

RÉFLEXION

REVUE 3^{ième} TRIMESTRE 2019

www.cristallin.ca

SOMMAIRE

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

La firme de gestion de portefeuilles Letko Brosseau, principal actionnaire d'Air Transat à hauteur de près de 20 %, indiqua rapidement qu'elle n'accepterait pas cette offre, qu'elle jugeait nettement insuffisante.



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

L'été s'annonçait plutôt calme. La reprise de l'activité de fusions et acquisitions, amorcée au trimestre précédent, s'est essoufflée aussi vite. Mais comme c'est souvent le cas, les marchés financiers réservaient quelques surprises. Il y a eu, d'une part, l'annonce par Air Canada de son intention d'acquérir la totalité des actions d'Air Transat et, d'autre part, une volatilité des taux obligataires aussi soudaine que brutale, au début du mois de septembre. Une fois de plus, la diversification de nos positions nous a permis de réaliser un rendement positif pour le trimestre. Voyons comment tout cela s'est passé.

ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ

La reprise qui se profilait au trimestre précédent ne s'est pas matérialisée. Le marché des fusions et acquisitions fut si peu actif que nous n'avons participé qu'à 21 nouvelles transactions au cours du trimestre. Il s'agit de notre plus faible niveau de participation depuis plusieurs années. Les écarts associés à certaines transactions étaient pour la plupart trop serrés, et le risque trop élevé, à notre goût. L'offre d'Air Canada sur les actions d'Air Transat a cependant présenté une occasion intéressante.

En effet, la transaction annoncée le 27 juin avait de quoi attirer notre attention. Nous avons aussitôt pris une petite position autour de 13,50 \$, un peu au-dessus du prix d'offre initial, car une bonification de l'offre de 13 \$ par Air Canada paraissait probable.

La firme de gestion de portefeuilles Letko Brosseau, principal actionnaire d'Air Transat à hauteur de près de 20 %, indiqua rapidement qu'elle n'accepterait pas cette offre, qu'elle jugeait nettement insuffisante. Le gestionnaire étant connu pour une certaine intransigeance, le cours de l'action d'Air Transat recula jusqu'à 11,48 \$ en juillet. Tout au long de cette glissade, nous avons augmenté substantiellement notre position. Nous avons subi une perte en juillet sur cette stratégie, mais avons été largement compensés en août, lorsqu'Air Canada a annoncé qu'elle portait son offre à 18 \$, s'assurant ainsi de pouvoir satisfaire Letko Brosseau. Le cours de l'action s'est alors apprécié jusqu'à 16,75 \$, et nous avons alors commencé à réduire nos positions jusqu'à ce que le titre tombe à 15,21 \$.

Nous détenons encore un certain nombre d'actions que nous aurions certes vendues, s'il avait été possible de prédire la suite des événements. Mais cette saga est probablement loin d'être terminée. La transaction doit maintenant passer le test de la concurrence. À cet égard, le ministre fédéral des Transports, Marc Garneau, a accordé un délai supplémentaire au Bureau de la concurrence : ce dernier a maintenant jusqu'au 2 mai 2020 pour rendre sa décision. Malheureusement, ce long délai semble refroidir pour l'instant l'intérêt des participants au marché.

TITRES CONVERTIBLES

Le trimestre fut profitable, mais la déroute de quelques sociétés du secteur de la santé a limité quelque peu nos gains, comme ceux de nombreux investisseurs. Nous avons disposé de plusieurs positions qui devenaient tout simplement surévaluées à cause de la forte demande.

De juillet 1998 à septembre 2019	REND. ANNUALISÉ (%) net de tout frais						Volatil.	Correl.	% Mois > 0	Ratio Sharpe
	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	15 ans	Créat.				
Fonds d'Arbitrage Améthyste	3.0%	2.9%	6.2%	6.2%	6.6%	7.7%	7.5%	-	74%	0.75
HFRI - Global Fund Weighted	0.3%	3.8%	2.9%	4.0%	4.7%	6.0%	6.6%	0.42	67%	0.56
S&P/TSX Composite (TR)	7.1%	7.4%	5.3%	7.0%	7.4%	6.5%	14.4%	0.44	63%	0.29
EAFE World Equity (TR)	-4.3%	3.5%	0.5%	2.0%	2.4%	1.5%	16.5%	0.41	55%	-0.05
FTSE CAN Long Term Bond	17.1%	4.5%	22.4%	11.1%	7.2%	7.0%	6.8%	0.03	61%	0.70

Évolution de l'action d'Air Transat



Même des positions sur obligations convertibles profondément dans le cours, qui agissent normalement comme des options de vente, étaient devenues si élevées qu'on pouvait croire qu'elles entraîneraient une perte, peu importe la direction que prendrait l'actif sous-jacent. De plus, comme la fin de l'année approche, nous avons préféré dénouer certaines positions que nous jugions de moindre qualité afin de rendre disponibles des capitaux qui nous permettront de tirer avantage du manque de liquidité qui se produit inévitablement en décembre.

Pour le moment, nous recherchons les occasions qui sont négligées des investisseurs, tout en étant de bonne qualité, ou dont le risque peut être adéquatement couvert. Il va sans dire que nos liquidités s'accumulent puisque les cours ne justifient pas le risque en fonction du rendement qui peut être espéré. Notre performance en a été quelque peu freinée, mais c'est volontairement que nous nous astreignons à cette prudence.

Le marché en dents de scie observé au cours des derniers mois résulte d'une nette tendance des investisseurs à se défaire sans hésiter des titres de sociétés non performantes pour rediriger leurs capitaux vers les actions et les obligations de sociétés plus dynamiques, dont la liste se raccourcit toutefois avec chaque jour qui passe.

Le fait que l'indice S&P 500 n'ait pas réussi à dépasser ses sommets récents est révélateur, selon nous, du peu de confiance des grands fonds d'investissement en la capacité des conditions économiques et géopolitiques à permettre une croissance notable des bénéfices au cours des prochains mois. Ont-ils raison? Nous le saurons d'ici la fin de l'année. Quant à nous, protéger le capital, améliorer la qualité des investissements (i.e. faible risque) et renforcer la structure de notre portefeuille demeurent les priorités.

REVENU FIXE

Depuis la fin de novembre dernier, nous détenons une position longue durée qui nous a bien servi. Mais, en septembre, une volatilité exceptionnelle est venue changer la donne. Le taux des obligations de 10 ans du gouvernement américain a alors augmenté de 50 points de base en moins

de 10 jours, soit une fluctuation de plus de 5 écarts-types sur une base hebdomadaire. Cette volatilité nous a forcés, compte tenu des règles de discipline qui font partie intégrante de notre gestion, à renverser temporairement notre positionnement sur la durée et ainsi encaisser une perte pour le mois. L'apport de la plupart des autres secteurs de nos opérations a toutefois entraîné en zone positive le rendement de nos activités d'arbitrage de revenu fixe pour l'année en cours.

Malgré cet épisode de volatilité quelque peu hors norme, la baisse des taux d'intérêt se poursuit.

La Réserve fédérale américaine (Fed) a abaissé son taux cible des fonds fédéraux en juillet et en septembre, et il est probable qu'elle décrète une autre baisse d'ici la fin de l'année.

La hausse soudaine des taux obligataires en septembre nous semble surtout attribuable au positionnement de l'ensemble des investisseurs. Tous détenaient des positions longues, si bien que le mouvement a été fortement amplifié lorsque plusieurs eurent à les liquider au même moment.

Autant nos positions stratégiques que nos positions tactiques sur écarts de crédit ont produit une contribution légèrement positive aux résultats du trimestre. La courbe des écarts de crédit s'est un peu accentuée durant le trimestre : les écarts se sont resserrés dans la partie courte de la courbe et élargis dans la partie longue. Compte tenu de la baisse marquée des taux depuis le début de l'année, beaucoup d'investisseurs déplacent leurs positions vers des échéances plus longues et / ou vers des titres plus risqués afin de capturer plus de rendements.

Dans l'ensemble, les écarts de crédit demeurent légèrement dispendieux par rapport à leurs moyennes historiques, soit de 0,50 à 2,00 écarts-types selon le type de dette et / ou maturité. Parmi les titres les plus chers actuellement, on note les obligations de gouvernements provinciaux et de sociétés de moins de trois ans. Les meilleurs rendements sur le capital pour nous se retrouvent dans les obligations d'organismes fédéraux et les titres provinciaux, qui offrent de 6 à 7 % dans les échéances de 5 à 7 ans.

Quant à nous, protéger le capital, améliorer la qualité des investissements (i.e. faible risque) et renforcer la structure de notre portefeuille demeurent les priorités.

Rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans



Nos positions sur la courbe de rendement ont apporté quant à elles une contribution légèrement négative aux résultats. Nous avons subi de faibles pertes sur nos positions longues sur les obligations canadiennes par rapport aux positions à découvert sur les obligations américaines, ainsi que sur l'accentuation de la courbe de rendement aux États-Unis. Mais nous maintenons notre opinion sur les perspectives, et demeurons acheteurs d'obligations canadiennes et vendeurs d'obligations américaines.

ÉCONOMIE ET MARCHÉS FINANCIERS

Il n'y a plus à en douter : selon le Fonds monétaire international (FMI), l'économie mondiale est aux prises avec un net ralentissement. L'organisme, qui vient tout juste de revoir ses prévisions, table maintenant – au mieux – sur une croissance de 3 % pour l'année 2019. Il s'agit là du plus faible taux de croissance depuis la crise économique de 2008. Le PIB mondial a cru à un rythme de 3,6 % l'an dernier et de 4 % en 2017.

Pour leur effet fragilisant sur la confiance des entreprises, les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine sont pointées du doigt comme cause principale du ralentissement. La décélération aurait été encore plus marquée si les principales économies n'avaient pas profité de politiques monétaires accommodantes aux États-Unis, en Europe et au Japon.

Ce qui fait dire à Gita Gopinath, l'économiste en chef du FMI : « À 3 % de croissance, il n'y a pas de place pour les erreurs politiques. »

Aux États-Unis, on estime que la croissance économique a atteint environ 2 % au troisième trimestre. Mais pour la suite, on craint un niveau d'activité un peu plus faible. Toutefois, même si nous nous trouvons évidemment dans une fin de cycle économique, il n'est pas du tout certain que l'économie américaine se retrouvera en récession en 2020 ou 2021. Le consommateur américain voit actuellement son revenu réel augmenter au rythme annuel d'environ 4 %, et sa consommation de biens et services ne croît que de 3 %. Ainsi, son taux d'épargne atteint près de 8 %.

Les perspectives économiques sont liées de près aux rebondissements de la guerre commerciale que se livrent les États-Unis et la Chine. À ce titre, les Chinois ne semblent pas pressés de conclure une entente avant l'élection présidentielle américaine de 2020...

Au Canada, le rythme de croissance économique devrait avoisiner 1,7 % au troisième trimestre. Ici aussi, le commerce extérieur inquiète. En revanche, l'élection récente d'un gouvernement libéral, bien que minoritaire, permet d'espérer des politiques budgétaires expansionnistes ayant un effet stimulant sur l'économie canadienne.

De bons résultats boursiers

Même s'il s'agit d'un rendement non négligeable, la hausse de 1,3 % de l'indice S&P 500 au troisième trimestre marque un temps d'arrêt dans la progression boursière qui a vu l'indice new-yorkais s'apprécier de 18,7 % depuis le début de l'année. Une expansion de 2,5 du multiple cours-bénéfice pendant la période a permis en grande partie cette embellie du marché.

La bourse canadienne n'a pas été en reste, alors que l'indice composite S&P/TSX établissait un record à 16 900 points lors de la séance du 20 septembre. La hausse simultanée en septembre des secteurs des banques et de l'énergie, fortement représentés dans l'indice canadien, a permis ce résultat. Le dernier trimestre a aussi été marqué par un comportement soudainement chaotique, à la mi-septembre, du marché du financement à un jour (repo market) aux États-Unis.

L'épisode a nécessité l'intervention de la Réserve fédérale et a certainement ajouté à la nervosité du marché des titres à revenu fixe, à un moment où les entreprises comblent une grande part leurs besoins en financement par l'émission d'obligations.

La Fed et le bon sens

Nous avons déjà mentionné dans ce rapport l'attitude pour le moins désobligeante du président Trump envers Jerome Powell, qui dirige la Fed. Donald Trump a, à plusieurs reprises, tenté de forcer la main de monsieur Powell afin que celui-ci abaisse le plus rapidement possible le taux des

Le dernier trimestre a aussi été marqué par un comportement soudainement chaotique, à la mi-septembre, du marché du financement à un jour (repo market) aux États-Unis.



fonds fédéraux jusqu'à zéro. Les observateurs y voient tous un calcul purement politique du locataire de la Maison-Blanche, qui aimerait profiter d'une économie sous stéroïdes pour affronter l'échéance électorale de 2020. Le dirigeant de la Fed a fait fi des insultes de monsieur Trump et a plutôt poursuivi une politique d'assouplissement graduelle.

Le bon sens donc a prévalu. La Fed a effectué deux baisses de taux jusqu'à présent cette année, et une troisième est attendue, probablement en décembre. La banque centrale des États-Unis a ainsi opté pour une politique accommodante afin d'aider l'économie à faire face à l'imposition des tarifs, tout en se gardant des munitions pour le moment où elle en aura davantage besoin.

PERSPECTIVES

L'enquête à la Chambre des représentants pouvant mener à un procès en destitution du président américain, qui se tiendra au Sénat sous la direction du juge en chef de la Cour suprême, John Roberts, sera certainement le plat de résistance de la grande majorité des réseaux d'information au cours des prochains mois. Mais quel effet ce processus aura-t-il sur la volatilité des marchés financiers ?

Les événements politiques se répercutent rarement sur les éléments fondamentaux de l'économie, si ce n'est qu'à très court terme.

L'expérience des trois dernières années nous a toutefois démontré que le président Trump est enclin à prendre des décisions irrationnelles lorsqu'il sent qu'il a des bâtons dans les roues. Les deux prochains mois semblaient propices à un rapprochement entre les négociateurs chinois et américains afin de trouver des solutions à la guerre des tarifs actuelle. Rien n'est moins sûr maintenant.

Une habitude matinale intempestive

Par sa propension à publier de courts messages sur Twitter tôt le matin, avant même l'ouverture des marchés financiers aux États-Unis, le président a parfois occasionné des mouvements de marché. Combien de fois les bourses ainsi que les marchés des obligations ou des devises ont bondi ou se sont dégonflés de façon marquée dès l'ouverture, à la suite d'un simple gazouillis du président ? L'enquête préalable à un éventuel procès en destitution ne risque pas de faire passer son habitude à l'occupant de la Maison-Blanche. Elle pourrait plutôt l'exacerber. Préparons-nous donc à une période qui pourrait être ponctuée, à tout moment, par des mouvements de marché très atypiques.