

RÉFLEXION

REVUE 2^{ième} TRIMESTRE 2020

www.cristallin.ca

SOMMAIRE

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

Un rebond substantiel des marchés boursiers au deuxième trimestre est venu effacer en grande partie la déroute historique du premier trimestre.



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

Terminer l'année en territoire positif

Les propos du président de la Réserve fédérale américaine, le 23 mars dernier, permettaient de croire que l'on assisterait à une reprise des marchés financiers au deuxième trimestre. Ce jour-là, Jerome Powell affirmait en effet qu'un manque de liquidités se développait rapidement dans tous les secteurs de l'économie et assurait que la Réserve fédérale (Fed) allait faire tout de ce qui était nécessaire, en utilisant toutes les ressources imaginables, au besoin, pour combler ces manques. Il n'en fallait pas plus. Un rebond substantiel des marchés boursiers au deuxième trimestre est venu effacer en grande partie la déroute historique du premier trimestre.

Deux de nos trois principales stratégies ont réussi dans ce contexte inédit à récupérer une bonne part des pertes subies au cours des trois premiers mois de l'année. Mais le secteur des fusions et acquisitions a été fort décevant dans l'ensemble et ne nous a pas fourni autant d'occasions que nous l'aurions souhaité. Toutefois, nous sommes persuadés qu'elles seront maintenant plus nombreuses, et les perspectives ainsi que le positionnement de nos portefeuilles devraient nous permettre de terminer l'année en territoire positif.

ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ

Un contexte difficile

Au début du trimestre, nous détenions en portefeuille 27 positions de fusions et acquisitions. En nous fondant sur le taux de « mortalité » de ce type de positions lors de la crise de 2008, nous estimions que trois ou quatre de nos positions ne survivraient pas aux conditions économiques causées par la COVID-19. Mais la réalité s'avéra pire que prévu. Cinq transactions ne se sont pas réalisées, tandis qu'une sixième, celle sur Cineplex, a été annulée par l'acheteur et fait maintenant l'objet d'une poursuite. De plus, certaines autres transactions ne se sont pas encore réalisées en raison des délais occasionnés par la crise sanitaire dans la prise de décisions des autorités de réglementation. Nos résultats en ont souffert. Nos profits du trimestre n'ont pas connu un rebond aussi important que ce que nous aurions pu espérer après le recul marqué vécu au premier trimestre.

Insuffisance de bonnes offres

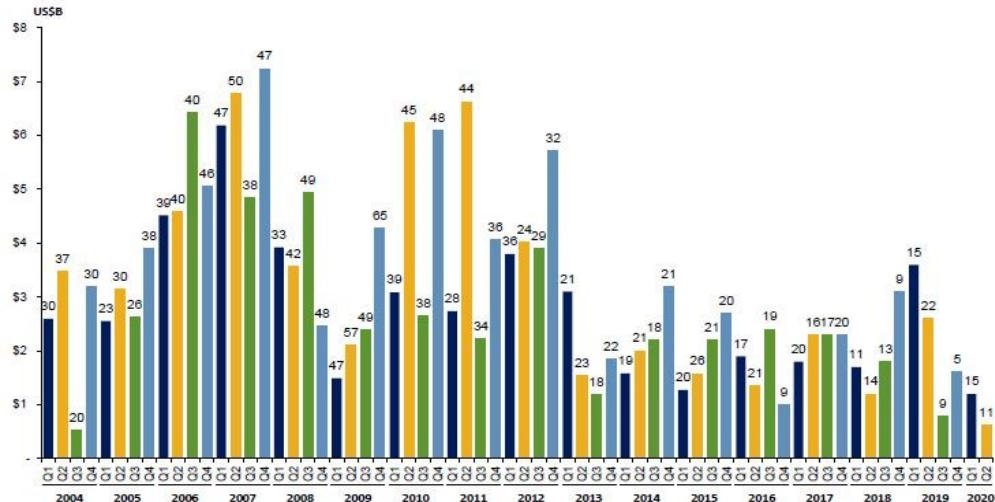
Nous comptons beaucoup sur le fait que les transactions annoncées à partir de la mi-mars dans des secteurs peu touchés par la COVID-19, tels l'or et la technologie, seraient pour la plupart des plus sécuritaires tout en procurant de bons rendements. Et ce fut le cas. Pour deux d'entre elles, sur lesquelles nous avons pris une position initiale, le prix a même fait l'objet d'une surenchère. **Nous sommes toutefois restés sur notre appétit, car à peine une dizaine de transactions ont été offertes, probablement le nombre le plus faible en 20 ans.** Cela s'explique certainement par l'incertitude des entreprises devant l'état de l'économie post-pandémie, alors que les conditions de travail et les habitudes de consommation seront sans doute grandement modifiées. Dans ce contexte, nous poursuivrons au troisième trimestre l'optimisation de notre portefeuille d'arbitrage tout en déployant notre capital lorsque les occasions se présenteront, ce qu'elles feront inévitablement.

De juillet 1998 à juin 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.				
Fonds d'Arbitrage Améthyste	-7.7%	-1.9%	3.2%	4.2%	5.7%	6.5%	8.2%	-	73%	0.61
HFRI - Global Fund Weighted	-2.3%	1.5%	2.0%	3.5%	4.1%	5.7%	6.9%	0.49	66%	0.50
S&P/TSX Composite (TR)	-2.2%	3.9%	4.5%	6.3%	6.0%	6.0%	14.9%	0.50	63%	0.25
EAFE World Equity (TR)	-7.4%	-1.9%	-0.7%	2.8%	1.3%	1.2%	16.7%	0.45	56%	-0.06
FTSE CAN Long Term Bond	12.0%	8.3%	24.4%	12.1%	6.8%	7.2%	7.1%	0.13	61%	0.70

Quarterly M&A Activity Deal Size Smaller than US\$ 1B ⁽¹⁾⁽²⁾



Transaction Value & Number of Deals



TITRES CONVERTIBLES

Le deuxième trimestre a permis un retour à un semblant de normalité quant aux prix des titres convertibles, ce qui nous a permis de récupérer plus des deux tiers de nos pertes du premier trimestre. Mais il était évident que certaines des positions ne retrouveraient jamais leur valeur d'avant la pandémie, et nous les avons vendues. Nous avons aussi liquidé des positions qui risquent d'être fortement frappées à nouveau si la panique s'empare à nouveau des marchés. Nous avons plutôt conservé nos positions qui se sont avérées résilientes en contexte de pandémie, en raison soit de leur secteur d'activité, soit de leur ratio de couverture élevé. Certaines positions ont également été vendues parce qu'il devenait impossible d'emprunter le titre sous-jacent pour effectuer la vente à découvert nécessaire à la couverture du risque.

Dichotomie entre l'économie et les marchés boursiers

Nous conservons un portefeuille diversifié de titres émis par de nombreuses entreprises dans plusieurs secteurs. Notre activité du deuxième trimestre s'est toutefois déroulée sous le signe de la prudence, car l'activité sur les marchés financiers semble avoir devancé fortement les perspectives économiques mondiales des quelques prochaines années. Malgré une activité record sur le marché des nouvelles émissions au deuxième trimestre, nous n'avons ajouté que deux nouvelles positions à notre portefeuille. Certaines émissions semblaient offertes à un prix attrayant, mais elles émanaient généralement de sociétés durement frappées par la crise sanitaire et dont l'avenir à long terme paraissait très incertain.

Prévoir des marchés en dents de scie durant l'été

Nous détenons amplement de capital pour profiter des occasions qui se présenteront et des corrections qui surviendront. Le calendrier des nouvelles émissions devrait être moins chargé, et les

prix devraient continuer de s'ajuster à la nouvelle réalité. Nous prévoyons une activité en dents de scie sur les marchés pendant l'été, en attendant que les perspectives économiques et sanitaires à plus long terme s'éclaircissent. Néanmoins, tout est maintenant moins cher et les espérances de rendement sont meilleures alors que les investisseurs qui ont écopé plus durement seront moins présents.

REVENU FIXE

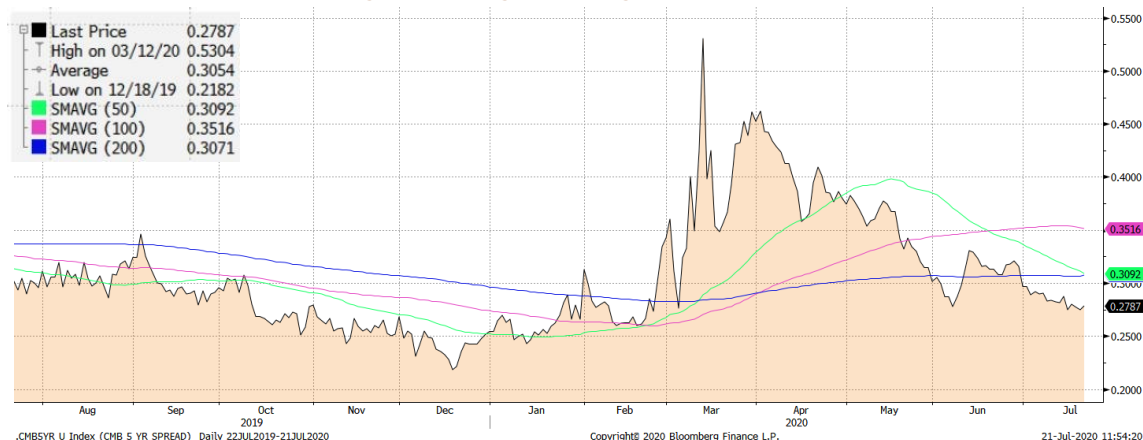
Nul doute que le fait saillant du trimestre a été la mise en place par la Fed d'un programme d'achats d'obligations de sociétés, dans un premier temps par l'entremise de fonds négociés en bourse, puis de titres individuels. La Banque du Canada a fait de même en lançant son programme d'achats de titres de crédit. Début mars, elle achetait déjà des titres d'agences et des acceptations bancaires sur le marché à court terme. Ensuite, à compter de la fin avril, elle commença à acheter aussi des titres provinciaux et de sociétés. Bien que peu d'achats aient été effectués dans le cadre de ces nouveaux programmes, ces interventions ont eu un effet persuasif sur les marchés et entraîné une compression des écarts. Des entrées de fonds énormes dans les fonds communs et les fonds négociés en bourse de titres de revenu fixe ont complètement inversé la tendance que l'on observait en mars alors que les sorties de fonds avaient été massives.

Un rétrécissement des écarts favorable

Les écarts de crédit aux États-Unis ont été les premiers à se contracter nettement, et les écarts canadiens, bien que dans une moindre mesure, ont suivi plus tard dans le trimestre. Nous avons profité de ces conditions pour récupérer plus de 85 % des pertes subies au premier trimestre. Rappelons qu'en mars nous avons préféré vendre la totalité des écarts de crédit de titres d'agences que nous détenions depuis janvier afin de réduire sensiblement notre risque. Nous avons aussi neutralisé le risque de la partie restante du portefeuille en vendant à découvert les écarts de crédit des titres provinciaux, entre autres. Dès le début d'avril,

Mais il était évident que certaines des positions ne retrouveraient jamais leur valeur d'avant la pandémie, et nous les avons vendues.

Écart de crédit: Obligations d'agence du gouvernement canadien - 5 ans



voyant la reprise sur le marché des actifs risqués, et devant l'ampleur des interventions des banques centrales, nous avons éliminé ces positions de couverture et accumulé les titres d'agences à échéance de trois ans. Ensuite, vers la fin du mois de mai, nous nous sommes tournés vers les titres d'agences de cinq ans, compte tenu de leur sous-performance relativement aux titres américains. Finalement, afin d'encaisser nos profits après une performance fort intéressante, nous avons réduit de moitié nos positions dans les titres de trois ans à la fin du trimestre.

Contribution positive de toutes nos stratégies d'arbitrage sur titres à revenu fixe

Nos opérations sur les activités d'arbitrage de durée ont également été profitables. Bien que les variations de marché aient été beaucoup moins spectaculaires qu'au cours du trimestre précédent, nous avons pu profiter de l'amélioration des cours en favorisant les titres de longue durée. Notre positionnement sur la courbe de rendement a également contribué aux bénéfices.

Nous entamons le troisième trimestre avec confiance, en utilisant environ 52 % de notre enveloppe de risque. Cela se compare à une utilisation d'à peine plus de 30 % à la fin du mois de mai, et d'un sommet 55 % à la fin du deuxième trimestre. Nous demeurons toutefois prudents devant l'incertitude qui plane sur le contexte économique malgré cette augmentation de l'enveloppe de risque au cours du dernier trimestre. Nous ne sentons pas d'urgence à augmenter le niveau de risque pour l'instant et préférons attendre les bonnes occasions.

ÉCONOMIE ET MARCHÉS FINANCIERS

Alors que les marchés boursiers carburent aux énormes liquidités injectées par les banques centrales, autant américaine qu'européenne et canadienne, les économies sont tombées en récession en février. Bien malin qui peut prédire quand celle-ci se terminera. Après une faiblesse inédite en avril et en mai, certains indicateurs précurseurs, tels le PMI, ont rebondi fortement, probablement propulsés par le processus de déconfinement. Le Fonds monétaire international (FMI) n'en prévoit

pas moins un repli de 4,9 % de l'économie mondiale en 2020.

Du côté américain, la reprise semble amorcée. Toutefois, on peut croire qu'elle est principalement tributaire des différents programmes d'aide du gouvernement. Notons par ailleurs que ceux-ci se termineront à la fin du mois de juillet, à moins que les autorités gouvernementales décident de les prolonger. Selon plusieurs économistes, le recul du PIB américain en 2020 atteindra 6 %. Chez nos voisins du sud, il reste à voir à quel point ils réussiront à enrayer la pandémie. Au moment d'écrire ces lignes, les perspectives se détérioraient dangereusement. Déjà, des États importants, tels la Floride, le Texas et l'Arizona, font face à une recrudescence alarmante du nombre de nouveaux cas. Des mesures de reconfinement sont à l'ordre du jour des conférences de presse des gouverneurs de ces différents États, ce qui tranche étrangement avec l'optimisme que ces gouverneurs affichaient il y a à peine quelques semaines.

Au Canada, la lutte à la pandémie connaît de bons résultats : le nombre de nouveaux cas diminue sans cesse et la reprise économique s'en suit. Des données préliminaires de Statistique Canada indiquent un rebond du PIB de 3 % au mois de mai. Il faut toutefois se méfier d'un excès d'enthousiasme, car le FMI prévoit toujours un recul de plus de 8 % PBI canadien en 2020. Les économistes canadiens tablent quant à eux sur des scénarios de contraction moins pessimistes, soit d'environ 7 %.

Gare aux valorisations trop élevées

Les marchés boursiers ont réagi vigoureusement à tous les signes de reprise économique et ont fait fi de toute crainte devant les ratés de la lutte à la pandémie. Ils ont ainsi atteint des valorisations très élevées relativement aux perspectives de profitabilité des sociétés, le ratio cours-bénéfices du S&P 500, entre autres, excédant 22 fois les profits des 12 prochains mois. Les marchés pourraient donc devenir très vulnérables advenant un regain d'éclosions de COVID-19, que les plus récents chiffres de l'Université John Hopkins font d'ailleurs craindre.

Chez nos voisins du sud, il reste à voir à quel point ils réussiront à enrayer la pandémie. Au moment d'écrire ces lignes, les perspectives se détérioraient dangereusement.



PERSPECTIVES

Le troisième trimestre était à peine entamé que le Dr Anthony Fauci, considéré par tous comme la référence aux États-Unis en immunologie, prévenait que le pays était encore en pleine première vague de la pandémie. Plusieurs dirigeants, surtout à la Maison-Blanche et dans certains États très peuplés, se montrent pourtant beaucoup plus optimistes. Devant leur déni, il est difficile de croire que la crise sanitaire puisse se terminer bientôt et que l'activité économique reprenne comme avant, malgré ce que les bourses semblent indiquer.

Nul doute que les injections massives de liquidités des banques centrales et que l'assurance énoncée par le président de la Fed que toutes les mesures nécessaires au sauvetage de l'économie seront mises en place ont eu un effet énorme sur les marchés boursiers.

Il semble que les grands investisseurs font maintenant le pari qu'un vaccin contre la COVID-19 sera disponible d'ici la fin de l'année.

La résilience des bourses semble suggérer que, dès le début l'an prochain, l'épisode du nouveau coronavirus ne serait plus qu'un mauvais rêve.

Nous aimerions bien sûr qu'il en soit ainsi. Mais nous gardons à l'esprit que la réalité pourrait être très différente. Notre gestion reposera sur une approche plus prudente quant aux perspectives que celle que les marchés reflètent actuellement. Nos clients de longue date savent qu'une gestion serrée du risque fait partie de notre ADN. Nous n'avons pas l'intention de changer.