

RÉFLEXION

REVUE 4^{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	3

*Aujourd'hui, nous
pouvons dire : mission
accomplie.*



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

Quel retournement !

D'une situation qui suscitait le désespoir en mars, nous nous sommes retrouvés dans un état de presque exubérance au dernier trimestre. On se souviendra de 2020 comme l'année du retournement rapide et spectaculaire. La confirmation que la pandémie de COVID-19 se propageait de façon virulente en Europe et en Amérique ravagea les marchés financiers en début d'année et fit perdre leurs repères à bien des gestionnaires. La déroute dura jusqu'à ce que l'on comprenne que les gouvernements et les banques centrales pouvaient orchestrer un sauvetage, à tout le moins temporaire, et que la science, en démontrant toute son efficacité, allume la lueur d'espoir à laquelle on allait se raccrocher.

Le Fonds d'arbitrage Améthyste possédait les outils nécessaires pour traverser une telle période : l'expérience, l'ingéniosité et la prudence. La chute généralisée des marchés en mars a massacré la performance du premier trimestre, mais les mesures prises aussitôt pour atténuer le risque en renforçant la qualité de nos portefeuilles et la prudence apportée à l'élaboration de nos stratégies d'arbitrage nous ont placés dans une position enviable pour profiter d'une fin d'année regorgeant de bonnes occasions. En nous relevant du choc causé par la pandémie, nous nous sommes fixé au printemps l'objectif de récupérer toutes les pertes subies au premier trimestre et de conclure l'année avec un rendement positif. Aujourd'hui, nous pouvons dire : mission accomplie.

ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ

Le marché des fusions et acquisitions, comme l'ensemble du marché boursier, a profité au quatrième trimestre d'un solide regain de la confiance des investisseurs. D'abord, l'efficacité démontrée des vaccins contre la COVID-19 permettant d'amorcer dès janvier la vaccination de masse leur a redonné espoir que la pandémie ait une fin dans un avenir rapproché. Mais aussi, les élections américaines ont fait disparaître une bonne partie de l'incertitude politique, ce qui a permis aux marchés boursiers de réaliser une performance inédite au cours des deux derniers mois de l'année : des rendements allant jusqu'à 10 %. Il n'en fallait pas plus pour que les dirigeants d'entreprise recommencent à déployer leurs capitaux à long terme par le biais d'acquisitions. La reprise donne lieu à des échanges d'actions dans les secteurs plus durement touchés par la pandémie, tels ceux du pétrole et des mines, et des transactions surtout au comptant dans les autres secteurs. **Tout au long du dernier trimestre, nous avons pris 27 nouvelles positions, alors qu'enfin des transactions de qualité suffisamment relevée pour satisfaire à nos critères se sont présentées.** Comme nous nous étions départis de toutes les positions prises sur des transactions pré-pandémie, aucune de nos positions ne s'est retrouvée en difficulté durant le trimestre.

Réticence des autorités chinoises

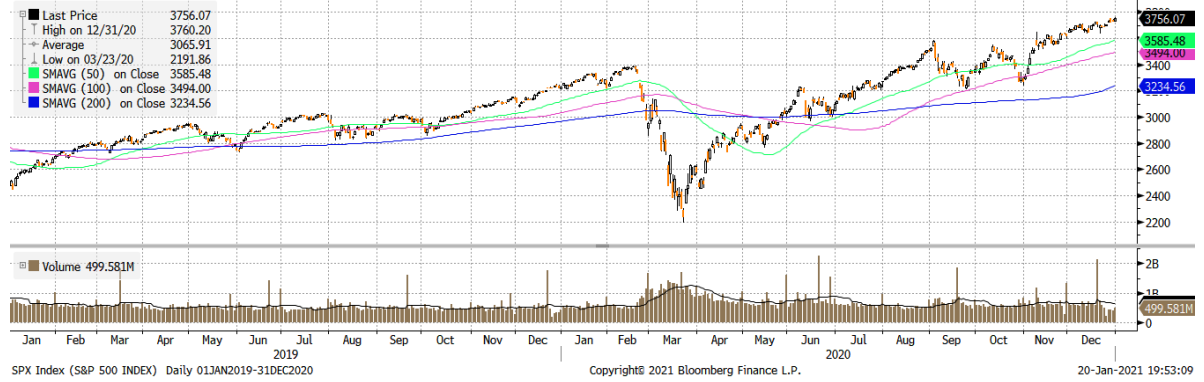
L'attitude du gouvernement chinois, désireux de restreindre la croissance de certaines entreprises chinoises telles Alibaba, Ant Group et Tencent, pour ne nommer que celles-là, jette une ombre au tableau. Ces entreprises possèdent des parts de marché dominantes et

De juillet 1998 à déc. 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	1.5%	1.2%	5.4%	4.3%	6.1%	7.6%	8.2%	-	74%	0.66
HFRI - Global Fund Weighted	11.6%	5.5%	6.1%	4.2%	4.7%	6.3%	7.0%	0.50	66%	0.59
S&P/TSX Composite (TR)	5.6%	5.7%	9.3%	5.8%	6.0%	6.5%	15.0%	0.50	63%	0.29
EAFE World Equity (TR)	5.4%	1.5%	4.6%	2.6%	1.6%	2.0%	16.9%	0.45	56%	-0.01
FTSE CAN Long Term Bond	11.9%	8.2%	6.8%	7.0%	6.5%	7.1%	7.1%	0.13	61%	0.69



Mais à la suite de l'activité intéressante du dernier trimestre, nous amorçons l'année 2021 avec un portefeuille bien garni en titres convertibles.

Index S&P 500



continuent d'acquérir leurs compétiteurs locaux, ce qui semble irriter au plus haut point le président Xi Jinping. Bien que ce phénomène n'ait pas causé d'annulation de transaction pour l'instant, le marché des fusions et acquisitions s'en trouve néanmoins quelque peu ralenti, alors que l'on note un effet de contagion sur toute transaction dont l'acheteur est chinois.

TITRES CONVERTIBLES

Ce fut un bon trimestre dans l'ensemble. Pendant que beaucoup d'investisseurs se laissaient distraire par les nouvelles émissions et l'activité sur la scène politique, nous avons surtout profité du marché secondaire pour ajouter plusieurs titres convertibles de bonne qualité, porteurs de gros coupons d'intérêt et bien protégés par des positions à découvert sur les actions sous-jacentes. Ces positions se trouvent dans plusieurs secteurs d'activité, assurant ainsi une bonne diversification. De plus, la liquidité abondante sur les marchés nous a permis de dénouer à bon prix certaines positions non essentielles et dont le niveau de risque nous apparaissait un peu trop élevé.

Compte tenu de la volatilité qui a persisté pendant une grande partie de la dernière année, il est intéressant de noter que nous n'avons assisté qu'à peu d'événements de crédit majeurs en 2020. Nous n'en avons pas moins été très prudents et avons réduit le risque du portefeuille tout au cours de l'année alors que l'économie vacillait et que l'incertitude concernant l'élection américaine ne cessait de croître. Mais à la suite de l'activité intéressante du dernier trimestre, nous amorçons l'année 2021 avec un portefeuille bien garni en titres convertibles.

Nous prévoyons toutefois réduire ces positions au cours du premier trimestre, car nous craignons que les largesses du nouveau président pour stimuler l'économie ne causent des évaluations excessives de certains actifs financiers. Les investisseurs deviendront sans doute moins exubérants lorsqu'il deviendra évident que certaines entreprises ne pourront pas survivre, même avec la réouverture de l'économie. **Le financement deviendra plus difficile à obtenir pour les sociétés incapables de retrouver le chemin de la rentabilité.** Nous jugeons impératif d'éviter le danger que constituerait un relâchement de nos critères de qualité de crédit dans le but d'obtenir un rendement plus élevé.

Nous croyons que les bonnes occasions ne manqueront pas lorsque l'économie post-pandémie retrouvera une certaine stabilité. Les entreprises bien établies voudront financer de nouvelles acquisitions, de nouveaux projets et de la dette trop coûteuse. Même si ces sociétés atteindront probablement des évaluations encore plus élevées, les marchés connaîtront aussi des ressacs passagers dont nous pourrions tirer avantage. Un arbitrage prudent de ces situations demeurera notre stratégie de base.

REVENU FIXE

Nous avons entrepris au trimestre précédent de liquider les positions sur titres d'agences et de sociétés que nous jugions moins liquides afin de rendre le portefeuille plus facilement malléable. Ces opérations étant effectuées, et comme la cherté des écarts en général rendait moins invitantes les perspectives de rendement en fonction du risque, **nous avons maintenu l'utilisation de l'enveloppe de risque à 40 % en moyenne au quatrième trimestre.** Rappelons qu'au trimestre précédent, nous avions atteint une utilisation maximale de l'enveloppe de risque à 60 %.

Bien sûr, le rendement généré au quatrième trimestre, bien que positif, n'a pas égalé celui des deux trimestres précédents. Il a tout de même permis à nos opérations d'arbitrage de titres à revenu fixe de réaliser, pour l'ensemble de l'année, notre meilleure performance depuis 2012, malgré un premier trimestre marqué d'une turbulence inédite. Cette performance aurait pu être encore meilleure si ce n'est qu'au début de la reprise au printemps, nous n'avons pas voulu déroger de notre approche disciplinée et prudente. Résultat, le poids de nos transactions était alors quelque peu insuffisant. Le rendement de l'année résulte surtout de nos opérations d'arbitrage sur crédit stratégique ainsi que, dans une moindre mesure, de nos opérations sur crédit tactique et sur la durée.

Une concentration inquiétante

Nous entamons l'année 2021 sans trop modifier le positionnement qui prévaut depuis la fin du mois d'octobre, soit l'utilisation d'environ 40 % de l'enveloppe de risque. Comme positions de base, nous détenons des écarts sur les titres d'agences à échéance de 6 ans que nous avons mises en place au trimestre précédent et qui offrent encore un

Rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans



rendement du capital de près de 12 %. Et nous continuons de maintenir un léger biais acheteur sur la durée. **Ce qui nous inquiète particulièrement, c'est que la majorité des participants aux marchés partage des vues extrêmement similaires.** Tous voient de façon très positive les perspectives des actifs risqués. Les positions longues sur actions et sur produits de base sont prisées de tous, alors que l'on favorise des positions courtes sur obligations ainsi que sur le dollar américain. Comme c'est souvent le cas, une telle concentration pourrait engendrer un problème de positionnement à un certain point durant le premier trimestre. Nous pourrions assister alors à une correction rapide et prononcée, comme celle vécue au premier trimestre de 2018. Les investisseurs accordent une grande confiance au rôle de garde-fou des marchés que jouent et continueront de jouer les banques centrales et les gouvernements. Mais ces autorités sont impuissantes lorsqu'une panique soudaine, exacerbée par un mauvais positionnement, s'empare des marchés. Par ailleurs, ces phénomènes sont souvent passagers et offrent généralement de bonnes occasions d'achat. Nous serons prêts quand cela se produira.

ÉCONOMIE ET MARCHÉS FINANCIERS

La deuxième vague de la pandémie a eu des effets négatifs sur les économies au cours du dernier trimestre. Les gouvernements ont dû resserrer à nouveau les mesures sanitaires, ce qui a eu forcément un impact négatif sur la croissance économique. Le consensus des économistes situe maintenant la contraction du PIB réel mondial en 2020 à 4,5 %. Mais le début de la vaccination permet de croire à un rebond intéressant en 2021. Le consensus l'estime actuellement à 5,3 %. Ainsi, le niveau de la production économique mondiale sera revenu à la fin de 2021 au niveau qu'il était à la fin de 2019, si ces prévisions s'avèrent. Somme toute, statu quo pour l'économie mondiale pendant deux ans.

Il fallait s'y attendre, les bénéfices des sociétés ont été malmenés en 2020. Les entreprises qui composent l'indice S&P 500 montrent une chute des bénéfices de 14 % pour l'année qui vient de se terminer. Mais grâce au nouveau départ que permettra le vaccin, le consensus des analystes table sur une croissance des bénéfices de 22 % pour

l'année 2021. Rappelons toutefois que ces prévisions de bénéfices de début d'année font souvent état d'un optimisme excessif. Ainsi, telle la croissance économique mondiale, les bénéfices des sociétés américaines pourraient se retrouver à la fin de 2021 simplement au niveau où ils se situaient il y a deux ans.

Par ailleurs, malgré la forte dégringolade de mars dernier, le marché boursier a offert une performance hors de l'ordinaire au cours des deux dernières années. Depuis janvier 2019, l'indice S&P 500 est en hausse d'environ 45 %. Pas étonnant que le ratio cours-bénéfices, dont la moyenne historique se situe autour de 15, atteigne maintenant 23, ce qui illustre bien la cherté du marché boursier. La dislocation entre l'économie et le marché boursier a rarement été plus grande.

PERSPECTIVES

Un changement majeur à la direction

Une transition politique importante vient de s'opérer chez nos voisins du sud. Autant à la Maison-Blanche qu'au Sénat, le Parti démocrate reprend le contrôle. Il s'agit certainement d'une bonne nouvelle en ce qui concerne la stabilité des politiques américaines. Mais le mandat de la nouvelle direction est de taille, et la réussite n'est pas garantie. L'économie traditionnelle américaine est vacillante, alors qu'autant le Département du Trésor que la Réserve fédérale américaine ont probablement épuisé la plupart de leurs munitions en matière fiscale et monétaire au cours de la dernière année. L'attitude, le comportement et les décisions trop souvent intempestives du président Trump au cours des quatre dernières années laisseront de nombreuses séquelles dans bien des domaines. **Joe Biden a sûrement la compétence voulue pour occuper le Bureau ovale, mais en aura-t-il l'énergie ?**

Volatilité et discipline

Les vaccins aidant, la nouvelle année s'amorce sous le signe de l'espoir. La très grande majorité des économistes et des stratèges financiers formulent des prévisions optimistes quant à la croissance économique, aux bénéfices des entreprises et aux rendements boursiers. Rappelons que c'était aussi le cas il y a un an. L'expérience en-

Somme toute, statu quo pour l'économie mondiale pendant deux ans.

seigne qu'un fort consensus des prévisions n'est pas toujours de bon augure. Il y a tout lieu de croire que les marchés financiers connaîtront une volatilité relativement élevée au cours de la prochaine année. Nous serons prêts. La volatilité est notre terrain de jeu, après tout. ***Et soyez assurés que nous continuerons d'appliquer la même rigueur dans nos opérations en 2021, car elle fait partie de notre ADN.***

