

# RÉFLEXION

REVUE 4<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

*La stratégie du nouveau Fonds autonome lancé en septembre dernier a fourni les résultats escomptés : un rendement positif de 11,7% pour l'année, soit 700 points centésimaux au-dessus du rendement des bons du Trésor canadien à trois mois.*



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

Une importante reprise au cours des deux derniers mois de l'année, tant sur le marché des actions que sur celui des obligations, a donné l'impression que 2023 avait été une bonne année pour les actifs financiers. Toutefois, sans ces deux mois, les résultats auraient été très ordinaires. L'effet n'en est pas moins que de nombreux investisseurs amorcent maintenant l'année 2024 avec beaucoup d'enthousiasme, prévoyant que les banques centrales entameront sous peu une série de plusieurs baisses de taux d'intérêt. Nous nous permettons d'en douter.

### Notre performance

Nos résultats en 2023 traduisent une approche prudente, alors que les marchés manquaient de direction et faisaient face à beaucoup de volatilité. Nous avons ainsi pu protéger le capital, mais cette approche défensive, ainsi que quelques résultats négatifs dans le segment des fusions et acquisitions et celui des obligations convertibles, a produit un rendement neutre pour l'année. Cela nous a menés à entreprendre un certain nombre d'initiatives afin de rehausser les résultats en 2024.

### Un regard neuf

Nous avons ajouté une nouvelle paire d'yeux dans notre salle des marchés et à notre gestion de risque. La présence de ce membre apporte de nouvelles perspectives au sein de l'équipe et donne encore plus de profondeur à notre gestion. Nous avons effectué une revue approfondie de notre portefeuille et estimons être en bonne position pour éviter les situations problématiques et générer des rendements solides en 2024, malgré la volatilité persistante.

### Le nouveau Fonds d'obligations souveraines canadiennes à rendement absolu (« OSRA »)

Le segment des obligations d'État a livré d'excellents résultats tout au long de l'année. En effet, les positions établies pour profiter de quelques occasions rares, notamment un portage défensif très rémunérateur à peu de risque, ont généré les rendements anticipés, tandis que l'accentuation de la courbe de crédit a aussi produit d'excellents gains. Pour répondre à un besoin du marché, nous avons lancé cette stratégie en tant que nouveau fonds autonome, en septembre dernier. Et ce fonds a fourni les résultats escomptés : un rendement positif de 11,7 % pour l'année, soit 700 points centésimaux au-dessus du rendement des bons du Trésor canadien à trois mois.

## ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ

L'année a été marquée par des difficultés sur le marché des fusions et acquisitions, qui ont obligé les investisseurs à s'adapter avec rapidité à un contexte changeant. Nous avons tout de même participé à 112 transactions, soit sensiblement notre moyenne historique. Quatre d'entre elles ont échoué, ce qui, là aussi, est à peine plus élevé que notre moyenne. L'une d'elles concernait la société québécoise Velan Inc. Cette dernière avait reçu une offre d'une société américaine, qui fut retirée par la suite parce que le gouvernement français s'opposa de manière inattendue au passage du contrôle à l'acheteur des États-Unis. (Le gouvernement français avait un droit de regard parce que Velan possède en France une filiale ayant une très petite participation dans le secteur du nucléaire.)

DE jul. 1998 à déc. 2023	REND. ANNUALISÉ (%) <i>net de tout frais</i>							Volatil.	Correl.	% Mois > 0	Ratio Sharpe
	ACI	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	20 ans	Créat.				
<b>Fonds d'Arbitrage Améthyste - Cl. F</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>1.2%</b>	<b>2.2%</b>	<b>4.9%</b>	<b>6.2%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.9%</b>	-	<b>73%</b>	<b>0.67</b>
HFRI - Global Fund Weighted	4.5%	4.5%	3.5%	6.5%	4.3%	5.0%	6.0%	6.8%	0.47	65%	0.55
S&P 500 (TR)	26.3%	26.3%	10.0%	15.7%	12.0%	9.7%	7.8%	15.9%	0.43	64%	0.32
S&P/TSX Composite (TR)	11.8%	11.8%	9.6%	11.3%	7.6%	7.8%	6.9%	14.8%	0.50	62%	0.32
EAFE World Equity (TR)	15.0%	15.0%	1.4%	5.4%	1.6%	2.8%	1.9%	16.9%	0.43	56%	-0.02
FTSE CAN Long Term Bond	9.5%	9.5%	-6.5%	0.6%	3.3%	5.0%	5.4%	8.2%	0.15	58%	0.39

## Indice S&P 500



### Une FTC tatillonne

De même, bien que notre exposition au secteur pétrolier soit très restreinte, des offres d'achat émanant des géants Chevron et ExxonMobil traînent en longueur après que la Federal Trade Commission (FTC) eut formulé des demandes de renseignements supplémentaires (second request), ce qui retarde assurément les décisions de plusieurs mois et ajoute une bonne dose d'incertitude quant à la réalisation de la transaction.

**Devant ces écueils réglementaires, les retards de plus en plus fréquents qu'ils occasionnent et les échecs de certaines transactions importantes qui semblaient pourtant bien ficelées, nous avons entrepris de réduire la part du capital total alloué à cette stratégie, ainsi que la taille de chacune des transactions dans ce portefeuille.**

### Du positif : le regain du secteur des ressources

Nous avons toutefois confiance de réaliser nos rendements cibles en 2024, car nous percevons une augmentation intéressante des volumes d'opérations, et en particulier dans le secteur des ressources, secteur que nous connaissons très bien. Nous continuerons toutefois d'agir avec prudence et de déployer des capitaux uniquement lorsque le profil risque/rendement le justifie.

### TITRES CONVERTIBLES

Un peu comme le secteur des fusions et acquisitions, celui des titres convertibles a conclu l'année avec un rendement neutre. Nous avons bien sûr eu à faire face à beaucoup de volatilité des taux d'intérêt. Rappelons qu'avant sa remontée des derniers mois, le marché obligataire avait été sous pression durant presque toute l'année.

Nous avons liquidé toutes les positions qui ont pesé sur les rendements en 2023, sauf celle sur First Quantum Minerals. En effet, nous croyons que ses obligations offrent un bon potentiel à la hausse puisque les événements qui ont perturbé les activités à sa mine au Panama pourraient néanmoins connaître une issue favorable.

Nous entamons la nouvelle année avec de bonnes liquidités qui permettent de nous repositionner dans des titres de qualité offrant de bons coupons d'intérêt. L'offre de titres ne devrait pas manquer durant la prochaine année si l'on en juge par les besoins de financement des entreprises. Nous devrions alors pouvoir profiter d'écarts de crédit plus intéressants.

### REVENU FIXE

Notre stratégie d'arbitrage d'obligations souveraines a affiché de bons bénéfices durant toute l'année. Les excellents résultats du dernier trimestre sont attribuables principalement aux gains sur le portage qui se sont poursuivis, ainsi qu'à une normalisation de certains segments de la courbe de crédit, qui a offert une compression des écarts, en particulier ceux des titres d'agences gouvernementales. La courbe de crédit n'en demeure pas moins encore très abrupte, surtout pour les échéances de 5 et de 6 ans, ce qui continue de permettre la réalisation de rendements très attrayants sur le capital. Nous allons donc maintenir nos positions de base pour les obligations à 5 et à 6 ans, qui devraient offrir de bons rendements à l'avenir. Ce sont ces occasions uniques qui nous ont amenés à augmenter le capital total du fonds alloué à cette stratégie.

### Excellente protection du capital

Nous soulignons également que nos stratégies ont assuré une très bonne protection du capital en 2023. Nous n'avons connu qu'un mois où le rendement a été négatif, alors que l'indice DEX Univers des obligations canadiennes et l'indice composé S&P/TSX des actions canadiennes ont tous les deux traversé des périodes de six mois de rendement négatif au cours de l'année. **Nous avons la plupart du temps maintenu des stratégies ne nécessitant pas l'utilisation d'encaisse, ce qui nous assurait de capter le rendement des bons du Trésor en plus des gains sur nos stratégies d'arbitrage.** La volatilité de notre portefeuille a été nettement plus faible que celle des indices obligataires traditionnels. Nos stratégies ont produit une valeur ajoutée de 700 points centésimaux

Nous entamons la nouvelle année avec de bonnes liquidités qui permettent de nous repositionner dans des titres de qualité offrant de bons coupons d'intérêt.

## Rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans



supérieure à celle des bons du Trésor, alors que notre moyenne historique se situe plutôt autour de 430 points centésimaux.

### *De bons résultats qui devraient se poursuivre*

Pour l'année qui s'amorce, la stratégie devrait pouvoir générer un rendement attrayant, en partie grâce au portage positif de 8 % à 9 % tiré du rendement des bons du Trésor, majoré du roll-down (soit le gain en capital généré par la compression progressive des écarts de crédit lorsqu'elles approchent de leur échéance), auquel pourraient s'ajouter des gains additionnels provenant de positions stratégiques prises afin de tirer avantage de dislocations sur les marchés. Cela se compare à un rendement de 12 % réalisé en 2023 malgré la forte volatilité du marché obligataire, volatilité qui devrait se poursuivre en 2024.

## ÉCONOMIE ET MARCHÉS FINANCIERS

Les actifs financiers ont, pour la plupart, terminé l'année 2023 sur les chapeaux de roues. L'indice S&P 500 de la bourse américaine a gagné 11 % au quatrième trimestre, ce qui lui a permis d'afficher un rendement de 25 % pour l'année 2023. Au Canada, l'indice S&P/TSX s'est apprécié de 8 % sur l'année, tout le gain provenant de la hausse du dernier trimestre.

Les obligations ont également connu une solide fin d'année. Le rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans a reculé de 69 points centésimaux au quatrième trimestre, et il a clôturé au même niveau qu'à la fin de 2022. Au Canada, un gain de 8,15 % réalisé lors du dernier trimestre a permis à l'indice DEX Univers d'offrir un rendement positif de 6,69 % pour l'année.

## PERSPECTIVES

### *Comment se fera l'atterrissage*

En début d'année 2023, l'idée que l'économie risquait de subir les conséquences des fortes hausses de taux d'intérêt et de se retrouver en récession pesait sur les prévisions. Mais l'écono-

mie résista tant bien que mal, si bien que l'humeur des investisseurs changea à quelques reprises pendant l'année. Mais une importante remontée au cours des deux derniers mois a changé du tout au tout l'humeur des investisseurs. Une majorité d'environ 70 % de ceux-ci ne croit plus à la possibilité que l'atterrissage de l'économie soit brutal. Pour la plupart, des baisses de taux d'intérêt répétées des banques centrales assureront, si ce n'est une relance, à tout le moins un atterrissage en douceur de l'économie. Un contraste étonnant avec le sentiment qui régnait il y a un an.

Nous ne partageons pas nécessairement cet optimisme. Nous accordons plutôt une bonne probabilité à un ralentissement important de l'économie, voire à une récession. On ne peut croire que l'ampleur et la rapidité de la hausse des taux d'intérêt opérées par les banques centrales n'aient pas causé un dommage certain aux économies. La hausse des taux d'intérêt dans la partie longue de la courbe a été forte, ce qui ne fera que gonfler les déficits et le service de la dette de tous les gouvernements.

### *Se méfier des reprises*

À moins d'un événement inattendu, tous s'entendent à dire que le cycle de hausses de taux des banques centrales est maintenant terminé et qu'une série de baisses devrait s'amorcer au plus tard cet été. L'histoire nous enseigne qu'une première baisse de taux survient en moyenne six mois après la dernière hausse. La période entre ces deux mouvements inverses est généralement propice aux marchés des actions, à un rétrécissement des écarts de crédit, à des taux obligataires plus bas et à une pente plus abrupte de la courbe de rendement. Mais il ne faudra pas s'y méprendre. Lorsqu'apparaîtront les premiers signes de la récession que nous craignons, les investisseurs voudront fuir le risque rapidement. Ils délaisseront alors les actions pour se réfugier dans les titres les plus sûrs.

*Nous accordons plutôt une bonne probabilité à un ralentissement important de l'économie, voire à une récession.*



### *De nombreux risques géopolitiques*

Il y a deux ans, c'était l'invasion de l'Ukraine par la Russie. L'automne dernier, ce fut une attaque terroriste par le Hamas, attaque dont l'ampleur et la violence ont surpris tous les observateurs. Cette relance de plus belle du conflit israélo-palestinien a mené les Israéliens à déclarer qu'ils n'auront de cesse que lorsque tous les combattants du Hamas auront été éliminés. Et il y a bien d'autres points chauds sur la planète. On n'a qu'à penser à la querelle entre Taiwan et la Chine, qui risque de reprendre à tout moment, et le discours de plus en plus belliqueux de la Corée du Nord.

Dans un contexte géopolitique aussi incertain et devant des perspectives économiques et financières inquiétantes, nous croyons que le Fonds d'arbitrage Améthyste plaira aux investisseurs soucieux de la protection du capital et désireux de profiter des possibilités de rendements élevés que peuvent procurer nos stratégies d'arbitrage non directionnelles et non corrélées aux catégories d'actifs traditionnels. Le Fonds, faut-il le rappeler, existe depuis 25 ans et a traversé plusieurs crises durant lesquelles il a toujours bien protégé le capital en offrant un rendement supérieur d'au moins 500 points centésimaux à celui des bons du Trésor, tout en offrant une faible volatilité.