

# RÉFLEXION

## REVUE 3<sup>ème</sup> TRIMESTRE 2016

### ÉCONOMIE

Jusqu'à tout récemment, le bilan des banques centrales mondiales semblait condamner à croître jusqu'à ce que mort s'en suive. Mais (heureusement), un sérieux rappel à l'ordre semble être engagé chez les responsables des politiques monétaires. L'assouplissement quantitatif (« QE ») est de plus en plus considéré inefficace économiquement, et potentiellement nuisible dans le processus de fixation des primes de risque sur les marchés via des taux court terme négatifs.

La Banque du Japon (« BOJ ») a d'ailleurs mis fin aux détentes quantitatives à l'infini, en remplaçant son objectif de bilan par une cible de taux long terme à 0%. Même questionnement au sein du Conseil des gouverneurs de la Banque Centrale Européenne (« BCE ») quant aux limites pratiques des achats d'obligations, alors que certains membres désirent mettre fin à la politique en cour compte tenu des signes d'amélioration économique<sup>1</sup>. La Réserve Fédérale américaine, quant à elle, fait bande à part en considérant une première hausse de taux d'ici la fin de l'année, stimulée par une économie en relative bonne santé.

Du côté du Royaume-Uni, les contrecoups du « Brexit » ont été moins ressentis que prévu à la lueur du report à mars 2017 du début des négociations sur sa sortie de l'Union européenne. Toutefois, ses conséquences devraient exercer un impact sur les marchés au cours des prochains

trimestres, puisque la négociation des termes débitera au printemps avec une échéance prévue de deux ans.

Selon les estimations (en date du 5 octobre) de la Réserve fédérale d'Atlanta, l'économie américaine a progressé à un taux annuel désaisonnalisé de 2,2% au cours du troisième trimestre. Les indicateurs avancés demeurent positifs et le secteur de l'emploi vigoureux.

Le prix du pétrole a fortement oscillé au gré des nombreuses rumeurs sur un éventuel plafond de production, entente finalement conclue de manière officielle en fin de trimestre, avec pour cible, une réduction à 32,5-33 millions de barils par jour.



Gestionnaire canadien  
de fonds alternatifs,  
depuis 1998

**L'assouplissement quantitatif (« QE ») est de plus en plus considéré inefficace économiquement, et potentiellement nuisible dans le processus de fixation des primes de risque sur les marchés via des taux court terme négatifs.**

### ÉCONOMIE 1

#### FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE 2

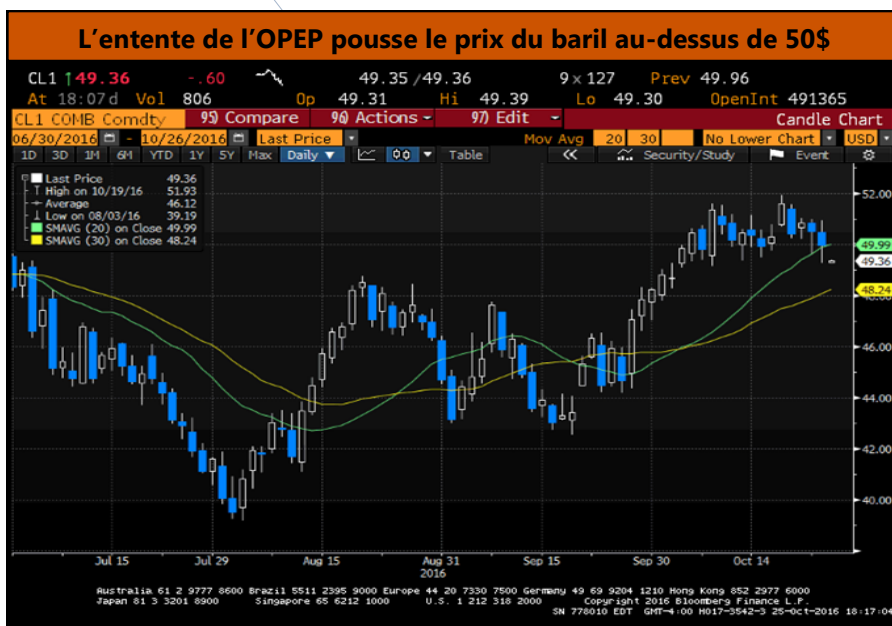
- Événements de marché 2
  - Titres Convertibles 2
  - Revenu Fixe 3


#### FONDS GLOBAL-MACRO ÉMERAUDE 4

<sup>1</sup> Financial Times of London

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

TÉL. +1.514.284.0248  
info@cristallin.ca





Bien que les investisseurs semblent toujours s'agripper aux politiques monétaires plus qu'accommodantes qui ont supporté les marchés depuis 2008, ils devront fort vraisemblablement en faire leur deuil dans un avenir rapproché. La Banque Centrale Européenne («BCE») et la Banque du Japon («BoJ») tenteront de passer le flambeau à leurs gouvernements respectifs qui eux, pourraient agir par des mesures fiscales expansionnistes (ex. dépenses d'infrastructure). De son côté, la Réserve fédérale cherchera à hausser son taux directeur de 0.25% d'ici la fin de l'année, probablement en décembre, hausse qui serait suivie de deux autres en 2017; on peut s'attendre à ce que les taux d'intérêt long terme suivent.

La croissance de l'économie américaine devrait se poursuivre, sans grands éclats cependant, au cours des prochains 6 à 12 mois. Une croissance plus vigoureuse ne pourra être liée qu'à un ou plusieurs des facteurs suivants: Taux d'épargne à la baisse, salaires en hausse, croissance des dépenses en capital des entreprises et mesures fiscales expansionnistes. Il faudra toutefois attendre la conclusion des élections américaines pour que ces éléments deviennent de potentiels catalyseurs. En fin de compte, les États-Unis demeurent le meilleur choix relatif en termes de «sécurité»: les taux d'intérêt y sont relativement plus élevés et le risque de récession, plus faible. Par contre, la volatilité demeurera omniprésente.

## FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE

### Événements de marché

Le Ministère du Commerce chinois («MOFCOM») et l'Administration Nationale des Changes («SAFE») continuent d'approuver les transactions au compte-goutte, mais ont finalement ratifié l'acquisition de Starwood Hotel par Marriott et la sortie de change pour Bankers Petroleum, avec deux mois de retard toutefois. Ces retards inci-

tent à présent les arbitragistes à incorporer dans leur analyse une fermeture plus tardive des transactions qui requièrent de telles approbations.

**...le Comité pour l'investissement étranger aux États-Unis («CFIUS») a surpris les investisseurs en donnant son aval à l'acquisition de Lexmark Intl par un consortium d'acheteurs chinois. Cette autorisation a eu pour effet de réduire les marges sur l'ensemble des transactions impliquant un acquéreur chinois...**

À l'opposé, le Comité pour l'investissement étranger aux États-Unis («CFIUS») a surpris les investisseurs en donnant son aval à l'acquisition de Lexmark Intl par un consortium d'acheteurs chinois. Cette autorisation a eu pour effet de réduire les marges sur l'ensemble des transactions impliquant un acquéreur chinois qui semblaient, de prime abord,

plus risquées, parce que sujettes à un rejet des autorités réglementaires.

La réduction du nombre de fusions et acquisitions annoncées, tant au Canada qu'aux États-Unis, a causé un resserrement des marges, les arbitragistes disposant d'opportunités restreintes pour utiliser leur capital. Il s'agit là d'une situation cyclique normale, dont la durée peut varier de quelques mois à quelques trimestres.

La contraction des marges (« écarts de prix »), conjuguée à l'augmentation du risque perçu entourant les élections présidentielles américaines et la récente hausse des taux US 10 ans, incite à la prudence dans le redéploiement du capital. Une portion de 10% à 15% est conservée tant pour faire face aux aléas que profiter d'aubaines à la volée. Entre-temps, notre sous-portefeuille demeure bien diversifié à travers une cinquantaine de situations en date du 30 septembre.

### Titres convertibles

La bonne tenue de la sous-stratégie au cours du troisième trimestre est attribuable d'un côté, à son portage structurel (« carry ») et de l'autre, à une faible compression des écarts de crédit. Malgré un léger élargissement de ces derniers fin septembre, la valeur du portefeuille s'est appréciée depuis la fin du deuxième trimestre et la fin de l'année dernière. La volatilité observée en milieu et fin de trimestre a également contribué à la performance globale. Il n'y a pas eu de nouveaux ajouts au por-





tefeuille au cours du trimestre. Ce dernier se compose de crédits de bonne qualité et est bien couvert par rapport à l'univers canadien des titres convertibles.

Le suivi et le rééquilibrage du risque de crédit, des évaluations, du budget de risque et de la prise de profit dynamique se poursuivent, avec pour objectif la réduction et la diversification du risque. Les opportunités de déploiement de capital dans le marché des convertibles tant au Canada qu'aux États-Unis sont scrutées à la loupe, toujours à l'intérieur des paramètres jugés potentiellement profitables.

Nos positions en bons de souscription demeurent inchangées et certaines offrent une protection au portefeuille en cas de crise financière. Les options continuent d'être utilisées afin d'améliorer le profil risque rendement du portefeuille global.

#### Revenu fixe

Contrairement aux deux premiers trimestres, la volatilité fut plutôt contenue au cours des trois derniers mois. Les écarts de crédit des agences et des provinces demeurent attrayants sur une base historique, particulièrement dans le secteur 3 à 10 ans, malgré leur net resserrement depuis le début de l'année. À l'instar du deuxième trimestre, les écarts sur titres corporatifs ne sont pas suffisamment attrayants pour justifier une pondération autre que mineure au portefeuille.

La performance de la stratégie a été positive au cours du trimestre, appuyée principalement par une légère compression des écarts. Notre positionnement en faveur d'un aplatissement de la courbe au Canada et aux États-Unis a été payant jusqu'au début septembre.

Depuis, les courbes de taux s'accroissent dans la plupart des marchés. Une migration stratégique vers une position d'élargissement des écarts de pente est à prévoir prochainement.

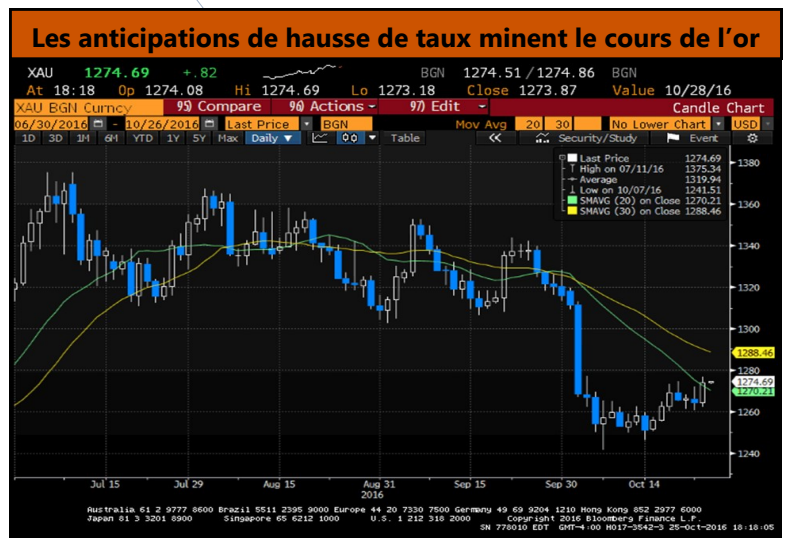
La stratégie de crédit a utilisé l'enveloppe de risque à hauteur de 65% en moyenne au cours du

troisième trimestre, en baisse par rapport aux deux premiers trimestres. Une couverture au travers d'opérations mixtes sur options de vente (échéant en novembre) a été prise sur le marché boursier américain («SPY»).

Sur un plan stratégique, nous préférons patienter avant de prendre position sous de meilleurs auspices. Depuis le « Brexit », les actifs risqués sont peu volatiles et la demande est robuste. Toutefois, le quatrième trimestre débutera avec plusieurs facteurs potentiellement perturbateurs: les élections américaines, le cours du brut, les hausses de taux et l'accentuation des courbes qui s'en suivra.

## FONDS GLOBAL-MACRO ÉMERAUDE

La performance du Fonds Global-Macro Émeraude a été négative au cours du troisième trimestre, contre-performance principalement attribuable à un mois de septembre difficile. Un repositionnement stratégique a découvert sur les marchés obligataires et boursiers au début du mois a nui à la stratégie. Des anticipations de hausse de taux et d'une correction boursière ne se sont pas matérialisées dans l'horizon anticipé.



Malgré un bon positionnement pour une reprise des cours du pétrole, ses soubresauts de septembre ont nui à la performance. La même absence de tendance claire sur le cours de l'or au cours du trimestre a également remis en question notre positionnement long.





Malgré la charge émotive liée aux négociations du « Brexit », un scénario de sortie en douceur est prévu, ce qui explique la position longue sur le long-terme sur la livre Sterling contre le dollar canadien. À court terme toutefois (dernier trimestre), cette position a été défavorable.

Les prises de positions tactiques ont été freinées par la volatilité de certains actifs; nos outils de travail pour ce type de transactions sont en réévaluation.

Une bonne dose de volatilité sur l'ensemble des classes d'actifs est à prévoir au cours des prochains mois. Les événements à surveiller sont nombreux :

1. Élections américaines : outre le choix du président, le contrôle des chambres constituera un enjeu;
2. Banques centrales : l'assouplissement monétaire devrait graduellement faire place à l'assouplissement fiscal au Japon et en Europe, et une hausse de taux est à prévoir aux États-Unis d'ici la fin de l'année. Une augmentation des taux sur l'ensemble de la courbe ainsi qu'une accentuation de celle-ci sont anticipées, sans toutefois tomber dans un marché baissier séculaire. Les marchés boursiers devraient quant à eux souffrir de la remise en question des évaluations, à la lueur du retrait du soutien qu'aura procuré l'ensemble des assouplissements quantitatifs (« QE ») depuis la crise de 2008.
3. Pétrole : une entente officieuse a été conclue fin septembre. Si cette dernière est maintenue, nous pourrions assister à un retour du prix du baril vers les niveaux de 55-60 \$ d'ici fin 2016. Un tel scénario stimulerait les dépenses en capital du secteur, en plus de consolider un taux d'inflation positif, avec pour résultante de pousser à la hausse les taux obligataires à long terme.

**La récente entente entre les membres de l'OPEP et la correction des réserves pointent vers un prix de 55-60\$ le baril.**

La croissance économique mondiale demeurera relativement faible au cours des prochains trimestres. Les probabilités de récession demeurent faibles aux États-Unis, mais les entreprises investissent peu. Payer des dividendes et réduire le coût du capital peuvent soutenir les valorisations, mais sans un investissement axé vers la croissance, elles demeurent à risque.

Compte tenu du récent changement de discours des banques centrales face à l'assouplissement monétaire (« QE »), notre vue stratégique sur le marché obligataire favorise une position à découvert sur 75% de la valeur nette du portefeuille (à travers les 10 ans et + au Canada, États-Unis, Allemagne et Angleterre) et prévoit une accentuation de la pente.

Une position longue sur le cours du pétrole est maintenue. La récente entente entre les membres de l'OPEP et la correction des réserves pointent vers un prix de 60\$ le baril. En ce qui a trait aux autres matières premières, nos vues positives sont maintenues sur le cuivre, mais nous sommes négatifs sur l'or et les producteurs aurifères, en prévision des hausses de taux aux États-Unis.

Un faible biais stratégique positif sur actions (10% du portefeuille) est conservé, puisque la volatilité demeurera présente autour des élections américaines. L'achat d'assurance à travers un portefeuille d'options de vente d'échéance mi-novembre et mi-décembre prémunit le portefeuille des chocs politiques ou obligataires.

Compte tenu des hausses de taux prévues aux États-Unis, de notre scénario d'une sortie ordonnée du Royaume-Uni de l'Union européenne et davantage de mesures expansionnistes de la part des autorités gouvernementales japonaises, des positions longues sont maintenues sur le US\$ contre son panier (« DXY »), sur le yen japonais contre le US\$ et sur la livre Sterling contre le dollar canadien.

