

RÉFLEXION

REVUE 4^{ème} TRIMESTRE 2016

ÉCONOMIE

L'élément marquant du dernier trimestre 2016 aura été sans contredit l'élection de Donald Trump à la Maison-Blanche et, probablement encore plus, les majorités républicaines au Sénat et à la Chambre des représentants. Après une nuit chancelante, les actifs à risque réagissaient positivement dès le lendemain, encouragés par la position de force du nouveau président qui devrait lui permettre d'appliquer sans trop d'opposition son programme de stimulation budgétaire alliant réductions d'impôts à hausses des dépenses publiques.

Comme prévu, la Réserve Fédérale américaine a augmenté le taux des fonds fédéraux de 25 points de base en décembre, encouragée par la vigueur du marché du travail et la bonne tenue des dépenses des ménages. Elle notait toutefois que l'inflation s'était intensifiée au cours de l'année, tout en demeurant sous l'objectif à long terme de 2% du Comité, du moins pour le moment. Mais la croissance économique plus forte que prévu au troisième trimestre 2016 (3,5%, soient 0,3% au-dessus de l'estimé précédent) semble avoir consolidé les anticipations inflationnistes de la FED. Avec leurs dépenses en capital, les entreprises américaines soutiennent la croissance du PIB en plus d'améliorer leur rentabilité future. À ce titre d'ailleurs, les bénéficiaires par action des sociétés composant l'indice S&P500 ont enregistré un gain de 3,1% pendant cette même période, une première hausse annuelle depuis le premier trimestre 2015.

RENDEMENTS, NETS DE TOUT FRAIS, en date du 31 déc. 2016

	AMÉTHYSTE Onshore	AMÉTHYSTE Offshore	HFRI Conv. Arb.	HFRI Merger Arb.	HFRI Event Driven	ÉMERAUDE Onshore (1)	HFRI Glob. Macro
Dernier trimestre	3.7%	4.2%	1.4%	2.1%	4.0%	5.4%	1.0%
Derniers 12 mois	20.5%	21.7%	7.3%	6.7%	10.6%	-1.6%	-0.5%
Depuis création	8.9%	8.3%	6.4%	5.6%	7.2%	-1.6%	0.2%

Cette croissance de l'économie américaine devrait se poursuivre au cours des 6 à 12 prochains mois (1,9 à 2,3% en 2017 selon la Réserve Fédérale). Les indicateurs économiques avancés demeurent en effet positifs et le secteur de l'emploi vigoureux. Bien sûr, une croissance plus robuste passerait par un taux d'épargne à la baisse, des salaires et/ou dépenses en capital des entreprises à la hausse, et des mesures fiscales expansionnistes. À cet égard, le président nouvellement élu proposait durant sa campagne un programme d'infrastructures de \$500 milliards. Il faudra cependant attendre avant que les effets de ce programme ne se fassent sentir concrètement dans l'économie réelle. Les entreprises devraient néanmoins continuer d'accroître leur rentabilité en 2017.

À l'étranger, la Banque Centrale Européenne (« BCE ») annonçait en janvier le maintien de son taux directeur à 0% ainsi que de son programme d'achat d'obligations au moins jusqu'à la fin de 2017, et confirmait la réduction mensuelle prévue de 80M à 60M Euros à partir du mois d'avril. Ainsi, à l'exception du Japon, les politiques monétaires mondiales sont maintenant orientées vers une normalisation des taux.

ÉCONOMIE 1

FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE 2

- Événements de marché 2
- Titres Convertibles 3
- Revenu Fixe 3

FONDS GLOBAL-MACRO ÉMERAUDE 4



Gestionnaire canadien
de fonds alternatifs,
depuis 1998

1002 SHERBROOKE OUEST
BUREAU 2110
MONTRÉAL (QUÉBEC)
CANADA H3A 3L6

TÉL. +1.514.284.0248
info@crystallin.ca



L'accélération des prix à la consommation et un rajustement des anticipations sont maintenant une nouvelle réalité à laquelle doivent faire face les investisseurs. On peut l'observer : les salaires

...la Réserve Fédérale voudra ainsi poursuivre une politique de normalisation de son taux directeur, avec probablement trois hausses d'ici fin 2017 (une de plus que prévu en septembre).

progressent plus rapidement dans certains secteurs, tandis que les prix de l'énergie et de plusieurs matières premières semblent rebondir après avoir atteint un plancher. On peut s'attendre à ce que les effets fiscaux et autres mesures protectionnistes du nouveau gouvernement américain accentuent ces pressions.

Conformément aux prévisions médianes des participants du FOMC, la Réserve Fédérale voudra ainsi poursuivre une politique de normalisation de son taux directeur, avec probablement trois hausses d'ici fin 2017 (une de plus que prévu en septembre). En Europe, on s'attend à ce que la BCE abandonne graduellement sa politique monétaire extrêmement accommodante, mais pas avant la fin de l'année. Les taux d'intérêt à long terme mondiaux devraient subir davantage de pressions à la hausse au cours des 12 prochains mois.

FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE

Le Fonds Améthyste a terminé l'année en force, avec un rendement annuel supérieur à 20% dans les deux versions du Fonds, une première depuis 2009. Les 3 sous-stratégies génératrices de performance (arbitrage d'événements de marché, de titres convertibles et de revenu fixe) ont tour à tour connu leur heure de gloire en 2016.

Événements de marché

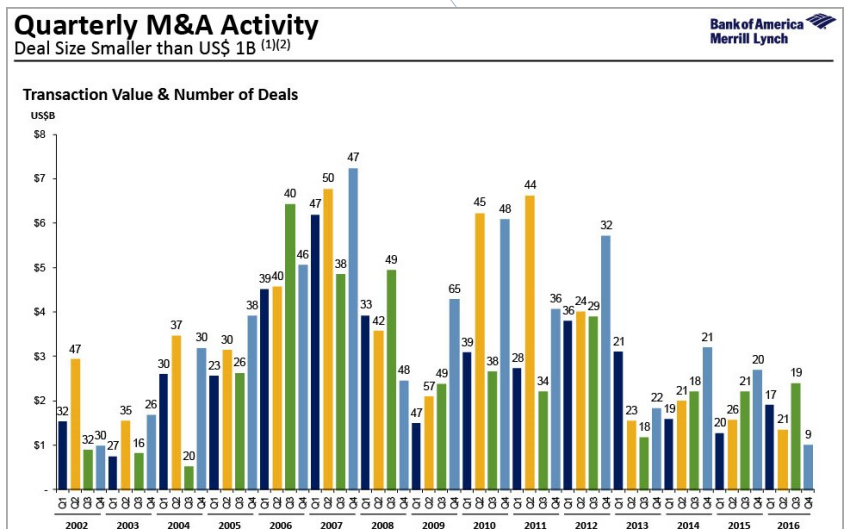
Malgré le peu d'opportunités sur le marché canadien (un creux de 18 ans), le segment d'arbitrage d'événements de marché a connu une excellente année, grâce à une présence accrue sur le marché américain, un taux d'échec dans la norme,

des marges attrayantes et une volatilité généralisée qui a multiplié les occasions d'entrée/sortie sur plusieurs positions. Ces facteurs ont contribué approximativement à 45% de la performance d'Améthyste en 2016.

L'emballement soudain des marchés à la suite de l'élection de Donald Trump aura même encouragé les investisseurs à *refuser* l'approbation de deux transactions, jugées sous-évaluées, ou encore à pousser le cours d'entreprises ciblées par des offres au-dessus du prix proposé. Cette exubérance nous aura amené à négocier davantage (et à profit!) nos positions durant la vie des transactions, contrairement aux situations canadiennes typiques où les positions prises généralement dans les 2 jours suivant l'annonce sont peu sujettes à être transigées jusqu'à fermeture.

Un total de 121 fusions et acquisitions ont été incluses au portefeuille en 2016, en grande partie américaines. La faible activité au Canada (81 transactions selon Merrill Lynch, soit la moitié de la moyenne historique sur 15 ans) nous a poussé à nous tourner vers nos voisins du sud où le nombre et la diversité sectorielle des entreprises créent un marché actif et liquide, en plus d'offrir davantage d'opportunités dans nos champs d'expertise, c.-à-d. les capitalisations inférieures à \$2G et prises de positions sur offre d'achat via dette.

Pendant de nombreuses années, nous sommes demeurés un joueur modeste aux États-Unis, accumulant les contacts, les connaissances du fonc-





tionnement réglementaire et surtout l'expérience nécessaire pour voguer sur ce marché dynamique et profiter des ressacs thématiques qui affectent temporairement les marges des situations d'arbitrage. Les dernières années ont démontré la contribution positive importante que peut prendre le marché américain à l'intérieur de cette sous-stratégie d'Améthyste.

Au 31 décembre, le Fonds était investi au sein de 42 transactions d'acquisition, dont 5 via un instrument autre que l'action ordinaire (dette notamment). Nous détenons également 11 obligations et actions privilégiées faisant l'objet d'un rappel ou d'une offre de rachat.

Titres convertibles

Responsable d'un peu plus du tiers de la performance du Fonds en 2016, le segment a connu une année aux antipodes de 2013 et marquée par l'absence d'événements de crédit négatifs, une bonne volatilité des marchés dans un cadre dénué de tendances, le tout accompagné d'écarts de crédit stables ou en légère baisse. Le regain de vie de quelques vieilles (« legacy ») positions dans les secteurs des ressources n'a pas nuï non plus. Évidemment, le cœur de la performance du sous-portefeuille reste son portage (« carry ») structurel, c.-à-d. les intérêts générés par la dette, nets des différents frais.

Compte tenu de la rareté des émissions primaires de dette convertible au Canada et des primes jugées trop élevées à l'émission, nous avons préféré concentrer notre activité, lors du dernier trimestre, sur le marché secondaire, une fois le delta rendu à un niveau acceptable après hausse de l'action sous-jacente. Mais les quelques refinancements de sociétés qui ont eu lieu nous auront néanmoins permis de prendre position dans les titres devenus objets de rachat annoncé, contribuant ainsi discrètement à la performance du segment « Événements de marché ». Du côté US, le portefeuille de protection a été augmenté par l'addition d'une nouvelle position « fortement dans le cours » et la transformation d'une autre suivant la hausse importante de l'action sous-jacente.

Un rééquilibrage du sous-portefeuille a été effectué afin d'accroître son gamma et mieux tirer parti de la volatilité systématique observée, tout en réduisant notre budget de risque, constamment surveillé et revu puisque le delta théorique ne reflète pas toujours le risque de défaut des émetteurs.

Quant au nouvel environnement de taux d'intérêt haussier auquel les investisseurs font face, une augmentation modérée serait compensée par le portage structurel (« carry ») ainsi que par la hausse de valorisation de l'option d'achat implicite au sein de l'obligation convertible. Conjugué à l'échéance plutôt courte de notre portefeuille, l'impact de taux d'intérêt à la hausse sur le segment serait plutôt limité.

Revenu fixe

L'année 2016 a finalement donné lieu au renversement tant attendu des écarts de crédit sur provinces et agences canadiennes pour lequel nous étions graduellement positionnés tout au long de 2015. Résultat, après une année à contribution marginale négative, le sous-portefeuille est responsable de près de 20% de la performance du Fonds en 2016 malgré une allocation de capital plafonnée à 25%.

De fait, la performance du segment au dernier trimestre a été la meilleure de l'année au complet. La poursuite de la compression des écarts dans un cadre de volatilité contenue, et notre migration stratégique vers une accentuation de la pente de la courbe de taux en début de trimestre auront été profitables. Le resserrement des écarts a maintenant rendu les dettes d'agences (CMB) nettement moins avantageuses qu'au cours des deux dernières années.

Environ 65% de l'enveloppe de risque, exprimée en termes de Valeur Monétaire d'un point de base de crédit (VM01) est utilisée, niveau semblable au trimestre précédent. Depuis décembre, nous maintenons un biais tactique acheteur sur les écarts de crédit de titres provinciaux moyen et long terme, et demeurerons positionnés pour une accentuation de la pente de la courbe.





À la lueur de l'évolution récente des écarts de crédit, une réévaluation de ces derniers par groupe d'émetteurs et d'échéances s'impose. Le positionnement sur écarts d'agences (CMB) sera probablement réaffecté vers les provinces, qui offrent pour le moment un meilleur rendement sur le capital. Une légère hausse de la durée moyenne des écarts de crédit, autour de 3,50-3,75 années, est à prévoir dans les mois qui suivront.

courbe et crédit) et les matières premières (agriculture, énergie et métaux). Nos anticipations sur devises ont toutefois retranché des gains au portefeuille. Le Fonds affiche néanmoins un rendement de 5,4% (Classe II) pour le dernier trimestre 2016, fermant ainsi l'année à -1,6%.

Outre notre position centrale axée sur des taux d'intérêt plus élevés initiée en septembre dernier,

Écarts de crédits — Agences canadiennes VS Gouvernement Fédéral canadien (7 ans)



En conclusion, pour le Fonds Améthyste, le réveil des ressources à l'échelle mondiale et la normalisation des taux sont, de prime abord, des éléments positifs pour notre sphère d'activités au Canada. En effet, outre une reprise des activités

de fusions et acquisitions en ressources, on peut s'attendre également à une recrudescence des émissions de convertibles, devenues plus attrayantes dans un cadre de taux d'intérêt haus-siers. Aucun doute que l'année s'annonce intéressante. Évidemment, 2016 doit être considéré un cas spécial, mais en contrepartie, rien ne laisse présager de résultats en 2017 qui iraient à l'encontre de notre objectif de rendement de 5-10% au-dessus du taux sans risque.

...le réveil des ressources à l'échelle mondiale et la normalisation des taux sont, de prime abord, des éléments positifs pour notre sphère d'activités au Canada.

nous avons intégré 3 autres vues majeures au cours du dernier trimestre, soit long dollar US, matières premières et marchés boursiers. Celles-ci sont en vigueur pour le début 2017. Alors que la position à découvert sur les obligations 10 ans

(50% Amérique, 50% Europe) a été augmentée, un complément long obligations italiennes et françaises contre dette allemande dans le secteur 10 ans a été initié. Sur les marchés boursiers américains et émergents, un

biais long, en moyenne de 10 à 20%, est maintenu.

Côté devises, le portefeuille garde principalement un biais acheteur sur le USD contre son panier (« DXY ») et ses satellites (CAD et AUD), en même temps que la livre sterling est privilégiée contre le dollar canadien. Nos anticipations de reprise du prix du pétrole sont maintenues, alors qu'une position acheteur a été ouverte sur l'indice de matières premières Bloomberg, panier de 20 d'entre elles, pondérées selon leur importance économique et leur liquidité. Des positions acheteurs sur le mar-

FONDS GLOBAL-MACRO ÉMERAUDE

Le rendement de la stratégie Global-Macro du Fonds Émeraude a été positif pour le quatrième trimestre de l'année 2016, appuyé par les marchés boursiers (directionnel), le revenu fixe (durée,





ché des grains et celui du bétail ont également été initiées.

2016 a été une année de rebondissements inattendus (Brexit, Trump) qui aura des répercussions significatives sur l'environnement géopolitique et économique mondial. Du point de vue « actifs

...le protectionnisme du nouveau président américain, ses relations pour le moins tendues au sein comme à l'extérieur du pays et le gonflement de la dette du gouvernement fédéral auront un impact certain sur la direction et la volatilité des marchés au cours des prochains trimestres.

financiers », la dépendance des marchés aux politiques excessivement accommodantes des banques centrales depuis 2008 tire à sa fin. Dans un tel cadre, voici les principales tendances que nous continuerons de suivre cette année :

1. Populisme, protectionnisme et politiques fiscales: le vent de populisme et de protectionnisme qui a soufflé sur la Grande-Bretagne et les États-Unis n'a pas fini de décoiffer les investisseurs. Tour à tour, les Pays-Bas (mars), la France (avril) et l'Allemagne (septembre) iront aux urnes en 2017; l'incertitude mènera vraisemblablement à des primes de risque obligataires plus élevées, d'autant que plusieurs plateformes électorales prônent des hausses massives de dépenses fiscales et budgétaires. Compte tenu des déficits importants des gouvernements (notamment l'Italie) et du risque politique, le marché obligataire européen semble à risque.
2. Politiques monétaires: dans la même veine, et malgré une inflation toujours contenue à ce jour, la tendance des prix est à la hausse et sera soutenue par l'expansion fiscale et budgétaire anticipée. De l'autre côté de l'Atlantique, les taux réels demeurent extrêmement bas et la Banque Centrale Européenne a déjà annoncé la réduction de son programme d'assouplissement monétaire (« QE ») ce qui, là-bas également, devrait naturellement mener à des coûts d'emprunt plus élevés.
3. Matières premières: nous maintenons une vue favorable sur le long terme pour la plupart des actifs de la classe, compte tenu de leur appréciation typique en fin de cycle économique. 2016 fut une année d'inflexion pour

les matières premières, en particulier pour l'énergie, les métaux de base, précieux, et certains produits agricoles. Les grains et le bétail semblent quant à eux former un plancher depuis le dernier trimestre. Si le tout se confirme, l'impact sera positif sur l'indice des prix à la consommation (« IPC »).

4. Croissance économique et profitabilité des entreprises: les résultats de l'élection américaine ont eu un premier effet dopant sur les marchés boursiers. Tant investisseurs qu'entreprises ont estimé que le président nouvellement élu tiendra ses promesses de stimuler l'économie par des investissements budgétaires, des barrières protectionnistes (effet local) et une déréglementation. Certains secteurs, notamment l'énergie, des soins de santé et financiers seraient particulièrement soutenus par cette dernière.

Au-delà de la stimulation budgétaire (« effet Trump »), les risques de récession apparaissent faibles pour la prochaine année puisque les moteurs de l'économie (consommation, investissement privé, secteur public et exportations nettes) y contribuent tous positivement. Les profits des entreprises sont de nouveau en croissance et les indices des directeurs d'achat (« PMI ») sont en forte progression partout dans le monde, ce qui devrait soutenir le marché boursier américain et celui des pays émergents.

Malgré tout, le protectionnisme du nouveau président américain, ses relations pour le moins tendues au sein comme à l'extérieur du pays et le gonflement de la dette du gouvernement fédéral auront un impact certain sur la direction et la volatilité des marchés au cours des prochains trimestres.

