

# RÉFLEXION

REVUE 2<sup>ième</sup> TRIMESTRE 2017

## ÉCONOMIE

### *On fait peu de cas du chaos à Washington*

Le remplacement de l'Affordable Care Act (ObamaCare) allait permettre de financer d'importantes diminutions d'impôts aux États-Unis et de soutenir ainsi à la fois la croissance économique et l'enthousiasme des investisseurs. Mais il est vite apparu que le nouvel occupant de la Maison-Blanche allait se buter à un Congrès peu coopératif, bien que majoritairement partisan. Six mois après son assermentation, rien n'avance. Cette stagnation n'a toutefois pas ébranlé les marchés boursiers, du moins pour l'instant. L'indice S&P 500 a gagné 2,5 % durant le trimestre.

Dès la mi-avril, la volatilité sur le marché des actions, pourtant déjà faible, s'est mise à diminuer encore davantage. Hormis quelques pointes de très courte durée, elle s'est maintenue à un niveau très bas durant tout le trimestre. L'indice VIX s'est ainsi retrouvé sous la barre des 10 % à plusieurs reprises, et s'y trouve encore actuellement. Ce phénomène, observé à peu d'occasions depuis 30 ans, s'explique principalement par les pressions substantielles à la baisse exercées par l'éventail de vendeurs à découvert d'options sur volatilité, apparus depuis la crise de 2008.

### RENDEMENTS ANNUALISÉS, NETS DE TOUT FRAIS, en date du 30 juin 2017

	AMÉTHYSTE Onshore	AMÉTHYSTE Offshore	HFRI Conv. Arb.	HFRI Merger Arb.	HFRI Event Driven	ÉMERAUDE Onshore (1)	HFRI Glob. Macro
<b>Dernier trimestre</b>	1.4%	1.5%	1.5%	2.3%	2.0%	-2.7%	-0.9%
Derniers 12 mois	10.8%	11.2%	8.5%	8.7%	13.3%	-7.3%	-2.4%
Depuis création	8.8%	8.2%	6.4%	5.7%	7.2%	-3.1%	-0.5%

Ces mêmes acteurs risquent de trouver le réveil brutal lorsque le VIX empruntera le chemin inverse, ce que l'histoire le condamne à vivre. À tout le moins, la croissance économique mondiale s'est poursuivie de belle façon et a été le principal facteur justifiant la hausse du marché boursier. Ce raffermissement économique a amené les investisseurs à faire fi d'un environnement géopolitique inquiétant à plusieurs égards, marqué notamment par l'attitude hostile du président nord-coréen, les enquêtes du Sénat américain et du FBI sur la possible collusion entre l'équipe de campagne du président Trump et certains dirigeants russes, ainsi que la guerre civile en Syrie. En contrepartie, l'élection française d'Emmanuel Macron en mai dernier aura eu un impact substantiel au sein des marchés en dissipant les craintes quant à la pérennité de l'ensemble économique européen, une excellente nouvelle en soi.

### *La confiance des banques centrales*

Rassurante pour les marchés financiers fut la confiance exprimée par les banques centrales durant le trimestre. Toutes, à l'exception de la Banque du Japon, indiquent une volonté de mettre fin aux politiques monétaires extrêmement expansionnistes. Si elles croient le moment venu de resserrer, c'est que les économies vont beaucoup mieux, faut-il conclure. La Réserve fédérale a haussé à nouveau son taux cible des fonds fédéraux en juin. Elle devrait bientôt entamer le processus de vente d'actifs acquis dans le cadre mis en place depuis 2008, afin de réduire la taille de son bilan. De son côté, la Banque du Canada, dans un changement de politique que peu voyait venir il y a à peine quelques mois, a augmenté son taux directeur le 12 juillet. Le marché anticipe présentement deux autres hausses de

### ÉCONOMIE 1

#### FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE 2

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

#### FONDS GLOBAL-MACRO ÉMERAUDE 3-4

**...la Banque du Canada, dans un changement de politique que peu voyait venir il y a à peine quelques mois, a augmenté son taux directeur le 12 juillet. Le marché anticipe présentement deux autres hausses de 25 points de base d'ici la fin de l'année, dont la prochaine ne saurait tarder.**



Gestionnaire canadien  
de fonds alternatifs,  
depuis 1998

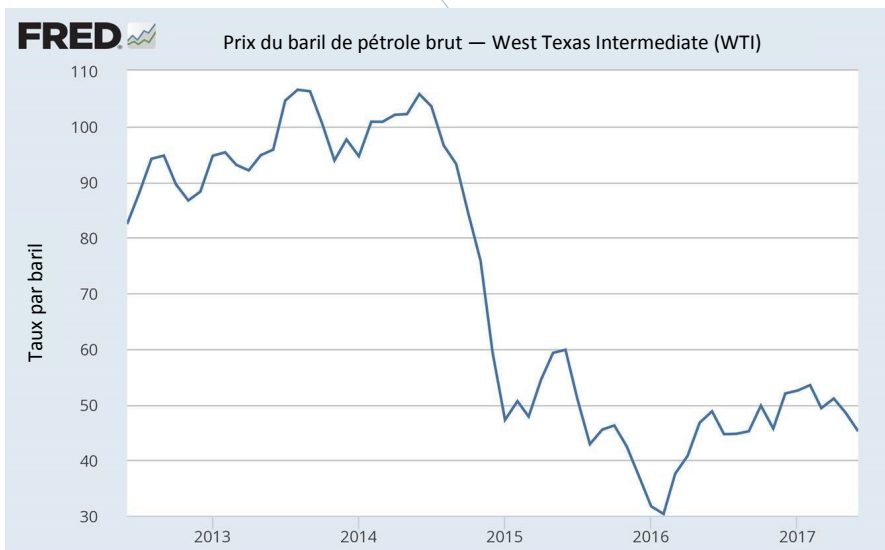
1002 SHERBROOKE OUEST  
BUREAU 2110  
MONTRÉAL (QUÉBEC)  
CANADA H3A 3L6

TÉL. +1.514.284.0248  
info@crystallin.ca

25 points de base d'ici la fin de l'année, dont la prochaine ne saurait tarder. En Europe, la BCE (Banque centrale européenne) poursuit l'allègement de son programme d'assouplissement quantitatif.

### **Repli de l'énergie et des matières premières**

Ce fut un trimestre difficile pour le secteur pétrolier. Le prix du baril de pétrole léger américain WTI (West Texas Intermediate) a chuté de 9 % pour se retrouver au 30 juin à 46,04 \$US. Le sous-indice de l'énergie du S&P/TSX qui regroupe 45 sociétés à la Bourse de Toronto a reculé sensiblement dans la



même proportion, soit 9,1 %. L'entente survenue en décembre entre les membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) sur un plafond de production qui devait durer six mois a pourtant été reconduite en mai pour une nouvelle période de neuf mois. Mais il semble que les participants aux marchés espéraient une réduction supplémentaire. Elle ne s'est pas matérialisée. Au même moment, on notait une augmentation significative de la mise en exploitation de puits aux États-Unis, stimulée par la diminution imposable des coûts de production (cf. pétrole/gaz de schistes) enregistrée depuis 5 ans. L'impact s'est fait sentir sur l'ensemble de la bourse canadienne, l'indice composé

**Devant le resserrement des politiques monétaires et l'accélération de la croissance économique mondiale, on était en droit de s'attendre à un relèvement de l'ensemble de la courbe de rendement. Mais sans inflation, l'horizon long terme de la courbe a refusé d'obtempérer.**

du S&P/TSX reculant de 2,4 % durant le trimestre. L'indice de matières premières « Commodity Research Bureau » (CRB) a quant à lui régressé de 6 % durant les trois derniers mois.

### **Absence de pressions inflationnistes**

À la faiblesse des prix des matières premières s'ajoute une croissance anémique des salaires aux États-Unis bien que le marché de l'emploi y demeure vigoureux. Conséquence, une absence de pressions inflationnistes qui a fait dévier le marché des obligations à long terme. Devant le resserrement des politiques monétaires et l'accélération de la croissance économique mondiale, on était en droit de s'attendre à un relèvement de l'ensemble de la courbe de rendement. Mais sans inflation, l'horizon long terme de la courbe a refusé d'obtempérer. Les investisseurs préfèrent donc attendre de voir des signes probants d'inflation avant de réduire leurs positions de titres à long terme.

### **La croissance économique canadienne bien en selle**

L'économie canadienne semble définitivement sur la bonne voie. Après une solide performance au premier trimestre, une création d'emplois largement supérieure aux attentes et un marché immobilier vigoureux permettent d'envisager une poursuite de l'embellie. La Banque du Canada (BdC) semble y croire, car elle a procédé à une hausse de son directeur le 12 juillet alors que personne ne l'envisageait à peine un mois plus tôt. Pas de doute que la décision complexifie quelque peu les perspectives du marché obligataire canadien où les participants ne prévoyaient pas de hausses des taux à court terme cette année. Ce geste de la BdC était-il prématuré ? Alors que la direction que prendra le prix du pétrole est pour le moins incertaine, faut-il rappeler que le secteur pétrolier demeure une composante importante de l'économie canadienne.

### **FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE**

#### **ÉVÈNEMENTS DE MARCHÉ**

#### **Prudence et patience sont de mise**

Compte tenu du peu d'occasions intéressantes au cours du dernier trimestre, nous avons opté pour la prudence et la patience en ne déployant le capital que lorsque les opportunités en valaient vraiment la peine.

Le ralentissement de l'activité dans le secteur des fusions et acquisitions s'est effectivement poursuivi aux États-Unis durant la période. Conséquemment, le capital disponible excédait l'offre. Ce surplus a incité certains de nos concurrents à investir dans des transactions dont le rendement espéré nous apparaissait insuffisant pour le risque encouru.

Au 30 juin, le Fonds était quand même exposé à 43 positions d'arbitrage en fusion/acquisition, dont les deux tiers aux États-Unis. Aucune d'elles ne faisait





face à des difficultés pouvant menacer la conclusion de la transaction. À ce nombre, ajoutons une participation dans sept rappels d'obligations et d'actions privilégiées de cinq émetteurs différents.

Le 29 juin, la saga Rite Aid a connu un nouveau rebondissement à la suite de l'hésitation de la Federal Trade Commission (FTC) à autoriser l'achat par Walgreen. Cette dernière n'offre plus que d'acheter une partie des actifs. La position a été réduite en conséquence et nous attendons une fenêtre d'opportunité pour en sortir complètement. L'impact négatif sur le rendement est de l'ordre de 25 points de base pour le mois de juin. Cette transaction initialement annoncée en octobre 2015 devait être de l'ordre de 17 milliards. Elle ne sera finalement que 5 milliards si la FTC autorise cette offre révisée.

### TITRES CONVERTIBLES

#### ***Nous prendrons avantage du marché acheteur***

L'élargissement de nos positions à risque de crédit élevé et à faible delta s'est poursuivi durant le dernier trimestre. Nous croyons qu'un marché acheteur pourrait se développer d'ici la fin de l'été. Le moment sera alors propice pour ajouter de nouvelles positions en dettes convertibles offrant delta et gamma optimaux.

Le marché a été relativement calme durant la dernière période, et aucun événement de crédit négatif n'a été observé chez les émetteurs détenus en portefeuille. La liquidité est là bien que le volume de transactions ne soit pas très élevé. Le momentum semble favoriser les acheteurs.

Nous avons réussi à capter une partie de la volatilité observée sur les titres de certains émetteurs, notamment Element Financial et Pages Jaunes. Une rumeur voulant que Element Financial soit dans la mire d'un activiste a causé beaucoup de volatilité autour des titres de la société. Bien que la spéculation devait s'avérer non fondée, les titres n'ont pas retrouvé leurs niveaux d'avant rumeur. Nos positions dans ce titre ont été significativement réduites compte tenu de la détérioration du crédit de l'émetteur et de l'absence virtuelle de delta, soit la sensibilité de la valeur de la convertible à un changement de prix de l'action sous-jacente.

### REVENU FIXE

#### ***Vers un aplanissement de la courbe***

L'accentuation de la courbe de rendement s'est interrompue en mars dernier avec le recul des taux d'intérêt. Nos positions favorisant un élargissement des écarts de rendement le long de la courbe, mises en place à la fin de 2016, ont été liquidées

dès le mois de mai pour faire place à des positions qui profiteront plutôt d'un aplanissement de celle-ci. Le début du trimestre fut donc difficile sur le plan performance, mais le changement stratégique aura été bénéfique en juin. La contribution finale du segment à la performance du second trimestre 2017 d'Améthyste est donc positive mais modeste.

Des écarts de crédit plus serrés accompagnés d'une faible volatilité diminuent les perspectives de rendement à moyen terme. Toutefois, la capture du « carry » et un gain en capital provenant d'un resserrement de ces écarts a permis de réaliser un rendement positif. De plus, un léger biais « long crédit » sur les titres d'agences et de provinces est venu ajouter quelques points de base aux résultats.

**Des écarts de crédit plus serrés accompagnés d'une faible volatilité diminuent les perspectives de rendement à moyen terme.**

L'utilisation moyenne de l'enveloppe de risque en termes de DV01 a été de 60 % durant le trimestre, comparativement à 75 % au trimestre précédent. Au 30 juin, le niveau n'était plus que de 55 % et reflétait des écarts de crédit de plus en plus serrés et des rendements sur le capital (ROC) en baisse, autant d'incitatifs à la prudence. Plus généralement, les écarts municipaux sont à leur plus bas niveau depuis 2014, et depuis 2015 pour les écarts provinciaux. Cette situation offre nettement moins de valeur qu'il y a 12 à 18 mois et n'encourage pas le déploiement du capital dans ce type de stratégies. Par ailleurs, aucun signal ne suggère pour l'instant que le moment serait approprié de mettre en place des positions inverses, soit nettes vendeurs, sur les écarts de crédit.

### FONDS GLOBAL-MACRO ÉMERAUDE

#### ***Malmené par la baisse du prix du pétrole***

Le solde négatif du rendement du Fonds pour le trimestre provient principalement du positionnement dans le secteur de l'énergie. La baisse du prix du pétrole en juin nous a amené à fermer notre position ainsi que celle sur le panier de commodités (Bloomberg Commodities Index). En effet, la diminution des coûts de production aux États-Unis a largement dépassé nos attentes et les inventaires demeurent élevés, deux facteurs importants qui expliquent la baisse du prix de l'or noir. Techniquement, le WTI pourrait maintenant reculer jusqu'à 35-40 \$ US.





Malgré des contributions positives de nos positions en actions américaines et sur la courbe de taux US, les positions directionnelles sur obligations, devises et matières premières nous ont coûté.

On ne peut exclure un retour des primes de risque qui se reflèterait par des taux obligataires plus élevés. Mais devant l'absence de pressions inflationnistes, cette éventualité semble être repoussée quelque peu dans le temps. Pour l'instant, une baisse des taux obligataires apparait le scénario plus probable. Les positions « acheteurs » d'obligations de longue durée et un positionnement en vue d'un aplanissement de la courbe de rendement ont été déployées en fin de trimestre.

**On ne peut exclure un retour des primes de risque qui se reflèterait par des taux obligataires plus élevés. Mais devant l'absence de pressions inflationnistes, cette éventualité semble être repoussée quelque peu dans le temps.**

Contrairement aux anticipations formulées en début d'année, l'ensemble des matières premières traverse maintenant une

période difficile. L'activité sur le pétrole de schiste aux États-Unis perturbe l'équilibre mondial que visaient à établir les limites de production décrétées par l'OPEP l'automne dernier, entraînant des pressions importantes sur le prix de la commodité. Tant que les inventaires continueront d'augmenter, le risque de baisses de prix additionnelles demeure bien présent.

Quant aux autres matières premières, les prix devaient normalement être soutenus par le « boom de fin de cycle » habituel, mais il n'en est rien, du moins pour l'instant. Cet état de fait nous incite à adopter une approche « neutre à légèrement vendeur » pour l'ensemble du secteur des matières premières.

Le faible risque de récession pour les prochains douze mois, combiné à une croissance soutenue des bénéfices des sociétés et de statistiques intéressantes quant à la production manufacturière partout dans le monde, permet d'anticiper une évolution positive des marchés boursiers au cours de la prochaine période. Il nous faudra cependant demeurer à l'affût d'une correction technique de 5-10 % susceptible de se pointer à tout moment.

## PERSPECTIVES

La toile de fond économique pour les prochains six à douze mois demeure somme toute positive. Les économies américaine et européenne maintiendront une croissance intéressante, tout comme celle du Canada.

Chez nos voisins américains, on s'attend à ce que la normalisation des taux d'intérêt soit graduelle. Une seule hausse additionnelle est prévue d'ici la fin de l'année. De ce côté-ci de la frontière, la Banque du Canada devrait adopter une stratégie semblable. À l'exception de la Banque du Japon, les autres banques centrales opéreront vraisemblablement pour une diminution graduelle et ordonnée de leurs politiques expansionnistes.

Aussi longtemps que l'on n'assistera pas à une augmentation significative des salaires qui viendra gruger dans les marges bénéficiaires, la croissance des bénéfices des sociétés se poursuivra et l'inflation sera contenue. Dans ce contexte, on prévoit que les marchés boursiers mondiaux poursuivront leur ascension et que les taux d'intérêt à long terme fluctueront en fonction des pressions inflationnistes que dénoteront les prochaines statistiques économiques.

### ***Pas de crise, SVP!***

Bien que l'on ne fasse peu de cas du chaos actuel à Washington, il est difficile d'ignorer complètement l'impondérable « facteur Trump ». La Maison-Blanche risque fort de demeurer une énigme pour les investisseurs en mal de consignes claires. À ce jour, nous n'avons pas eu à vivre cette crise sociale, économique ou géopolitique qui finira éventuellement par tester la capacité de gouverner de l'occupant du 1600 Pennsylvania Ave, et qui pourrait bien alors faire trembler les marchés financiers. Souhaitons que nous l'évitons le plus longtemps possible.

