

# RÉFLEXION



ans de passion et de rendement  
*years of passion and performance*

REVUE 2<sup>ième</sup> TRIMESTRE 2018

 CRISTALLIN

Gestionnaire canadien  
de fonds alternatifs,  
depuis 1998

Il y a 20 ans, alors que le monde se remettait à peine de la crise financière asiatique, Gestion Cristallin voyait le jour. Depuis, quelle aventure ce fut ! Une foule d'événements, et notamment la crise financière de 2008-2009, sont venus bouleverser le monde de l'investissement. Aujourd'hui, bien en vue sur la scène financière montréalaise, Cristallin fête son 20<sup>e</sup> anniversaire en se tournant vers l'avenir avec la même passion, et toujours à la recherche de rendements constants pour ses clients.

## ÉCONOMIE

### *C'est la guerre... commerciale*

Tout au long du deuxième trimestre, l'espoir subsistait que l'administration américaine comprenne que l'imposition de tarifs douaniers, d'abord sur l'acier et l'aluminium, et ensuite sur une longue liste de produits provenant de la Chine, ne pouvait avoir qu'un effet déprimant, tant sur l'économie américaine que sur l'économie mondiale. Mais cet espoir s'est rapidement évanoui. La guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine s'est engagée le 6 juillet, lorsque le président Trump a confirmé l'imposition de tarifs sur des produits d'importation chinoise totalisant 34 milliards de dollars. Œil pour œil, dent pour dent : comme ils l'avaient promis, les dirigeants chinois ont aussitôt répliqué en imposant des tarifs de même ampleur. Qu'à cela ne tienne, les Américains ont ensuite renchéri en annonçant de nouveaux tarifs portant sur des produits d'une valeur cette fois de 200 milliards de dollars, que les Chinois ont rapidement égalés. L'improvisation et le chaos qui semblent dominer les processus décisionnels à la Maison-Blanche ne permettent pas de déterminer où s'arrêtera cette guerre commerciale. Chose certaine, le choc sur l'économie est inévitable.

### RENDEMENTS ANNUALISÉS, NETS DE TOUT FRAIS, en date du 30 juin 2018

	AMETHYSTE		HFRI		HFRI
	Onshore	Offshore	Conv. Arb.	Merger Arb.	Event Driven
<b>Dernier trimestre</b>	<b>1.3%</b>	<b>0.7%</b>	-0.8%	2.8%	3.8%
Derniers 12 mois	-0.3%	-1.0%	2.9%	4.4%	7.5%
Depuis création	8.3%	7.5%	6.2%	5.5%	7.2%

### *Des économies résilientes*

La croissance économique mondiale s'est poursuivie au cours des trois derniers mois, mais à un rythme ralenti, s'il faut en croire les indices PMI mondiaux des directeurs des achats (Purchasing Managers Indexes), qui ont régressé pour un deuxième trimestre consécutif.

Pendant ce temps, aux États-Unis, l'économie semble s'être bien remise en marche, après un premier trimestre décevant. Le consensus des économistes prévoit une croissance de 4 % pour le deuxième trimestre, nettement supérieure aux 2 % atteints au premier trimestre. La vigueur du marché de l'emploi atteste de ce regain. La création mensuelle d'emplois s'est chiffrée à 213 000 en juin, à 244 000 en mai et à 175 000 en avril. Selon toutes les indications, les profits des grandes sociétés américaines ont encore été au

### ÉCONOMIE 1

### FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE 2

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

### PERSPECTIVES 3

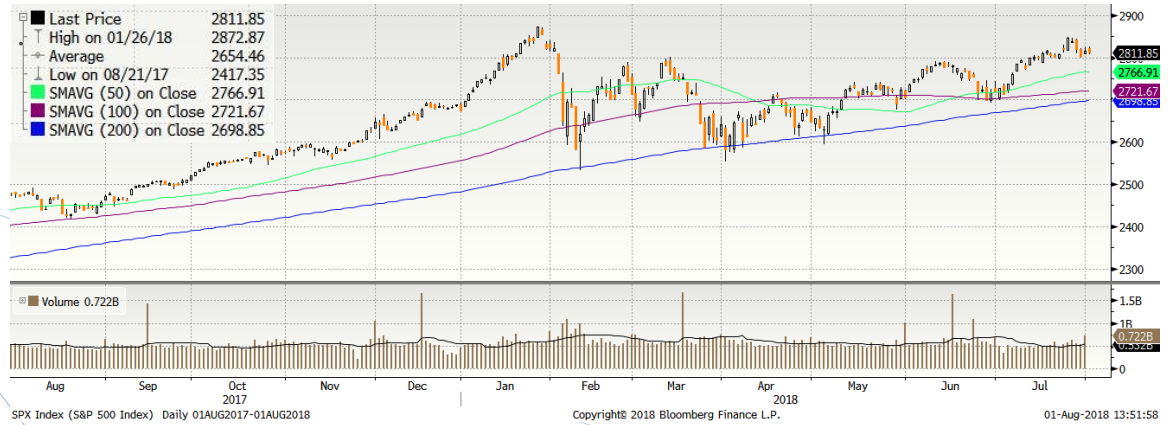
1002 SHERBROOKE OUEST  
BUREAU 2110  
MONTRÉAL (QUÉBEC)  
CANADA H3A 3L6

TÉL. +1.514.284.0248  
info@cristallin.ca

**L'improvisation et le chaos qui semblent dominer les processus décisionnels à la Maison-Blanche ne permettent pas de déterminer où s'arrêtera cette guerre commerciale. Chose certaine, le choc sur l'économie est inévitable.**



## Indice S&P 500



rendez-vous au deuxième trimestre. Les analystes estiment que le bénéfice des sociétés qui composent l'indice S&P 500 a augmenté de près de 20 % pendant le trimestre, comparativement à la même période de l'année précédente.

Au Canada, le PIB réel a augmenté à un rythme annualisé de 1,3 % au premier trimestre, et les économistes prévoient un rebond dans la fourchette de 2 à 3 % au deuxième trimestre. À noter, le solde commercial canadien s'était détérioré au premier trimestre alors que la croissance des importations avait facilement dépassé celle des exportations (4,9 % comparativement à 1,7 %), ce qui avait retranché 1,1 point du taux de croissance du PIB réel.

### Taux d'intérêt et indices boursiers à la hausse

La nouvelle avait été quelque peu « télégraphiée » depuis un mois, si bien que l'annonce d'une hausse de taux de 0,25 point par la Réserve fédérale américaine (Fed) le 13 juin n'a surpris personne. C'était la deuxième hausse cette année. Depuis l'amorce de la normalisation

**Chez nous, après être demeurée sur les lignes de côté depuis la mi-janvier, la Banque du Canada (BdC) a haussé de 0,25 point son taux cible directeur, le portant ainsi à 1,50 %, le 11 juillet.**

des taux d'intérêt en 2015, la fourchette des taux cibles des fonds fédéraux est passée de 0–0,25 % à 1,75 %–2 %. Chez nous, après être demeurée sur les lignes de côté depuis la mi-janvier, la Banque du Canada (BdC) a haussé de 0,25 point son taux cible directeur, le portant ainsi à 1,50 %, le 11 juillet.

Les grands indices boursiers ont pour la plupart réalisé de bons rendements au deuxième trimestre. Aux États-Unis, les gains ont été de 2,9 % pour le Dow Jones, de 3,2 % pour le S&P 500, de 6,3 % pour le Nasdaq et de 7,4 % pour le Russell 2000. Le marché canadien a également fourni un excellent rendement, l'indice S&P/TSX s'étant apprécié de 5,9 % au cours du trimestre. La meilleure performance revient toutefois à l'indice phare du Royaume-Uni, le FTSE 100, qui a gagné 8,2 % pour la période.

### Détérioration dangereuse sur la scène politique

Force est de conclure que les marchés financiers sont demeurés plutôt indifférents à la gestion de plus en plus chaotique et, à plusieurs égards, totalement irresponsable du pouvoir exécutif américain. Des événements inimaginables se sont produits. En l'espace d'à peine un mois, Donald Trump a d'abord renié l'entente du G7 qu'il venait de signer quelques heures plus tôt, tout en se permettant au passage d'insulter ouvertement le premier ministre du Canada, Justin Trudeau. Quelques semaines plus tard, le même Donald Trump s'est assuré de torpiller la rencontre des dirigeants des pays membres de l'Organisation du traité de l'Atlantique Nord (OTAN), menaçant même à un certain moment de faire voler en éclats l'organisation qui assure pourtant la défense des alliés européens. Et il a conclu le tout par une rencontre au sommet avec le président de la Russie, Vladimir Poutine, durant laquelle il a mis en doute, devant le monde entier, le travail des services de renseignement américains. Jusqu'où ira-t-il ?

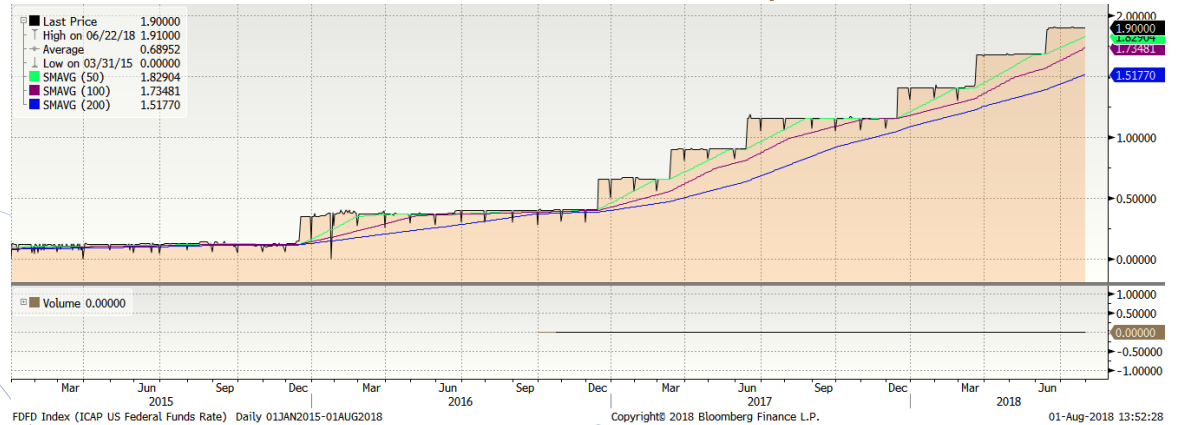
### FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE

#### ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ

Après un premier trimestre difficile, il n'aura fallu que quelques bonnes nouvelles pour changer l'humeur des arbitragistes sur le marché des fusions et acquisitions : d'abord, la bénédiction de l'autorité de réglementation des marchés d'État (State Market Regulatory Administration (SMRA), qui remplace le MOFCOM de Chine), quant à l'acquisition de Microsemi Corporation par Microchip Technology Inc.; mais aussi l'approbation sans condition de la fusion entre Time Warner et AT&T accordée par le juge Richard Leon, de la Cour du district de Columbia, après des audiences qui ont duré six semaines. On se souviendra que le Département de la Justice tentait de bloquer cette transaction qui n'était pas du goût du locataire de la Maison-Blanche. Ces deux événements ont favorisé un retour à un marché plus efficient et rationnel, qui permet maintenant une valorisation plus



## Taux cible des fonds fédéraux américains depuis 2015



juste de ces opérations.

Nous avons participé à 29 nouvelles transactions au cours du trimestre. Dans l'ensemble, le volume d'activité durant cette période a été légèrement inférieur à la moyenne, mais le secteur des ressources canadiennes a néanmoins connu une recrudescence des opérations de fusion et acquisition.

Fait intéressant, l'une de nos transactions a échoué à la suite d'une décision qui nous a surpris, et qui rappelle certaines décisions récentes du CFIUS, le centre pour l'investissement étranger aux États-Unis (Committee on Foreign Investment in the United States). En effet, le gouvernement canadien annonçait le 24 mai qu'il bloquait l'acquisition de la société de construction Groupe Aecon Inc. par la société China Communications Construction Company International Holding Limited (CCCI), arguant que cet investissement étranger porterait atteinte à la sécurité nationale du Canada. Décision surprenante du gouvernement canadien, selon nous, puisqu'à notre connaissance, Aecon ne détient aucun brevet technologique ni de lien avec la Défense nationale de notre pays. Il nous faudra donc tenir compte, à l'avenir, de cette nouvelle atmosphère de protectionnisme, qui pourrait nuire à la réalisation de certaines transactions.

### TITRES CONVERTIBLES

Ne se laissant pas démonter par l'environnement incertain de la scène politique, le marché des titres convertibles et à rendement élevé a offert de bonnes occasions d'investissement. Cela nous a permis de réaliser un rendement acceptable pour le trimestre. Nous avons profité de la période en ajoutant des positions sur une gamme de secteurs et de stratégies afin d'optimiser le profil de risque/rendement du portefeuille et de réduire certaines autres positions lorsque le marché haussier nous permettait de profiter de la hausse des prix.

Nous avons participé à cinq nouvelles émissions d'obligations convertibles canadiennes et américaines, et nous avons acheté cinq autres titres convertibles sur le marché secondaire. Nous avons

surtout opté pour des titres à coupon élevé et à échéance de deux à cinq ans. Ces titres procurent généralement une meilleure protection en cas de détérioration de la conjoncture de marché.

Nous avons également ajouté au portefeuille huit nouveaux titres dont le rachat a été annoncé par l'émetteur. Le rendement sur ces positions est bien sûr modeste, mais aussi très sécuritaire.

Dans le cadre de la stratégie du fonds en matière de fusions et acquisitions, nous avons fait l'acquisition de sept titres obligataires canadiens et américains. Ces ajouts contribuent au rendement de la stratégie lorsque la fusion-acquisition met plus de temps à se concrétiser, contrairement aux positions sur actions, qui rapportent davantage lorsque les transactions se concluent rapidement.

### REVENU FIXE

Les taux de rendement des obligations américaines ont continué d'augmenter au deuxième trimestre, quoique moins rapidement qu'au trimestre précédent. Le taux des obligations du Trésor de 10 ans a augmenté de 11 points de base au cours des trois derniers mois, comparativement à une augmentation de 35 points de base au trimestre précédent. Le rendement des obligations canadiennes de 10 ans a également augmenté, mais la hausse a été limitée à 8 points de base, sensiblement la même hausse qu'au trimestre précédent.

La négociation sur le marché obligataire a été particulièrement difficile à plusieurs moments du trimestre, en raison d'une forte volatilité intrajournalière (intraday) caractérisée par de brusques changements de direction. L'exécution d'ordres à plage de déclenchement (stop limit orders) et de certaines opérations de couverture pendant cette période de volatilité explique en partie la performance légèrement négative du secteur du revenu fixe pour le trimestre. Nos positions stratégiques sur les écarts de crédit ont aussi joué un rôle. En effet, l'élargissement des écarts sur ces positions longues a entraîné une perte que le portage (carry) positif associé à ces positions n'a pas compensée totalement.



Par ailleurs, notre positionnement sur la courbe de rendement a été profitable. Nous avons réalisé des gains sur l'aplanissement de la courbe, tant au Canada qu'aux États-Unis. Mais surtout, nous avons réalisé un gain intéressant sur les positions acheteur Canada – vendeur États-Unis sur l'ensemble de la courbe.

## **PERSPECTIVES**

### ***Des élections de mi-mandat à l'horizon***

Même si les élections de mi-mandat américaines, qui porteront sur l'élection ou la réélection du tiers des membres du Sénat et de la totalité des représentants à la Chambre des représentants aux États-Unis, n'auront lieu qu'en novembre, elles risquent fort d'occuper le devant de la scène financière et politique au cours des prochains mois. C'est que ces élections auront rarement eu autant d'importance. Au cours des derniers mois, et surtout des dernières semaines, le président américain a dépassé toutes les bornes de l'acceptabilité et de la décence dans l'exercice de ses fonctions, autant sur la scène étrangère que nationale. À tel point que, pour de nombreux experts politiques, Donald Trump représente maintenant un danger clair et immédiat pour les États-Unis. Selon eux, le retour d'une majorité démocrate au Congrès apparaît comme le meilleur moyen, sinon le seul, de mettre fin à la folie actuelle.

### ***D'autres hausses de taux d'intérêt***

Les propos optimistes quant aux perspectives de l'économie américaine tenus par le nouveau président de la Fed, Jerome Powell, laissent croire que la normalisation des taux d'intérêt se poursuivra aux États-Unis. On prévoit deux autres hausses

d'ici la fin de l'année, probablement lors des réunions du comité de politique monétaire de la Fed (Federal Open Market Committee, ou FOMC) en septembre et en décembre. Au Canada,

les indicateurs témoignent d'une économie qui roule bien, ce qui suggère la probabilité d'une nouvelle hausse du taux directeur cet automne, compte tenu des prévisions économiques actuelles de la BdC. Toutefois, les tensions commerciales et l'incertitude entourant les négociations de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) ajoutent un élément de risque à cette prévision. Si le dérapage protectionniste se poursuit aux États-Unis, la BdC pourrait être tentée d'attendre un peu plus longtemps.

### ***D'où proviendront les possibilités de gain***

L'occupant de la Maison-Blanche devrait de nouveau faire sa part, croyons-nous. Le fonds a accumulé au cours du dernier trimestre une réserve de liquidités pouvant être déployées de manière tactique et efficace chaque fois que la gestion erratique du locataire du 1600 Pennsylvania Avenue en matière d'économie et de relations internationales attisera la volatilité sur les marchés. Cela ne manquera pas, en effet, d'offrir de nouvelles possibilités au segment d'arbitrage de titres convertibles. Mais il faudra tenir compte des taux d'intérêt. M. Trump s'est permis récemment de critiquer ouvertement la dernière hausse de taux d'intérêt de la Fed. Cet accroc à l'indépendance de la Fed, vraiment inhabituel de la part d'un président, risque maintenant d'embrouiller la perception des gestionnaires quant à l'évolution probable des taux d'intérêt.

**Les propos optimistes quant aux perspectives de l'économie américaine tenus par le nouveau président de la Fed, Jerome Powell, laissent croire que la normalisation des taux d'intérêt se poursuivra aux États-Unis.**