

# RÉFLEXION

REVUE 4<sup>ième</sup> TRIMESTRE 2019

www.cristallin.ca

## SOMMAIRE

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

*La recherche de rendement s'effectue dans un contexte où les taux d'intérêt des obligations gouvernementales sont souvent négatifs en termes réels, et même parfois en absolu.*



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

Nous aurions bien sûr aimé ajouter quelques points de pourcentage au rendement du fonds pour l'année 2019. Mais pour cela, il nous aurait fallu relâcher nos critères de gestion du risque, mais nous n'étions pas prêts à le faire. La quête de rendement à un moment où les taux d'intérêt demeurent très faibles a continué de pousser un nombre croissant d'investisseurs vers les marchés d'actions. Ces marchés ont ainsi connu une année spectaculaire, malgré les craintes de ralentissement économique découlant des guerres commerciales et d'une gestion politique et économique toujours aussi chaotique de la part des États-Unis.

### *La protection du capital*

Nous n'avons pas voulu relâcher notre gestion du risque, parce que notre rôle consiste aussi à protéger le capital. Et nous poursuivrons dans cette veine. Dans les trois principales stratégies que nous utilisons, un facteur commun ressort actuellement : la cherté des actifs. D'où la nécessité d'une gestion du risque serrée. La valeur des actifs atteindra tôt ou tard le point où un fort ressac deviendra inévitable. Nul ne peut en prédire le moment exact. Mais nous serons prêts.

### *ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ*

Ce ne sont pas les occasions qui ont manqué au dernier trimestre. Nous en avons profité pour participer à 23 transactions de fusion et acquisition, pour un total de 95 transactions durant l'année. Fait étonnant, nous avons connu un taux de « mortalité » de 5 %, alors que notre moyenne historique est plutôt de 3 %. Nous constatons que ce sont les transactions canadiennes qui ont causé cet écart : leur taux d'échec a été de 12 % – du jamais vu en 25 ans.

Au chapitre des surprises, l'une des plus importantes a certainement été le rejet de la privatisation de Canfor par ses actionnaires minoritaires. Deux des trois consultants en gouvernance avaient pourtant recommandé la transaction. Nous n'avions pris qu'une très petite position sur cette transaction, que nous avons liquidée rapidement. Après le rejet du projet de MEG Energy, c'était la deuxième transaction qui n'avait pas remporté l'assentiment des actionnaires. Faut-il y voir l'amorce d'une tendance? Nous en serions surpris, car les pertes subies par les actionnaires dans ces deux cas devraient plutôt inciter les autres à y penser plus d'une fois avant de torpiller de telles transactions stratégiquement avantageuses.

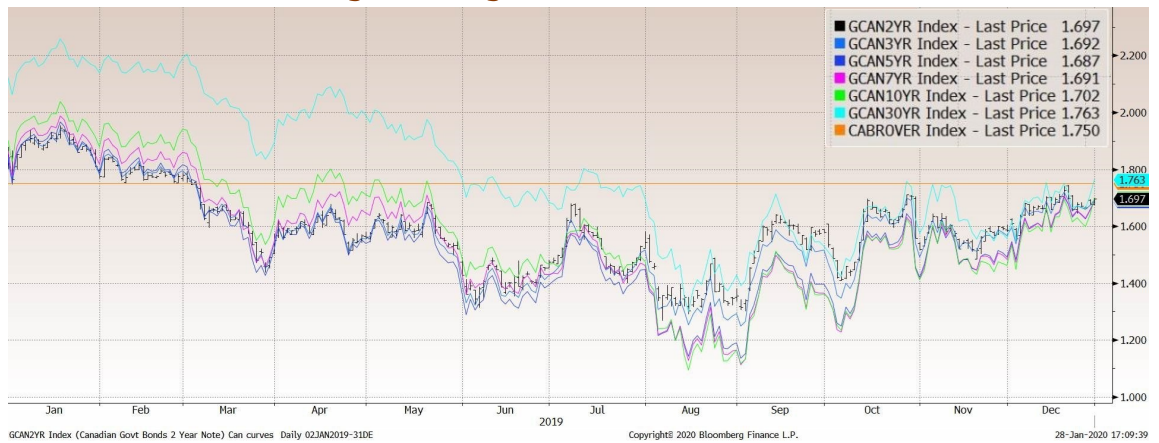
### *Cycle boursier à maturité et taux d'intérêt négatifs*

Certes, nous ne pouvons pas qualifier nos résultats du trimestre d'excellents. Nous dirons plutôt qu'ils ont été modestes et motivés par la prudence. Chose sûre, nous sommes restés concentrés sur notre objectif de préservation du capital, compte tenu de la maturité du cycle boursier et surtout du niveau très bas des taux d'intérêt. La recherche de rendement s'effectue dans un contexte où les taux d'intérêt des obligations gouvernementales sont souvent négatifs en termes réels, et même parfois en absolu. Les investisseurs sont alors amenés à réduire les écarts de crédit et à suracheter le marché boursier puisqu'il est évalué en fonction des taux d'intérêt.

Nous refusons de céder à cette tentation. Nous continuons à n'investir que dans des positions dont le rendement espéré justifie le risque. Nous avons participé à un nombre plus faible de transactions en 2019. Et nous avons réduit notre levier. En ce début d'année 2020, nous demeurons sur nos gardes, plus que jamais.

De juillet 1998 à décembre 2019	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>4.5%</b>	<b>2.0%</b>	<b>6.5%</b>	<b>5.6%</b>	<b>6.5%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.5%</b>	-	<b>73%</b>	<b>0.75</b>
HFRI - Global Fund Weighted	10.4%	4.5%	3.5%	4.0%	4.6%	6.1%	6.6%	0.42	67%	0.58
S&P/TSX Composite (TR)	22.9%	6.9%	6.3%	6.9%	7.2%	6.6%	14.3%	0.44	63%	0.30
EAFE World Equity (TR)	18.4%	6.5%	2.8%	2.6%	2.0%	1.9%	16.4%	0.40	56%	-0.03
FTSE CAN Long Term Bond	12.7%	6.6%	21.8%	10.9%	6.7%	6.9%	6.8%	0.03	61%	0.67

## Courbe des obligations du gouvernement canadien vs taux directeur



### TITRES CONVERTIBLES

Ramener le risque au niveau où il doit être et se positionner en vue de 2020 a été une constante dans nos opérations au cours du dernier trimestre. Nous entamons la nouvelle année en croyant que l'expansion économique se poursuivra encore quelque temps et que la volatilité des marchés continuera d'augmenter. À nouveau, nous nous tenons loin de ces titres si populaires qu'ils deviennent rapidement très chers et continuent de s'apprécier jusqu'au moment où la chute devient inévitable, comme pour Icare, ce personnage de la mythologie grecque qui perdit ses ailes en s'élevant trop près du soleil. Nous continuerons de rechercher la liquidité et la flexibilité sur des titres convertibles qui offrent surtout un rendement de portage et une protection à la baisse.

L'énergie est le secteur qui a offert les meilleures performances, et nous avons continué d'ajouter modestement à nos positions. Le pire secteur fut la santé : le cannabis n'a plus la cote, et nous nous en éloignons. Nous avons ajouté 14 titres liés aux événements de marché, 3 titres convertibles américains qui agissent comme des options de vente et 1 titre convertible canadien. Nos critères de sélection ont été surtout le coupon, le crédit et l'évaluation, accompagnée d'un risque à la baisse limité, ainsi que d'un potentiel d'appréciation de l'action sous-jacente dans le cas du titre convertible canadien.

#### Le moment de réaliser quelques profits

Nous nous sommes départis de dix positions liées aux événements de marché et de sept titres convertibles pendant le trimestre. L'atteinte de nos objectifs, une détérioration du crédit ou une évaluation devenue trop élevée ont été les principales motivations de nos prises de profits sur ces titres.

Chez Cristallin, nos priorités ne changent pas : protection du capital, amélioration de la qualité de nos investissements par la réduction du risque, et enfin, solidité de la structure du portefeuille. Nous devons atteindre ces objectifs dans un contexte où les marchés continuent de s'apprécier et que le consensus demeure fortement positif, en dépit des risques géopolitiques et des énormes

déficits budgétaires des gouvernements. Les prix des actifs atteignent selon nous des niveaux où les marchés n'ont plus droit à l'erreur.

### REVENU FIXE

La chute notable des taux d'intérêt amorcée en début d'année 2019 s'est finalement inversée au quatrième trimestre. Les taux d'intérêt à échéance de deux ans et plus ont augmenté dans la plupart des pays industrialisés, les hausses étant de l'ordre de 10 à 30 points de base selon les échéances.

Pour les taux à plus long terme, le marché allemand demeure le baromètre. Rappelons que, l'été dernier, les taux de 10 ans ont chuté rapidement jusqu'à -0,80 %. Ils se situent maintenant à -0,20 %.

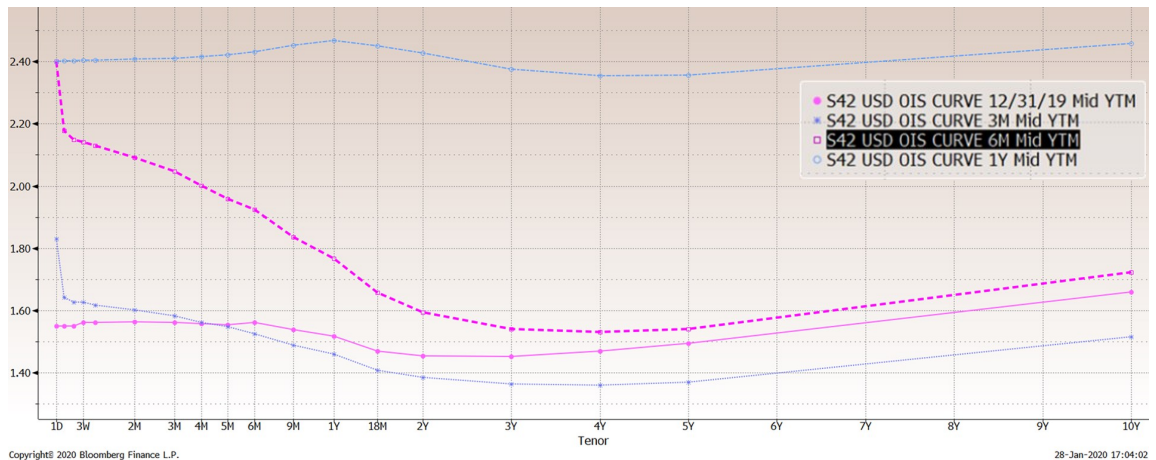
**Nous croyons improbable une hausse marquée des taux obligataires américains et canadiens tant et aussi longtemps que les taux allemands ne reviendront pas en territoire positif.**

Malgré les hausses de taux obligataires du dernier trimestre, les principales banques centrales demeurent relativement accommodantes : à preuve, la Banque centrale européenne (BCE) annonçait un retour à des mesures d'assouplissement quantitatif. Aux États-Unis, la Réserve fédérale américaine (Fed) abaissait son taux directeur en octobre, ce qui constituait une troisième baisse en quatre mois. Les anticipations de baisse de taux directeurs en 2020 demeurent bien présentes, mais le nombre de ces baisses sera certainement moins grand. Les participants aux marchés semblent croire qu'elles pourraient se limiter à une seule, tant au Canada qu'aux États-Unis. L'année électorale qui commence au sud de notre frontière favorise le statu quo de la part de la Fed.

Sur les marchés de titres à revenu fixe, le fait saillant du trimestre aura sans doute été la demande pour les titres de crédit, soit principalement les obligations de sociétés. La course aux rendements de la part des investisseurs américains est de plus en plus fébrile. Bien que les écarts de crédit ne cessent de s'amincir, la demande, elle, ne cesse de croître. Et ce phénomène s'étend au Canada. Impossible de ne pas noter le nombre de nouvelles émissions de sociétés ayant une faible cote de

*Nous continuerons de rechercher la liquidité et la flexibilité sur des titres convertibles qui offrent surtout un rendement de portage et une protection à la baisse.*

## Projection taux directeur US



crédit. Elles attirent un nombre record d'investisseurs qui achètent ces titres malgré une prime de risque très faible sur une base historique.

### *Une courbe de rendement inférieure au taux directeur*

La courbe de rendement s'est finalement accentuée en fin d'année, tant au Canada qu'aux États-Unis, après une période d'aplanissement marquée qui durait depuis le début de 2019. Serait-ce que les trois baisses de taux directeurs de la Fed aient fait reculer le risque de récession qui faisait partie de la conversation en première moitié d'année ? Fait quelque peu étonnant, au Canada, l'ensemble de la courbe de rendement est maintenant inversée par rapport au taux directeur. Les taux obligataires pour toutes les échéances sont maintenant inférieurs au taux directeur, qui se situe actuellement à 1,75 %.

Comment tout cela va-t-il se terminer ? Il est difficile de ne pas voir que les banques centrales, en maintenant les taux d'intérêt à un niveau aussi bas, poussent indirectement les investisseurs à prendre plus de risques. Aux États-Unis, les fonds d'obligations sont de plus en plus gros, et la demande toujours croissante pour les obligations de sociétés est nettement supérieure à celle qu'on enregistrait en 2008 dans les mois qui ont précédé la crise financière. Si jamais les écarts de crédit s'élargissaient et forçaient certains détenteurs à vendre précipitamment, l'équilibre offre-demande pourrait voler en éclats ; les écarts en fonction du risque pourraient alors s'élargir très rapidement. Pour l'instant, les perspectives du marché du crédit demeurent légèrement favorables, bien que ce marché soit cher, soit autour de 0,50 à 2,00 écarts-types sur une base historique. Nous tenterons d'en tirer avantage en ce début de trimestre, mais en demeurant alertes à tout changement de conjoncture.

Au moment où débute la nouvelle année, personne, absolument personne, ne parle de hausse de taux. Doit-on se méfier ? Chose certaine, l'histoire regorge de cas où les changements de tendance sont survenus alors que plus personne ne s'y attendait...

## ÉCONOMIE ET MARCHÉS FINANCIERS

L'économie mondiale n'a progressé que de 2,9 % en 2019, sa pire performance des dix dernières années. Qu'à cela ne tienne, l'indice boursier MSCI Monde a connu une hausse spectaculaire de 24 % pour la période. Si la bourse, comme plusieurs le croient, est un marché d'anticipation, il faut donc s'attendre à un rebond de l'économie mondiale en 2020. Un dénouement heureux des querelles commerciales pourrait favoriser cette reprise. Mais il faudra plus. Le maintien des politiques d'assouplissement monétaire des banques centrales sera probablement encore nécessaire. Beaucoup d'observateurs croient que celles-ci tiendront leur ligne de conduite compte tenu de l'absence d'inflation.


L'économie américaine semble avoir trouvé son rythme de croisière autour de 2 %. Mais quelques incertitudes persistent. Les effets des fortes baisses d'impôts de 2018 pourraient maintenant se répercuter sur les politiques budgétaires. En effet, le fardeau de la dette laisse peu de marge de manœuvre pour stimuler l'économie.

Au Canada, l'année s'amorce sur des propos prudents de la part du gouverneur de la Banque du Canada (BdC), Stephen Poloz. La première réunion de l'année de la BdC a débouché de nouveau sur un statu quo quant aux taux d'intérêt. Mais le gouverneur a néanmoins souligné des statistiques quelque peu décevantes quant à la confiance des consommateurs, aux ventes au détail et à l'emploi. D'entrée de jeu, il assure que la porte n'est pas fermée à d'éventuelles baisses de taux d'intérêt.

## PERSPECTIVES


Rarement l'opinion des experts quant aux perspectives des marchés boursiers aura été aussi unanime. On parle de hausse de 5 % à 7 % pour l'indice S&P 500. Aucun d'eux ne parle de recul des marchés. Pourtant, l'indice phare des marchés américains se négocie déjà à 18,5 fois les bénéfices prévisionnels. Pour ce ratio, il s'agit d'un sommet cyclique qui, en trente ans, n'a été dépassé que lors de la période 1997-99, marquée par l'euphorie technologique.

*Les taux obligataires pour toutes les échéances sont maintenant inférieurs au taux directeur, qui se situe actuellement à 1,75 %.*



La majorité des participants aux marchés sont conscients que les niveaux très bas des taux d'intérêt sont une des raisons, si ce n'est la principale raison, de la valorisation boursière actuelle. Bien peu d'entre eux, on l'a vu, s'attendent à des augmentations de taux en 2020.

***L'absence d'inflation conforte les gestionnaires qui croient que les banques centrales seraient mal avisées de hausser les taux d'intérêt dans un tel contexte.***



L'année 2020 promet des rebondissements spectaculaires sur la scène politique américaine. Le président Trump sera fort probablement acquitté des chefs d'accusation en destitution qui pèsent contre lui. Mais le processus laissera des traces. La fracture partisane du Congrès américain, révélée plus que jamais par le procès en destitution du président, n'annonce rien de bon pour l'année qui vient. La division des Américains, qui campent sur leurs positions et restent sourds à l'argumentation, laisse craindre que tous les coups soient permis d'ici l'élection de novembre. Les milieux économiques et financiers pourront difficilement faire abstraction d'un tel climat. Et pourtant, l'unanimité persiste quant à la hausse des marchés boursiers et à la baisse des taux d'intérêt. Nous verrons bien.