

# RÉFLEXION

REVUE 1<sup>er</sup> TRIMESTRE 2020

www.cristallin.ca

## SOMMAIRE

### FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE 1

#### • ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ 1

#### • TITRES CONVERTIBLES 2

#### • REVENU FIXE 2

### ÉCONOMIE 3

### PERSPECTIVES 3

*On s'est retrouvé en pleine turbulence, comme en 2008 lors de la crise financière. Il n'y avait plus d'arbitrage qui tienne.*

 **CRISTALLIN**

 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

Même dans un contexte où les marchés boursiers se faisaient déjà bousculer sérieusement au cours des dix derniers jours de février, le Fonds affichait un résultat somme toute très acceptable, avec un léger recul d'à peine 0,5 % pour les deux premiers mois de l'année. Mais mars devait s'avérer beaucoup plus difficile.

La propagation de la COVID-19, d'abord en Asie, en Europe, puis en Amérique du Nord, a entraîné les marchés boursiers dans une spirale à la baisse d'une rare ampleur et suscité une volatilité presque sans précédent sur les marchés obligataires.

Les gouvernements et les banques centrales ont réagi d'une manière prévisible en temps de crise en mettant en place une foule de mesures de soutien au système financier. Mais cela n'a pas empêché la liquidité de disparaître de certains marchés alors que trop de vendeurs cherchaient désespérément des acheteurs qui brillaient par leur absence.

Comme c'est généralement le cas lorsque le marché cesse brutalement de fonctionner, la situation a entraîné à court terme de fortes baisses de valeur non réalisées que nous avons dû comptabiliser au prix du marché. Jumelés à des opérations visant à réduire notre risque, ces facteurs expliquent en bonne partie le rendement négatif enregistré au mois de mars.

Mais nous sommes, rappelons-le, un fonds d'arbitrage dont les objectifs sont à long terme. Notre niveau de volatilité historique n'atteint qu'environ la moitié de celui du marché boursier. Ainsi, le Fonds se veut un excellent substitut aux obligations et aux actions privilégiées.

Compte tenu du capital libre dont nous disposons et de la diversification du portefeuille que nous permettent nos différentes stratégies d'investissement, nous sommes convaincus de pouvoir naviguer avec succès dans les conditions actuelles des marchés.

### ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ

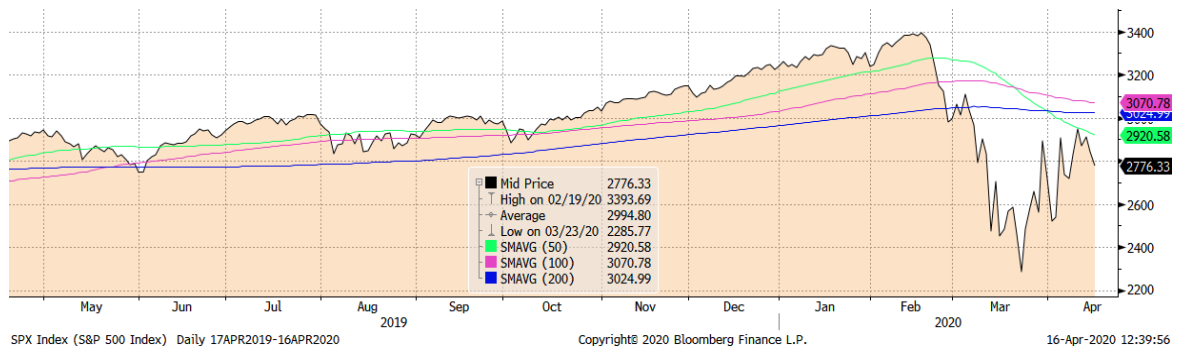
L'état du marché des fusions et acquisitions a beaucoup varié d'un mois à l'autre durant le trimestre. Peu de transactions annoncées nous ont attirés en janvier, les marges étant trop étroites. Nous sommes même allés jusqu'à vendre, en petite quantité toutefois, la cible de certaines transactions, tellement le rendement espéré en fonction du risque nous semblait faible. Puis, en février, l'apparition de la COVID-19 et la crainte qu'un ralentissement économique s'ensuive ont ramené les écarts à des niveaux plus normaux, ce qui nous a amenés à être un peu plus actifs.

Mais en mars, les nouvelles concernant la propagation du coronavirus ont causé en l'espace de dix jours une réelle panique sur les marchés. On s'est retrouvé en pleine turbulence, comme en 2008 lors de la crise financière. Il n'y avait plus d'arbitrage qui tienne. Il est vite apparu que quelques-unes des positions acquises récemment risquaient maintenant de ne pas se réaliser et, par prudence, nous avons décidé de réduire la taille de certaines de nos positions.

Nous avons survécu à la tempête, et l'expérience acquise lors de l'épisode de 2008 nous sert aujourd'hui. En effet, le choc de l'inattendu étant derrière nous, les nouvelles transactions qui seront annoncées à compter de maintenant auront d'excellentes chances de se réaliser. Qui plus est, les prix offerts tiendront compte d'une perception chez les investisseurs que le risque demeure élevé, et ces nouvelles transactions offriront alors des perspectives de rendement très

De juillet 1998 à mars 2020	REND. ANNUALISÉ (%) <i>net de tout frais</i>						Volatil.	Correl.	% Mois > 0	Ratio Sharpe
	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	15 ans	Créat.				
<b>Fonds d'Arbitrage Améthyste</b>	<b>-13.8%</b>	<b>-4.0%</b>	<b>2.2%</b>	<b>3.5%</b>	<b>5.3%</b>	<b>6.5%</b>	<b>8.2%</b>	<b>-</b>	<b>73%</b>	<b>0.57</b>
HFRI - Global Fund Weighted	-5.1%	0.3%	1.1%	2.8%	3.9%	5.6%	6.8%	0.49	66%	0.48
S&P/TSX Composite (TR)	-14.2%	-1.9%	0.9%	4.1%	5.2%	5.4%	14.8%	0.49	62%	0.21
EAFE World Equity (TR)	-16.8%	-4.5%	-3.4%	-0.2%	0.2%	0.6%	16.7%	0.44	55%	-0.10
FTSE CAN Long Term Bond	5.6%	6.0%	21.8%	10.9%	6.5%	6.8%	7.0%	0.10	61%	0.65

## Index S&P 500



intéressantes. À cela s'ajoute le fait que les positions en portefeuille, compte tenu de la forte dépréciation qu'elles ont subie, offrent maintenant un rendement des plus attrayants en fonction de leur risque respectif.

### TITRES CONVERTIBLES

Le marché des titres convertibles n'a certes pas été épargné par la propagation de la COVID-19. On a pu observer au cours du dernier mois une totale déconnexion entre la valeur de l'obligation convertible et celle de l'action sous-jacente. Plusieurs investisseurs ont semblé enclins à la panique. Les fonds mondiaux de titres convertibles ont subi des retraits de presque trois quarts de milliard de dollars américains, dont 250 millions aux États-Unis seulement, pendant la semaine terminée le 27 mars.

Plusieurs indicateurs permettent de croire que le pire du dysfonctionnement du marché est derrière nous et que les perspectives négatives découlant de la situation actuelle sont probablement déjà incluses dans les prix. Aux niveaux actuels, certaines de nos positions sont évaluées comme si le sous-jacent valait zéro, ce qui n'est pas le cas.

**Lorsque l'on se rapprochera d'une solution à la crise sanitaire, les marchés retrouveront un équilibre, et notre portefeuille en bénéficiera.**

Nous n'avons pas été pris de panique, et nous n'avons pas vendu. Mais nous avons continué de réévaluer chaque position dans une perspective d'arbitrage et selon le risque qu'elle faisait courir à l'ensemble du portefeuille. Nous nous attendions depuis un certain temps déjà à une correction du marché. Certes, elle fut d'une ampleur surprenante. Malgré cela, nous maintenons une bonne position en capital, et en aucun temps celui-ci ne s'est retrouvé à un niveau critique.

Notre stratégie de titres convertibles a subi des pertes de 6 % au mois de mars. Mais seulement un tiers d'entre elles ne pourront être récupérées. Le reste dépendra de la façon dont cette crise évoluera, ce que nous saurons d'ici deux à quatre mois.

Aujourd'hui, les bonnes occasions abondent sur le marché. Nous avons commencé à déployer du capital de manière très sélective tout en maintenant un coussin en capital confortable. Ces nouveaux investissements porteront leurs fruits au

cours des prochains mois. Notre attention se portera beaucoup sur les situations à plus court terme afin de nous assurer de préserver la liquidité. Cela nous empêchera peut-être de profiter de certaines occasions dont les rendements sembleront très attrayants, mais cela nous permettra surtout d'éviter de subir les conséquences de risques imprévus. De cette façon, nous croyons pouvoir réaliser des gains réguliers au cours du prochain trimestre, ainsi que par la suite. Notre objectif demeure la préservation du capital alors que le monde cherche à retrouver une nouvelle normalité.

### REVENU FIXE

Une volatilité sans précédent des taux obligataires et une chute brutale de la demande pour les titres de crédit ont marqué le trimestre et ont affecté sensiblement notre rendement.

En début de trimestre, la demande demeurait très forte pour les titres de crédit, et ce, malgré la cherté des écarts. L'idée qu'un ralentissement économique puisse se produire n'était pas sur l'écran radar de la plupart des investisseurs. Mais lorsque la crainte de la propagation de la COVID-19 s'est transformée en réalité au mois de février, la panique s'est emparée de ces mêmes investisseurs. Des ventes massives ont inondé le marché de titres de crédit, ce qui a propulsé les écarts à des niveaux rarement atteints. Par exemple, les titres de catégorie investissement aux États-Unis ont vu leurs écarts passer de 100 à 400 points de base en trois semaines, soit à un niveau de 3 écarts types de la moyenne historique. Au Canada, les écarts des titres d'agences et de provinces ont doublé pendant ces trois semaines.

Nous avons augmenté quelque peu nos positions d'écarts de crédit sur les titres d'agences en début d'année, mais ce positionnement pouvait quand même être qualifié de défensif dans un environnement normal. Malgré cette augmentation, nos investissements se limitaient à 40 % de notre enveloppe disponible étant donné que les écarts nous paraissaient très chers. Nous avons réduit massivement nos positions lorsque les conditions de marché ont soudainement changé du tout au tout et nous ont forcés à réduire le risque. Toutefois, la rapidité à laquelle les écarts se sont élargis ne nous a pas permis d'éviter de subir une perte en capital.

Par ailleurs, malgré les fluctuations violentes des

Notre objectif demeure la préservation du capital alors que le monde cherche à retrouver une nouvelle normalité.

## Rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans



marchés obligataires, nous avons maintenu nos positions acheteur sur les titres à long terme, ce qui a eu pour résultat un gain permettant de réduire les pertes sur les positions d'écart de crédit.

Nous conservons en portefeuille des positions sur des écarts de crédit de qualité que nous protégeons par la vente de positions d'écart sur des obligations provinciales. Nous attendons un retour au calme sur les marchés et de meilleurs rendements pour alors réduire les positions de couverture et redéployer le capital.

***Nous prévoyons devoir affronter de nouveau une forte volatilité des marchés au cours des prochains mois.***

De nombreuses questions quant à la durée de la pandémie et à son impact économique demeurent pour l'instant sans réponse. Le passé présente peu de situations comparables à la crise actuelle.

### ÉCONOMIE ET MARCHÉS FINANCIERS

La croissance annuelle des économies canadienne, américaine et mondiale, ininterrompue depuis dix ans, s'arrêtera brusquement en 2020. Le bilan sanitaire sera effroyable, personne n'en doute plus, et la pandémie laissera sur son passage une destruction économique qu'aucun économiste ne pouvait prévoir. Les mesures de confinement imposées aux citoyens et les fermetures d'entreprises décrétées par les gouvernements finiront par freiner la pandémie, s'accordent à dire les experts de la santé. Et les mesures fiscales et monétaires permettront à bon nombre d'entreprises et d'individus de traverser cette période, estiment la majorité des économistes.

Certes, le coût économique sera énorme. Les PIB canadien, américain et mondiaux accuseront des reculs dès le premier trimestre, et ils chuteront drastiquement au cours du deuxième trimestre. Plusieurs analystes de la scène économique espèrent une stabilisation au cours du troisième trimestre, suivie d'une reprise vigoureuse lors des trois derniers mois de l'année. Est-ce réaliste? Ne faut-il pas plutôt craindre que la reprise soit beaucoup plus ardue?

Les marchés boursiers ont encaissé le coup durant les trois premières semaines de mars. Les baisses, de plus de 30 % sur la plupart des places boursières, se sont produites à une vitesse fulgurante.

Puis, le 23 mars, à la suite de l'annonce d'importantes mesures par la Réserve fédérale américaine (Fed), les bourses ont amorcé une reprise qui, au moment d'écrire ces lignes, avait permis des rebonds de 15 à 20 %. Cette embellie donne espoir à ceux qui prévoient une reprise en V laissant peu de traces sur la valeur des actifs boursiers. Les semaines et les mois à venir nous diront si leur espoir est bien fondé.

Au Canada, la chute vertigineuse des prix du pétrole est venue s'ajouter à l'arrêt des activités économiques causé par la propagation de la pandémie. La reprise économique n'en sera que plus difficile.

***Certains économistes avancent même que le recul du PIB canadien au deuxième trimestre pourrait atteindre 30 %.***

Sans compter le fait que les résultats du premier trimestre seront probablement décevants en raison des interruptions du transport ferroviaire.

### PERSPECTIVES

Bien malin qui peut dire quand et comment s'effectuera le retour à la normale des activités économiques. Si le monde économique a été secoué, les événements des derniers mois fragilisent également la scène politique, principalement aux États-Unis.

Ces événements se produisent en effet dans le cadre d'une année électorale aux États-Unis. Les enjeux sont grands pour l'administration en place à la Maison-Blanche étant donné que l'occupant du Bureau ovale s'appuie principalement sur les succès économiques pour promouvoir sa réélection. La tentation sera forte de forcer un retour à la normale le plus tôt possible. On le perçoit déjà.

Plusieurs faux-pas de l'administration Trump ont déjà compliqué la gestion de la crise sanitaire chez nos voisins du sud, qui sont devenus le plus important foyer de la pandémie. Les décisions nécessaires pour endiguer les problèmes de santé publique ne seront peut-être pas celles que préféreraient certains dirigeants politiques fixés sur l'espoir d'une reprise économique à l'automne. Le clivage partisan qui s'est accentué depuis l'arrivée de Donald Trump à la Maison-Blanche risque de compliquer encore plus la situation. Les intérêts partisans risquent plus que jamais de l'emporter.

*Le bilan sanitaire sera effroyable, personne n'en doute plus, et la pandémie laissera sur son passage une destruction économique qu'aucun économiste ne pouvait prévoir.*

dans les décisions.

Un texte des éditorialistes du New York Times citait ce constat du politologue américain Francis Fukuyama, professeur à l'Université Johns Hopkins : « Les pays qui résistent le mieux à la pandémie sont ceux, comme l'Allemagne et Singapour, où le peuple a une grande confiance en son gouvernement. »

