

RÉFLEXION

REVUE 1^{er} TRIMESTRE 2019

www.cristallin.ca

SOMMAIRE

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

Les trois segments du fonds ont su saisir les occasions et produire un rendement intéressant en ce premier trimestre.



ans de passion et de rendement
years of passion and performance

GESTIONNAIRE CANADIEN DE FONDS
ALTERNATIFS, DEPUIS 1998

1002, rue Sherbrooke O
Bureau 2110
Montréal (Québec)
Canada H3A 3L6

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

FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE

Un trimestre satisfaisant

Bien que la période ait été marquée par une combinaison inhabituelle de hausses significatives, à la fois sur les marchés d'actions et sur les marchés d'obligations, ainsi que par une étonnante volte-face de la Réserve fédérale américaine (Fed), le Fonds Améthyste a bien tiré son épingle du jeu en ce début d'année. Les trois segments du fonds ont su saisir les occasions et produire un rendement intéressant en ce premier trimestre.

D'autres surprises sont à prévoir en cours d'année : la croissance économique mondiale se trouve indéniablement dans une phase de ralentissement et le risque d'une ingérence de la Maison-Blanche dans les décisions de la Fed ne facilitera pas la tâche des prévisionnistes en matière de politique monétaire américaine. Mais voyons tout d'abord ce que nous avons réalisé au premier trimestre.

ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ

Étrangement pour cette période de l'année, les nouvelles occasions de prendre position sur des fusions et acquisitions ont été relativement peu nombreuses. Nous avons participé à 24 nouvelles transactions, plutôt qu'à environ 35 ou 40, comme c'est généralement le cas pour les trois premiers mois de l'année. Pourtant, les observateurs s'entendent à dire que les conditions sont réunies pour une année fertile en activité de fusions-acquisitions, compte tenu de la bonne tenue des bourses et d'un financement abondant et très abordable sur le marché des obligations de pacotille (junk bonds). Ainsi, dans un contexte de grande disponibilité des capitaux et de relative rareté des occasions, les marges bénéficiaires étaient amincies, mais les transactions, de bonne qualité pour la plupart.

Une bonne nouvelle pour deux mauvaises

Comme on doit toujours s'y attendre, quelques événements particuliers ont touché certaines de nos positions durant la période. D'abord, l'annonce le 10 mars de l'annulation de l'acquisition de Neo Performance Materials par Luxfer Holdings.

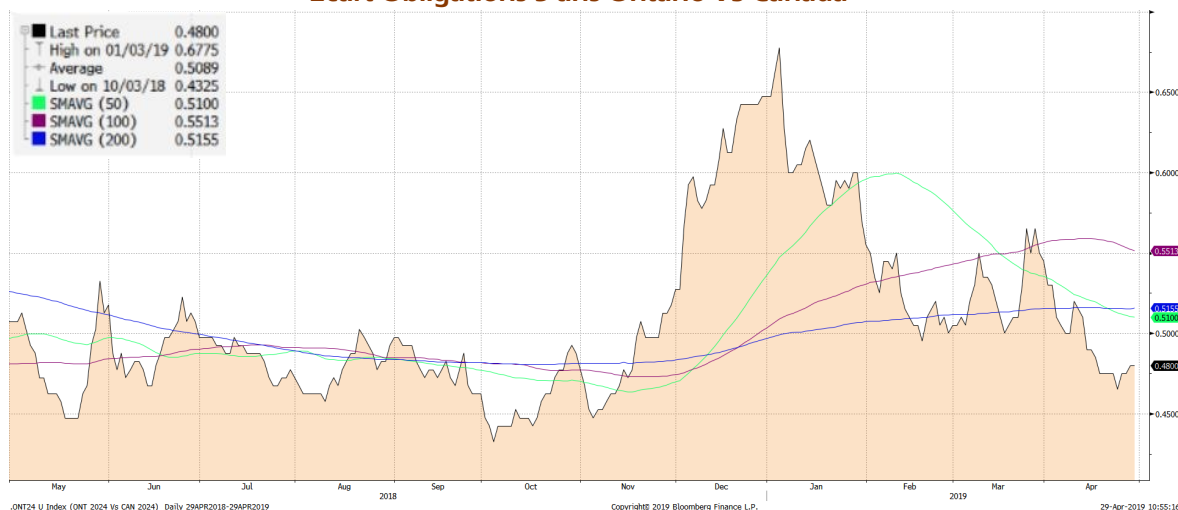
Puis, en réaction aux critiques de certains actionnaires importants de Newmont Mining, dont le réputé gestionnaire John Paulson et la société de gestion de portefeuille VanEck, l'annonce du versement d'un dividende extraordinaire de 88 cents conditionnel à l'approbation par les actionnaires de l'acquisition de Goldcorp Inc. Cela modifiait substantiellement la mathématique de cette transaction pour les détenteurs de positions à découvert sur Newmont.

Par ailleurs, Crius Energy Trust, qui fait l'objet d'une acquisition par Vistra Energy, nous réservait une surprise agréable en annonçant qu'elle augmentait le prix offert aux détenteurs d'unités de 7,57 \$ à 8,80 \$, à la suite du dépôt d'une offre par un concurrent. Somme toute, pas si mal.

RENDEMENTS ANNUALISÉS, NETS DE TOUT FRAIS, en date du 31 mars 2019

	AMÉTHYSTE Onshore	AMÉTHYSTE Offshore	HFRI Conv. Arb.	HFRI Merger Arb.	HFRI Event Driven
Dernier trimestre	2.2%	2.0%	5.6%	2.8%	5.1%
Derniers 12 mois	3.0%	1.6%	0.5%	8.3%	4.3%
Depuis création	8.1%	7.1%	6.1%	5.5%	7.0%

Écart Obligations 5 ans Ontario VS Canada



TITRES CONVERTIBLES

Plusieurs facteurs nous ont permis de réaliser des profits, de prendre de nouvelles positions et de rééquilibrer certaines parties du portefeuille en diminuant le risque. Nous avons ainsi réduit certaines positions qui avaient dépassé nos objectifs pendant le trimestre, ce qui a produit des gains intéressants. Nous avons ajouté au portefeuille quelques obligations convertibles américaines, ainsi que des obligations convertibles de deux sociétés canadiennes sur le marché secondaire.

Nous avons également acheté plusieurs obligations à court terme dont les sociétés émettrices annonçaient le remboursement afin de les remplacer par d'autres formes de financement. Ces situations n'offrent que de très légers gains, mais en contrepartie d'un risque presque nul.

Le niveau des taux d'intérêt étant favorable, nous prévoyons que plusieurs sociétés s'empresseront de refinancer avant l'été une partie de leurs emprunts. Cela pourrait nous inciter à liquider certaines de nos positions qui offrent déjà un gain intéressant et à participer à certaines émissions qui répondront à nos critères de placement.

De plus, lors de marchés haussiers comme celui que nous traversons, les obligations convertibles dont le cours était loin du prix de conversion ont tendance à se rapprocher du point où leur cours augmente de façon intéressante lorsque le cours du sous-jacent s'apprécie, tout en se dépréciant peu lorsque ce dernier baisse. Nous inspectons attentivement le marché secondaire afin de trouver des titres convertibles possédant cet attribut.

Nous demeurons toutefois bien conscients qu'avec la hausse des marchés, la présence d'indicateurs suggérant un ralentissement de la croissance économique et les tensions géopolitiques qui persistent, il nous faut positionner le portefeuille de façon prudente en répartissant le risque et en ajoutant de nouvelles positions.

REVENU FIXE

Dès le 4 janvier, le ton était donné pour la suite du trimestre. Après avoir annoncé deux semaines plus tôt une hausse du taux cible des fonds fédéraux, Jerome Powell commençait à changer sa rhétorique; les participants aux marchés ont alors compris que les hausses de taux d'intérêt étaient terminées et que le marché obligataire allait connaître une embellie.

Après les premières séances hésitantes du début de janvier, les écarts de crédit se resserrent fortement entre la mi-janvier et la mi-février. C'est dans les secteurs où la qualité du crédit est la plus faible que les écarts se contractent le plus : ceux des titres municipaux et des obligations de société. Quant aux écarts des titres provinciaux, ils effacent une bonne partie de leur sous-performance du quatrième trimestre 2018 (dont nous avons traité dans le rapport trimestriel précédent).

Nous avons profité de ce resserrement des écarts, mais force est de constater que leur valeur relative est maintenant moindre. Les écarts de crédit sont maintenant revenus en dessous de leurs moyennes historiques d'environ un demi-écart-type, donc en zone dispendieuse. Nous avons encaissé des profits à la fin de mars, et nous privilégions désormais une approche prudente.

Notre lecture de l'évolution de la courbe de rendement n'a pas changé. Nous maintenons des positions en vue d'un aplatissement de la partie la plus courte de la courbe et d'une accentuation de la partie la plus longue. De plus, nous maintenons des positions acheteur sur obligations canadiennes et vendeur sur obligations américaines.

Quant à la tendance des taux obligataires, compte tenu du changement de cap des banques centrales, de la décélération de l'économie et de l'absence d'inflation, nous maintenons nos positions sur titres de long terme tant au Canada qu'aux États-Unis.

*Le niveau des taux
d'intérêt étant favorable,
nous prévoyons que
plusieurs sociétés
s'empresseront de
refinancer avant l'été une
partie de leurs emprunts.*

Rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans



ÉCONOMIE ET MARCHÉS FINANCIERS

L'économie

De manière générale, le début d'année 2019 n'a pas été facile, et des signes de ralentissement sont apparus à plusieurs endroits, notamment en Chine, où se font sentir les effets de la guerre commerciale déclenchée à la suite de l'imposition de tarifs douaniers par les Américains. La zone euro, le Japon et les pays émergents n'ont pas été épargnés non plus.

L'indice composé des directeurs d'achats (PMI) a de nouveau reculé au premier trimestre, confirmant une tendance à la baisse de l'économie mondiale. L'économie européenne semble poursuivre la stagnation amorcée durant la deuxième moitié de 2018. La banque centrale européenne (BCE) prévoit un taux de croissance de seulement 1,1 % en 2019. Et c'est sans compter les répercussions de la résolution du Brexit, qui se complique à chaque vote soumis au parlement britannique.

Aux États-Unis, la croissance paraît vouée à un rythme plus lent que l'an dernier. Après un premier trimestre quelconque, elle pourrait toutefois présenter des résultats satisfaisants par la suite. La volte-face de la Fed (voir ci-dessous) et la vigueur du marché du travail devraient aider en ce sens. Les prévisions des économistes tournent autour d'une croissance de 2 % de l'économie américaine en 2019.

Au Canada, les perspectives semblaient plus sombres en début d'année, mais la hausse récente du prix du pétrole a ravivé un peu la confiance des économistes, dont plusieurs tablent maintenant sur une croissance avoisinant 1,5 % cette année. Par ailleurs, la Banque du Canada devrait maintenir le statu quo quant à son taux directeur en 2019.

La volte-face de la Fed

Ainsi va la Fed, ainsi vont les marchés financiers. Jusqu'en décembre dernier, le président de la Fed, Jerome Powell, affirmait que la normalisation de la politique monétaire suivait un cours normal, alors qu'il haussait de nouveau le 19 décembre le taux des fonds fédéraux, tout en se disant prêt à poursuivre la compression du bilan de l'institution. La chute rapide des marchés boursiers semble toutefois l'avoir amené à penser autrement.

Dans une volte-face aussi rapide qu'étonnante, début janvier, son discours change du tout au tout. Bien que les indicateurs ne signalent pas de ralentissement important de l'économie américaine dans l'immédiat, les propos du président de la Fed laissent croire que les hausses de taux sont terminées pour la prochaine année, et que le rythme de la compression du bilan diminuera dès le mois de mai et qu'on y mettra fin en septembre. On connaît la suite. Les bourses rebondissent vigoureusement, le S&P 500 gagnant plus de 13 % pour le trimestre, alors que le taux des obligations américaines de 10 ans plonge jusqu'à 2,40 %.

Absence d'inflation

Afin de sortir les économies de la grave récession qui résultait de la crise financière de 2008, la plupart des banques centrales se sont lancées dans des politiques expansionnistes rarement vues auparavant. Les gouvernements firent de même en misant sur des programmes d'infrastructure éti-rant leurs budgets à l'extrême. Cela aurait normalement dû finir par entraîner de fortes pressions inflationnistes. Or, ce ne fut pas le cas. Depuis 2009, le taux d'inflation est demeuré relativement stable, et il se maintient toujours entre 1,5 et 3,5 % dans la majorité des pays. Pourquoi ?

Bien que les indicateurs ne signalent pas de ralentissement important de l'économie américaine dans l'immédiat, les propos du président de la Fed laissent croire que les hausses de taux sont terminées pour la prochaine année,...



Les économistes ont fortement sous-estimé les effets de la mondialisation – pensons simplement au « Made in China » – et surtout ceux des nouvelles technologies sur les prix des biens et services – dont l’achat en ligne par Amazon. Nul doute que cette inflation modérée offre encore un argument à ceux qui désirent promouvoir la poursuite de politiques économiques expansionnistes.

PERSPECTIVES

Peu de probabilités de récession

Gouvernements et banques centrales ont réalisé que les politiques économiques et budgétaires des dix dernières années n’ont pas engendré d’inflation malsaine. Ils se préparent donc à administrer la même médecine, soit l’endettement, et surtout, des taux d’intérêt très bas.

Nous sommes d’avis que la prochaine récession aux États-Unis n’éclatera que lorsque les taux d’intérêt passeront de 2 à 3 %, puis de 3 à 4 %. Les probabilités d’un tel scénario semblent actuellement très faibles compte tenu surtout de la volte-face de la Fed. L’année sera plutôt marquée par une politique monétaire généreuse permettant des taux d’intérêt légèrement plus bas, et des marchés boursiers légèrement à la hausse.

Powell et la Fed entre l’arbre et l’écorce

Le spectaculaire changement de direction de la Fed depuis la dernière hausse de taux des fonds fédéraux en décembre soulève toutefois des inquiétudes. D’abord, un tel revirement amène à s’interroger sur la compétence de Jerome Powell et des membres du Federal Open Market Committee (FOMC). Leur évaluation des conditions économiques avait-elle été si erronée qu’il faille maintenant effectuer un virage à 180 degrés ?

Mais surtout, qu’en est-il de l’indépendance de la Fed face au pouvoir exécutif de la Maison-Blanche ? Les membres du FOMC auraient-ils cédé à l’acharnement du président Trump qui réclame à cor et à cri des baisses de taux d’intérêt ? Si tel était le cas, la confiance des investisseurs envers la banque centrale de la plus grande économie du monde ne pourrait qu’en être ébranlée.

Incohérence et chaos

Bien que nous soyons à plus d’un an et demi de l’événement, l’élection présidentielle 2020 occupe déjà une place démesurée dans l’actualité. Il est clair que la performance des marchés boursiers a remis bien en selle le président Trump. Sa réélec-

tion en 2020, scénario qui semblait improbable il y a quelques mois, est maintenant dans l’ordre du vraisemblable.

L’incohérence persistante en provenance du Bureau ovale et le chaos qui filtre de l’aile ouest de la Maison-Blanche continuent de défier l’entendement. Fort de la loyauté à toute épreuve de ses supporteurs, le président est peu susceptible d’amender ses façons de faire et de rétablir la dignité habituelle à l’exercice de sa fonction.

La bataille qui s’engage avec la majorité démocrate dirigée par Nancy Pelosi s’annonce donc impitoyable de part et d’autre. Ces tensions sur la scène politique américaine risquent de perturber fortement les marchés financiers au cours des prochains mois, ce qui pourrait bien créer un environnement favorable à nos stratégies d’arbitrage. Dans ce contexte, l’ajout de stratégies non corrélées et à faible volatilité, comme celles mises en œuvre par le Fonds d’arbitrage Améthyste, permettra l’atteinte d’une meilleure diversification du portefeuille.

*Les membres du FOMC
auraient-ils cédé à
l’acharnement du président
Trump qui réclame à cor et
à cri des baisses de taux
d’intérêt ?*