'appareil législatif aux États-Unis, risque quant à elle de perturber à la fois l'économie américaine et les marchés financiers.

La création de ce fonds nous permet d'offrir aux investisseurs intéressés ce créneau fort porteur dont le rendement à ce jour excède nettement celui des indices obligataires canadiens.



L'incapacité des élus républicains de se donner un président de la Chambre des représentants illustre bien les répercussions déstabilisantes à bien des égards du schisme qui existe au sein du parti républicain à un an de l'élection présidentielle. Les marchés financiers pourraient bien ne pas y échapper non plus. Heureusement, l'agilité que confère aux gestionnaires du Fonds d'arbitrage Améthyste le fait de pouvoir s'appuyer sur plusieurs stratégies totalement différentes et non directionnelles nous permet d'offrir un véhicule de placement bien adapté à cette période qui risque d'être turbulente.