

RÉFLEXION

REVUE 1^{er} TRIMESTRE 2022

www.cristallin.ca

SOMMAIRE

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

Nous n'avons pas hésité non plus à réduire nos positions dès que se manifestaient des signes de danger.



GESTIONNAIRE CANADIEN DE FONDS
ALTERNATIFS, DEPUIS 1998
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

Quel trimestre !

Il n'est pas fréquent que les marchés d'actions et de titres à revenu fixe subissent tous les deux des pertes, même minimes, durant un trimestre. Mais ce fut le cas au trimestre qui vient de se terminer, et ces pertes ont été importantes. Environ 5 % pour les indices S&P 500 et Dow Jones, et plus de 9 % pour le Nasdaq. La bourse canadienne s'en est toutefois tirée avec un gain appréciable de plus de 3 %, grâce à sa forte pondération dans le secteur des matières premières. Mais elle était l'exception.

Sur les marchés obligataires, ce fut pire encore. Une forte remontée des taux obligataires, qui a culminé au mois de mars, a causé des rendements négatifs de l'ordre de 7 % pour les indices obligataires. Pour les investisseurs prudents, qui détenaient des portefeuilles équilibrés entre les actions et les obligations, les pertes ont été importantes.

Un actif non corrélé

Une fois de plus, la diversité de nos stratégies d'arbitrage, bien appuyées sur une gestion du risque adéquate, a permis au Fonds d'arbitrage Améthyste d'offrir à ses investisseurs une performance positive fort intéressante. Le trimestre a certainement démontré que le fait de détenir parmi ses actifs un fonds non corrélé aux indices boursiers et obligataires traditionnels vaut son pesant d'or dans une période de volatilité comme celle que nous venons de vivre. Voyons maintenant plus en détail le déroulement de ce trimestre atypique.

ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ

La volatilité sur les marchés boursiers n'a pas freiné l'activité sur la scène des fusions et acquisitions. Un début d'année actif nous a pavé la voie à une participation à 32 nouvelles transactions, dont le quart au Canada.

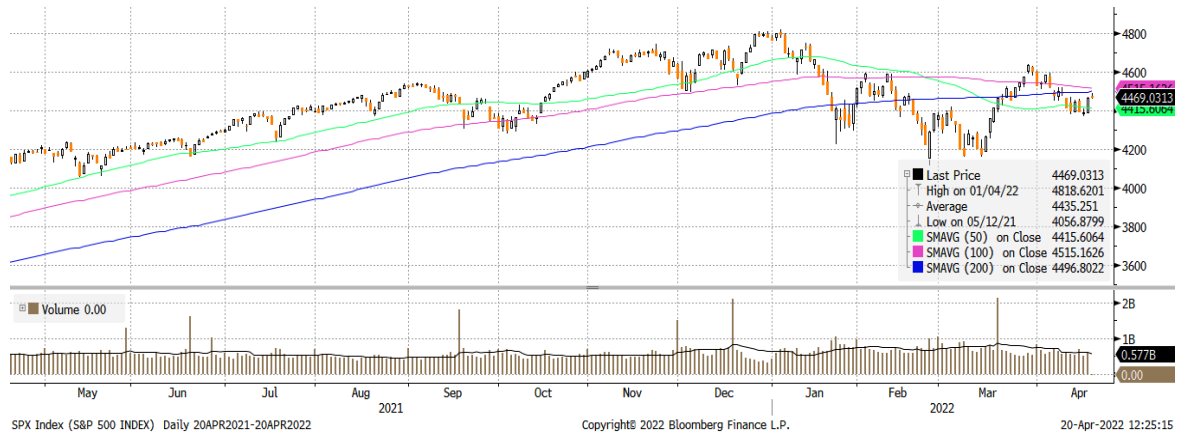
Cette volatilité nous a d'ailleurs bien servis. Elle nous a permis à plusieurs reprises d'accroître nos positions lorsque les écarts s'élargissaient en période où les investisseurs fuyaient le risque, et d'alléger celles-ci lorsque les marchés reprenaient de la vigueur. Cela nous permettait de cristalliser une partie du profit et de nous constituer une réserve de liquidités afin de reprendre cette opération lorsque la situation se présentait de nouveau. Comme quoi la formule voulant qu'il faille acheter quand le marché baisse, et vendre quand il monte, vaut également pour certaines stratégies d'arbitrage.

Une approche néanmoins prudente

Aucun échec n'est venu entraver nos opérations pendant le trimestre, alors que nous avons mis l'accent sur les transactions dont la conclusion était prévue dans les trois mois. Nous n'avons pas hésité non plus à réduire nos positions dès que se manifestaient des signes de danger. Devant la volatilité du marché obligataire, nous nous sommes également limités à des participations plus petites dans les transactions où l'acheteur était un fonds d'investissement privé, au cas où la conjoncture favorable à l'émission d'obligations à rendement élevé (junk bonds) pour financer l'achat se retournerait rapidement. Somme toute, ce fut un début d'année prometteur.

De juil. 1998 à mars 2022 (Classe F)	REND. ANNUALISÉ (%) net de tout frais							Volatil.	Correl.	% Mois > 0	Ratio Sharpe
	ACJ	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	20 ans	Créat.				
Fonds d'Arbitrage Améthyste - Cl. F	2.3%	5.9%	3.4%	2.8%	4.5%	7.1%	8.1%	8.0%	-	75%	0.75
HFRI - Global Fund Weighted	-0.4%	4.7%	8.8%	6.5%	5.3%	5.7%	6.4%	6.9%	0.47	66%	0.62
S&P 500 (TR)	-4.6%	15.6%	18.9%	16.0%	14.6%	9.3%	8.0%	15.4%	0.43	65%	0.36
S&P/TSX Composite (TR)	3.8%	20.2%	14.1%	10.3%	9.1%	8.1%	7.4%	14.7%	0.48	64%	0.36
EAFE World Equity (TR)	-6.6%	-1.2%	5.2%	4.0%	3.5%	3.2%	2.0%	16.6%	0.43	56%	-0.01
FTSE CAN Long Term Bond	-13.4%	-7.4%	-0.8%	1.9%	3.4%	6.1%	5.8%	7.4%	0.12	60%	0.51

Indice S&P 500



TITRES CONVERTIBLES

L'investissement tactique avait la cote

Plus que jamais, il fallait bien distinguer entre l'investissement tactique et l'investissement stratégique lors du dernier trimestre. L'investissement tactique relève de décisions qui s'appuient sur l'anticipation de mouvements de prix à court terme. Il se démarque de l'investissement stratégique par le fait qu'il est fondamentalement actif, alors que ce dernier est plutôt passif. **Un contexte de volatilité, tel celui que nous avons connu au dernier trimestre, était propice aux opérations d'arbitrage tactiques qui sont notre spécialité.**

S'attendre à toutes les éventualités

Les causes de cette volatilité étaient nombreuses. La hausse des taux d'intérêt qui s'annonçait. La guerre en Ukraine, pourtant tellement télégraphiée, mais qui a quand même semblé surprendre beaucoup d'observateurs. Une inflation qui, même si l'on savait qu'elle serait à la hausse, dépassait les attentes. Ainsi que la position de la Chine sur bien des questions économiques et sanitaires. Compte tenu de tous ces facteurs, il fallait s'attendre à toutes les éventualités et se positionner en vue de la possibilité d'assister à des renversements violents des marchés. C'est là que résidait le succès pour ce dernier trimestre. Et cela concordait bien avec nos stratégies d'arbitrage qui profitent de l'incertitude et des variations de prix en dents de scie. Bref, il fallait être tactique.

Évidemment, nous ne gagnons pas chaque fois. Mais notre moyenne au bâton dans ce contexte de volatilité a été de 3 sur 4 au cours du dernier trimestre. Nos résultats ont donc été très intéressants dans un contexte où les fonds d'obligations convertibles n'ont pas fait bonne figure, comme d'ailleurs la plupart des classes d'actifs traditionnels.

Un très bon trimestre

Nous avons amorcé le trimestre de façon prudente, en anticipant beaucoup de volatilité et en nous préparant à en tirer parti. Nous avançons lentement en janvier en utilisant peu de capital de risque. En février, l'activité s'est accélérée. Nous

avons alors ajouté plusieurs positions, principalement reliées à des événements de marché. Enfin, en mars, nous avons profité de la volatilité et des occasions tactiques tout en rééquilibrant plusieurs positions sur titres convertibles, sans toutefois modifier la taille et la diversification du portefeuille, dont nous étions satisfaits.

L'objectif de la préservation du capital est bien sûr demeuré bien présent tout au long du trimestre.

REVENU FIXE

La dislocation des écarts de crédit des titres d'organismes gouvernementaux (ou titres d'agences), dont nous vous avons fait part à plusieurs reprises depuis un an, s'est poursuivie au cours des deux premiers mois de l'année, et ce, dans le cadre d'un élargissement généralisé des écarts de crédit. Cela nous a incités à réduire substantiellement notre enveloppe de risque en février afin de nous protéger de la volatilité. Nous avons quand même subi une perte sur nos opérations d'arbitrage de crédit, mais elle a été en bonne partie compensée par des gains sur l'arbitrage de la courbe et de la durée.

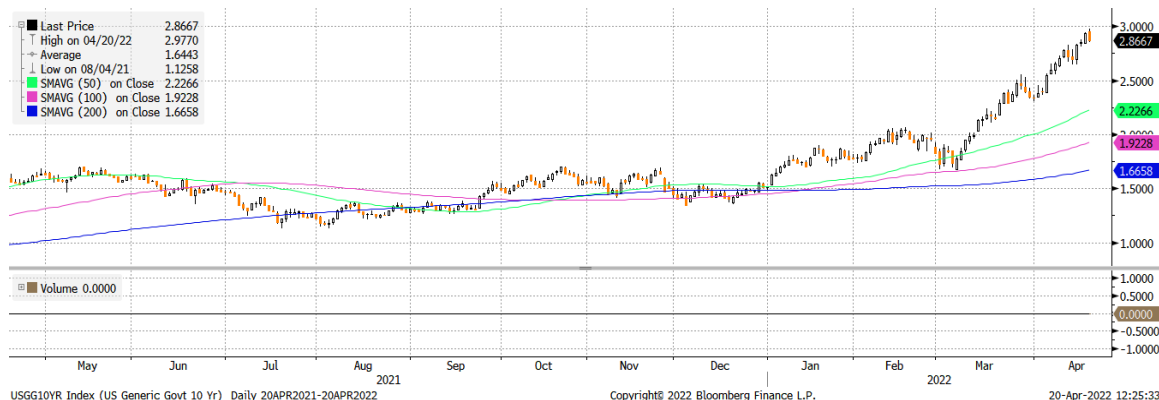
Une fin de trimestre encourageante

En mars, nous avons renversé la vapeur et procédé à une augmentation de l'enveloppe de risque à la suite d'un nouvel élargissement des écarts de titres d'agences, et compte tenu d'une certaine stabilisation des marchés boursiers. **Le mois a été marqué par une volatilité presque sans précédent des marchés obligataires. Malgré cela, deux de nos trois vecteurs d'alpha ont réalisé des gains durant le mois de mars, qui s'est soldé par un résultat positif.**

La performance du secteur de l'arbitrage de titres à revenu fixe a néanmoins été quelque peu négative pour l'ensemble du trimestre. Une perte en janvier, occasionnée entre autres par la dislocation du marché des écarts de titres d'agences, n'a pu être récupérée totalement. Le vecteur le plus important pour nous historiquement, soit l'arbitrage des écarts de crédit, a été dans l'ensemble positif, bien qu'amputé par la dislocation du marché des écarts de crédit sur titres d'agences, qui perdure depuis le quatrième trimestre de 2020 et qui s'est accélérée en fin d'année 2021.

L'objectif de la préservation du capital est bien sûr demeuré bien présent tout au long du trimestre.

Rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans



Ne pas baisser la garde trop vite

Les perspectives pour le prochain trimestre nous semblent fort intéressantes : les titres d'agences dont l'échéance est de six ans et plus, et qui offrent un rendement sur capital investi qui oscille entre 10 % et 15 %, présentent des occasions d'arbitrage invitantes. Bref, les possibilités sont là plus que jamais. Notre approche demeurera néanmoins prudente, dans l'attente de signaux plus convaincants quant à la direction future des marchés des actifs plus risqués.

ÉCONOMIE ET MARCHÉS FINANCIERS

Où s'arrêtera l'inflation ?

Sur une base annualisée, l'indice des prix à la consommation a atteint 8,5 % en mars aux États-Unis, du jamais vu en 40 ans. De même pour l'inflation de base ajustée, qui se situe maintenant à 6,5 %. Bien sûr, la guerre en Ukraine n'a pas aidé, en propulsant à la hausse le prix du pétrole qui surfait déjà sur une solide tendance à la hausse avec la reprise économique. Il est certes difficile de prévoir jusqu'où les politiques, autant monétaire que budgétaire, extrêmement stimulatrices adoptées par tous les gouvernements et banques centrales depuis deux ans nous mèneront en matière d'inflation. Souhaitons que nous le sachions bientôt.

Le cycle des hausses de taux d'intérêt va s'accélérer

L'ampleur de la hausse des prix assure maintenant que les banques centrales vont accélérer le cycle des hausses de taux d'intérêt. L'évolution des marchés financiers laisse croire que la Réserve fédérale américaine (la Fed) haussera la fourchette de son taux cible des fonds fédéraux (Fed Funds) de 50 points centésimaux (0,50 %) lors de ses deux prochaines réunions et de 25 points centésimaux (0,25 %) à chacune de ses autres réunions d'ici la fin de l'année. Cela risque assurément d'entretenir une forte volatilité sur les marchés des titres à revenu fixe.

L'incertitude géopolitique

L'invasion russe en Ukraine le 24 février est rapidement devenue l'une des pires crises depuis la

Deuxième Guerre mondiale, et elle risque de perturber fortement l'économie mondiale, qui connaissait une bonne reprise postpandémique jusqu'à ce moment. Nul doute que l'armée russe n'a pas remporté le succès qu'elle prévoyait. Au lieu d'un règlement rapide du conflit, elle est maintenant engagée dans une guerre qui pourrait perdurer. Et plus elle sera longue, plus plus l'impact sur la croissance économique mondiale sera désastreux.

PERSPECTIVES

Période difficile en vue pour les ménages

La hausse du prix du pétrole, mais aussi celle des aliments et de l'habitation, rendra la situation financière des ménages beaucoup plus serrée au cours des prochains mois. Et c'est sans compter la hausse des taux d'intérêt qui se fera sentir sur le portefeuille des particuliers, s'ils ne réduisent pas rapidement leurs dépenses de consommation. Il est à prévoir que les ménages devront composer avec une inflation qui augmente davantage que leurs revenus pendant un certain temps. Ce phénomène est déjà bien présent depuis quelques mois et pourrait maintenant s'accroître si les pressions inflationnistes persistent. Tant que l'emploi n'est pas trop touché par les facteurs économiques et géopolitiques, la confiance des ménages devrait se maintenir. Mais elle pourrait se fragiliser rapidement si les données devaient pointer vers un ralentissement.

Politique zéro COVID en Chine

Jusqu'où mènera la politique de zéro COVID en Chine maintenant que plusieurs villes, dont Shanghai, font face à des éclosoptions du variant Omicron ? Étant donné que ce variant est hautement contagieux, les autorités chinoises ordonnent un confinement total à la moindre apparition du virus. La situation risque certes d'avoir des répercussions économiques importantes si elle dure. Et pas seulement en Chine. **Un ralentissement économique mondial est à craindre compte tenu de l'importance de l'Empire du Milieu dans les chaînes d'approvisionnement partout dans le monde.**

Ces confinements accroissent également le risque qu'apparaisse une nouvelle source d'instabilité sur

L'ampleur de la hausse des prix assure maintenant que les banques centrales vont accélérer le cycle des hausses de taux d'intérêt.



la scène politique. Les confinements à Shanghai et dans certaines autres villes importantes commencent à être difficiles à gérer, et des signes de soulèvement au sein de la population apparaissent. Ajoutez à cela les effets de la guerre en Ukraine, et les révisions à la baisse des prévisions de croissance économique mondiale pourraient bien s'accélérer.

Élections américaines

Nous ne sommes plus qu'à six mois des élections américaines de mi-mandat qui remettront en jeu la majorité démocrate à la Chambre des représentants et l'égalité des sièges au Sénat qui confère à la vice-présidente un vote prépondérant. Plusieurs observateurs craignent que ces majorités basculent en faveur du Parti républicain.

Les démocrates font tout en leur pouvoir pour accélérer l'enquête sur l'attaque du Capitole survenue le 6 janvier 2020, et celle-ci se rapproche de plus en plus de l'ex-président Trump et de son entourage. Cette enquête pourra-t-elle être terminée à temps pour avoir une influence sur l'élection de novembre ? Peut-être pas. Mais elle aura certainement eu pour effet d'exacerber encore plus le clivage de l'opinion politique américaine.