

# RÉFLEXION

REVUE 1<sup>er</sup> TRIMESTRE 2024

www.cristallin.ca

## SOMMAIRE

FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE	1
• ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ	1
• TITRES CONVERTIBLES	2
• REVENU FIXE	2
ÉCONOMIE	3
PERSPECTIVES	4

*En même temps, cette période nous permettait de consolider la qualité de nos portefeuilles et de mettre en place de nouvelles stratégies offrant de bons rendements à peu de risque.*

## FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE

### Un excellent début d'année

Dans nos bulletins trimestriels de la dernière année, nous avons souvent mentionné que la prudence guidait souvent le déploiement de nos stratégies d'arbitrage. Une volatilité fréquemment excessive, une fin de cycle de taux d'intérêt difficile à prévoir et des valorisations boursières qui nous semblaient trop élevées nous ont souvent conduits à adopter une approche selon laquelle la préservation du capital était prépondérante dans nos décisions de placement. En même temps, cette période nous permettait de consolider la qualité de nos portefeuilles et de mettre en place de nouvelles stratégies offrant de bons rendements à peu de risque. Et nous en récoltons aujourd'hui les fruits. Nous avons entamé l'année de belle façon avec un rendement de 6,5 % (Fonds Classe F) qui n'a rien à envier aux principaux indices de référence. Nous estimons être en mesure de poursuivre sur cet élan, même si les conditions demeurent difficiles, selon nous.

### La peur de rater quelque chose

Plusieurs catégories d'actifs dont les actions, les obligations et le Bitcoin ont profité d'entrées de capitaux importantes durant les trois premiers mois de l'année malgré des valorisations relativement élevées et des écarts peu attrayants. L'engouement pour les actifs risqués nous semble en partie motivé par la crainte de rater quelque chose, aussi appelée « syndrome FOMO », qui pousse parfois les investisseurs à manquer de discernement, ce qui leur cause de mauvais résultats. Le sentiment s'est complètement inversé au cours de la dernière année. **Des enquêtes démontrent qu'environ 75 % des investisseurs ne paraissent plus s'inquiéter que l'économie puisse traverser une période beaucoup plus difficile.** C'était tout le contraire il y a à peine un an. L'idée d'un atterrissage en douceur semble avoir aujourd'hui conquis la majorité d'entre eux. Pour notre part, nous n'en sommes pas convaincus.

### Les fins de cycle

Bien des économistes et stratèges multiplient les arguments pour justifier les niveaux de valorisation actuelle sur les marchés de titres de participation et des titres d'emprunt. On tente de nous assurer que l'époque est aujourd'hui différente des fins de cycle des années 2000 et 2007. Nous en doutons. Nos résultats du premier trimestre nous confortent dans l'idée que même avec une approche prudente des occasions de réaliser de bons rendements sont toujours présentes. Voici comment cela s'est passé au cours de ce premier trimestre de 2024, et un aperçu de ce que nous envisageons pour les prochains.

### ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ

Les rendements d'arbitrage réalisables sur plusieurs occasions de transactions offertes sur le marché des fusions et acquisitions au cours du premier trimestre étaient à notre avis trop faibles compte tenu du risque qu'elles comportaient. C'est pourquoi nous avons été sélectifs et n'avons participé qu'à 22 nouvelles transactions durant cette période, alors que notre moyenne historique se situe plutôt entre 30 et 40 transactions.

**À nouveau durant ce trimestre, l'attitude des autorités de réglementation n'a rien fait pour soigner la confiance des investisseurs.** Trois nouvelles transactions dans le secteur pétrolier aux États-Unis qui semblaient pourtant assez bien ficelées se sont vues retardées,

DE juillet 1998 à mars 2024	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>6.5%</b>	<b>7.8%</b>	<b>3.7%</b>	<b>3.1%</b>	<b>5.1%</b>	<b>6.3%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.9%</b>	-	<b>73%</b>	<b>0.69</b>
HFRI - Global Fund Weighted	2.4%	9.4%	3.7%	6.5%	4.7%	5.1%	6.2%	6.8%	0.48	65%	0.57
S&P 500 (TR)	10.6%	29.9%	11.5%	15.0%	13.0%	10.2%	8.1%	15.9%	0.44	65%	0.33
S&P/TSX Composite (TR)	6.6%	14.0%	9.1%	10.0%	7.7%	7.9%	7.1%	14.7%	0.50	63%	0.33
EAFE World Equity (TR)	5.1%	12.3%	2.1%	4.6%	2.1%	2.9%	2.1%	16.8%	0.44	56%	-0.01
FTSE CAN Long Term Bond	-3.6%	0.8%	-4.1%	-1.4%	2.4%	4.6%	5.2%	8.2%	0.15	58%	0.36



ans de passion et de rendement  
years of passion and performance

GESTIONNAIRE CANADIEN DE FONDS  
ALTERNATIFS, DEPUIS 1998

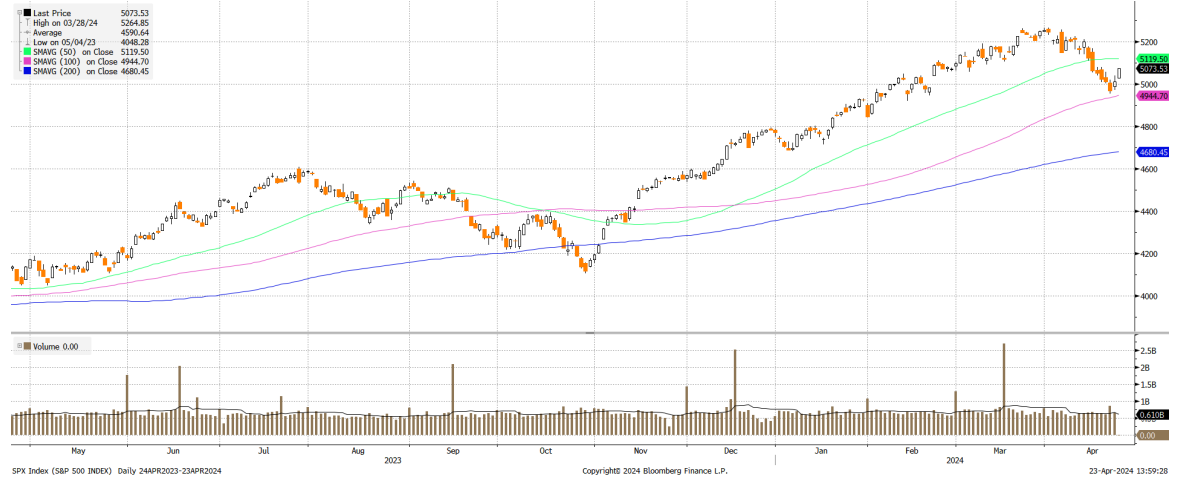
1002, rue Sherbrooke Ouest  
Bureau 1525  
Montréal (Québec)  
Canada H3A 3L6

TÉL. +1 514 284 0248  
info@cristallin.ca



L'objectif consiste à détenir un portefeuille de grande qualité, très liquide en veillant à ce que ces positions s'accompagnent d'une bonne couverture du risque.

## Indice S&P 500



Trade Commission (FTC) a demandé des informations supplémentaires avant de rendre ses décisions, ajoutant ainsi au risque et à la complexité des stratégies d'arbitrage sur ces transactions. Voilà quelques trimestres que de telles situations se produisent, ce qui ne fait que semer davantage la confusion quant aux conditions de marché.

### *Trap de risques dans le secteur médical*

Les transactions du secteur médical offrent pour leur part de bonnes occasions pour ce qui est des prix. Or, on sait pertinemment que ces transactions comportent des facteurs de risque plus nombreux que celles d'autres secteurs, notamment le risque que le développement de nouveaux médicaments soit abandonné faute d'essais cliniques concluants, ou tout simplement que les autorités de réglementation refusent d'accorder leurs approbations.

### *La prudence bien récompensée*

Malgré notre approche prudente, nous n'en avons pas moins trouvé des occasions intéressantes pour déployer notre capital et de générer de solides résultats pour le trimestre. Nous prévoyons une bonne activité pour le reste de l'année dont nous pourrions tirer profit, sans pour autant baisser la garde.

### **TITRES CONVERTIBLES**

Ce fut un trimestre intéressant durant lequel nous avons pu réaliser des gains sur un resserrement des écarts de crédit. En début de trimestre surtout, nous avons investi dans de nouvelles émissions, principalement d'obligations à rendement élevé, et dans une moindre mesure, dans des titres convertibles. Mais plus la période avançait, plus nous avons vendu certaines de ces positions à profit alors que les rendements diminuaient et que le rétrécissement des écarts ne justifiait plus le risque. Nous avons notamment dénoué à des prix intéressants certaines positions que nous avions bâties depuis juillet dernier. Pour expliquer notre stratégie, disons simplement que nous ne tentons pas nécessairement de réaliser des gains

immédiats. Nous gérons plutôt dans le contexte d'une partie qui se joue à moyen et long termes.

### *Bien couvrir le risque*

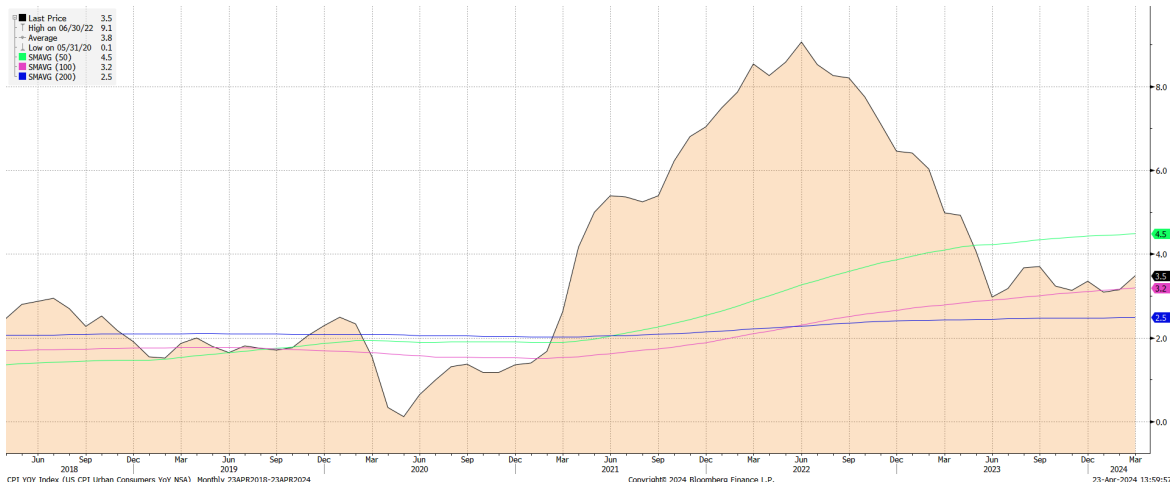
Durant le trimestre, nous nous sommes également consacrés à bien couvrir les positions générant un bon revenu de portage, tout en profitant de la volatilité des marchés pour intervenir au moment approprié. L'objectif consiste à détenir un portefeuille de grande qualité, très liquide en veillant à ce que ces positions s'accompagnent d'une bonne couverture du risque. Cette discipline nous permettra d'abord d'éviter les turbulences des marchés que nous prévoyons, tout en maintenant des liquidités qui nous permettront de saisir les occasions qui se présenteront alors. Sans aller jusqu'à prévoir une hécatombe boursière, nous nous attendons à une correction qui pourrait être importante. Notre positionnement est confortable, et nous nous assurons d'avoir les munitions suffisantes pour pouvoir profiter pleinement des occasions intéressantes que suscitera cette correction.

### **REVENU FIXE**

Notre Fonds d'obligations souveraines à rendement absolu (OSRA) a réalisé un excellent rendement au premier trimestre, et ce, alors que les indices obligataires canadiens affichaient des rendements négatifs pour la période. Nos gains découlent principalement d'une normalisation progressive des anomalies que nous avons décelées sur certains segments de la courbe de crédit, ainsi que de notre décision de maximiser un portage positif.

***Une forte volatilité persiste sur les marchés obligataires, et les perspectives quant au début du cycle des baisses de taux d'intérêt par les banques centrales sont devenues plus incertaines au cours des derniers mois.*** L'inflation demeure une source d'inquiétude, surtout aux États-Unis, alors que les chiffres de l'emploi ne cessent de surprendre et n'incitent en rien les décideurs de la Réserve fédérale américaine (Fed) à amorcer des baisses de taux d'intérêt pour l'instant.

## Évolution de l'inflation aux USA



### Toujours pas de positions directionnelles

La volatilité excessive des marchés obligataires s'est manifestée sans cesse au cours des derniers trimestres. Et le premier trimestre ne fut certes pas différent. À preuve, le taux de rendement des obligations 10 ans du gouvernement américain ont augmenté de 33 points centésimaux durant la période. Nous avons donc continué de nous abstenir de détenir des positions directionnelles sur la durée et la courbe de rendement.

Nous maintiendrons encore une attitude défensive durant le prochain trimestre. Nous nous approchons inévitablement, croyons-nous, de la fin du cycle économique, qui sera marquée par un ralentissement économique, voire d'une récession. Les marchés passeront alors rapidement d'un état d'appétit pour le risque (risk-on) à une aversion pour celui-ci (risk-off). Il s'ensuivra un recul du marché des actions ainsi qu'un élargissement des écarts de crédit, alors que tous les investisseurs rechercheront la sécurité d'abord. Nous n'y sommes pas encore, mais nous préférons en tenir compte et nous positionner en conséquence dès maintenant.

### Bon rendement en vue

Pour le prochain trimestre, nous comptons bien assurer nos assises sur un portage défensif attrayant, ainsi que sur nos positions de base sur les écarts de crédit des titres d'agences gouvernementales dans les échéances à cinq ou six ans. La pente positive de la courbe de crédit et celle, inversée, de la courbe des taux du gouvernement fédéral permettent des rendements du capital alléchants. De plus, nous continuerons de bénéficier du rendement actuel d'environ 5 % des bons du Trésor dont nous profitons étant donné que nos stratégies actuelles ne nécessitent pour la plupart aucune utilisation d'encaisse. Nous aurons à l'œil, bien sûr, les occasions intéressantes que pourrait créer la forte volatilité des marchés obligataires susceptible de perdurer pendant encore quelque temps.

## ÉCONOMIE ET MARCHÉS FINANCIERS

### L'inflation reprend aux États-Unis

Bien que certaines données économiques auraient pu être interprétées comme des signes de ralentissement au premier trimestre, l'économie américaine demeure plutôt robuste. En effet, le marché de l'emploi est toujours résilient, et il s'accompagne, comme on pouvait s'y attendre, d'un taux d'inflation qui rebondit, du moins pour l'instant.

Il n'en demeure pas moins que la Réserve fédérale (la Fed) a, aux dires de la grande majorité des économistes, terminé son cycle de hausses du taux directeur. Historiquement, il s'ensuit généralement une première baisse de taux six mois plus tard en moyenne. La dernière hausse remonte à juillet dernier. Et pourtant, les dirigeants de la Fed se sont succédé sur les tribunes publiques au cours des dernières semaines, souscrivant pour la plupart à l'idée que cette première baisse de taux était repoussée, certains disant même qu'elle pourrait bien ne pas avoir lieu cette année. **À moins que les données inflationnistes ne retrouvent rapidement une tendance à la baisse, force est de conclure que la Fed demeurera sur les lignes de côté au cours des prochains mois.** Ce qui nous amènera en pleine période électorale, soit un moment où la Fed préfère généralement être le moins présente possible dans l'actualité économique.

### Les premières baisses de taux se feront au Canada

De son côté, la Banque du Canada n'a pas encore bougé non plus depuis juillet dernier. **Les récents propos de son gouverneur Tiff Macklem indiquent toutefois clairement qu'il souhaite procéder à une baisse de taux dans un avenir rapproché.** Il se dit satisfait de l'évolution des données économiques, mais il aimerait toutefois avoir une confirmation que les progrès réalisés quant à la diminution de l'inflation s'avèreront durables.

Il s'ensuivra un recul du marché des actions ainsi qu'un élargissement des écarts de crédit, alors que tous les investisseurs rechercheront la sécurité d'abord.

## PERSPECTIVES

### *Comment se fera l'atterrissage*

Dans trois mois à peine, le monde convergera vers Paris pour le grand rendez-vous planétaire que sont les Jeux olympiques. Mais faudra-t-il, comme cela se faisait fréquemment lors des Jeux de l'antiquité, déclarer une trêve des guerres en cours durant la tenue de l'événement ? Il ne serait peut-être pas farfelu d'y songer compte tenu de la dégradation qui s'accélère sur la scène géopolitique. Les marchés financiers ont pour l'instant évité d'être emportés par l'aggravation des conflits en Ukraine et au Moyen-Orient, ainsi que par le spectre d'un autre conflit latent à Taiwan. Mais pour combien de temps encore ?

### *Taux d'intérêt élevés et déficits budgétaires énormes*

À ce contexte tendu s'ajoutent les déséquilibres économiques majeurs qu'entraînent la persistance de l'inflation, le cycle des taux d'intérêt qui perdure et dont les premières baisses sont constamment repoussées à plus tard, ainsi que les déficits budgétaires des pays industrialisés, qui semblent pour l'instant de plus en plus incontrôlables. Au Canada, l'équilibre budgétaire est réduit à l'état de mirage dans un horizon toujours plus lointain.

### *Des élections américaines en toile de fond*

Et c'est sans compter que nos voisins du sud s'apprêtent à entamer la dernière ligne droite les menant à l'élection présidentielle du 5 novembre. Le clivage idéologique et la polarisation des élus actuels et de leur base d'électeurs risquent de rendre inopérant l'appareil législatif américain pour le reste de l'année.