

RÉFLEXION



ans de passion et de rendement
years of passion and performance

REVUE 3^{ème} TRIMESTRE 2018

 CRISTALLIN

Gestionnaire canadien
de fonds alternatifs,
depuis 1998

FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE

Les préoccupations quant aux risques que le piratage informatique fait courir à la sécurité nationale sont devenues telles que nous devons maintenant en tenir compte dans nos transactions sur le marché des fusions et acquisitions. Un taux d'échec anormalement élevé de nos transactions nous a incités à nous interroger sur les raisons de ce phénomène et à prendre les mesures nécessaires pour gérer le risque qu'il représente.

ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ

Nous avons participé à 30 transactions pendant le dernier trimestre, ce qui est supérieur à notre moyenne pour un trimestre d'été. Deux d'entre elles ont toutefois échoué, n'obtenant pas l'aval des autorités : l'une ayant été refusée par le SRAM (organisme chinois de la concurrence), l'autre par la FCC (Federal Communications Commission) américaine. Ainsi, 6 de nos transactions sur 100 ont échoué depuis le début de l'année, un taux 2 fois supérieur à la normale. On constate que de plus en plus d'offres d'achat par des sociétés, surtout chinoises, sont refusées pour des questions de sécurité nationale par les États-Unis, l'Australie et même le Canada. Début octobre, l'agence d'information Bloomberg écrivait qu'un assembleur chinois de serveurs conçus par la société américaine SuperMicro Computer aurait dissimulé dans ses serveurs une puce permettant d'espionner ces ordinateurs, qui se seraient retrouvés dans une trentaine des plus grandes sociétés américaines, dont Apple et Amazon. Pas étonnant que la méfiance règne.

Il ne fait donc aucun doute que cet environnement ajoute à la nervosité du marché des fusions et acquisitions. Nous n'en sommes pas exempts. Nous avons donc décidé de ne plus participer aux transactions portant sur une prise de contrôle par une entité chinoise d'une société étrangère d'un secteur le moins stratégique. Heureusement, nous constatons que l'ensemble du marché offre encore une abondance de transactions où les occasions d'arbitrage nous apparaissent intéressantes. Alors que nous traversons une année difficile, cela nous permet d'être optimistes quant aux perspectives du dernier trimestre de l'année.

RENDEMENTS ANNUALISÉS, NETS DE TOUT FRAIS, en date du 30 sept. 2018

	AMÉTHYSTE Onshore	AMÉTHYSTE Offshore	HFRI Conv. Arb.	HFRI Merger Arb.	HFRI Event Driven
Dernier trimestre	-0.2%	-0.2%	0.6%	2.3%	1.0%
Derniers 12 mois	-1.3%	-2.4%	2.1%	5.9%	7.0%
Depuis création	8.2%	7.3%	6.2%	5.5%	7.2%

TITRES CONVERTIBLES

Nos résultats du trimestre dans ce secteur ont été intéressants, mais ils auraient pu l'être bien davantage. La grande majorité de nos positions, soit plus de 90 %, a généré un rendement positif. Malheureusement, trois autres ont nui à l'ensemble de la performance.

FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE

- Événements de marché 1
 - Titres Convertibles 1
 - Revenu Fixe 2

ÉCONOMIE 3

PERSPECTIVES 3

Nous avons donc décidé de ne plus participer aux transactions portant sur une prise de contrôle par une entité chinoise d'une société étrangère d'un secteur le moins stratégique.

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

TÉL. +1.514.284.0248
info@cristallin.ca

Taux des obligations américaines de 10 ans



Cette dernière période de trois mois n'a pas été sans histoire puisque des fissures significatives commencent à apparaître sur les marchés. D'abord, la liquidité a diminué. Les écarts entre les cours acheteurs et les cours vendeurs se sont élargis, ce qui a rendu l'arbitrage plus difficile. Mais il faut aussi compter avec la faiblesse des titres de sociétés de petite capitalisation comparativement aux titres de grande capitalisation. Il semble de plus en plus que les investisseurs se délestent de tous ces titres qui n'ont pas réalisé une bonne performance depuis le début de l'année. Et ils le font sans discernement. Cette attitude est symptomatique de l'arrivée d'une période plus difficile sur les marchés. Lorsque la crainte s'installe, les investisseurs recherchent la liquidité. Ils le font en achetant les titres qui se sont appréciés et en vendant ceux qui ont faibli.

Nous sommes pour l'instant sous-investis, mais nous prévoyons déployer du nouveau capital d'ici la fin de l'année.

Cette attitude quelque peu irrationnelle de la part des investisseurs devrait toutefois créer de bonnes occasions, dont nous comptons bien profiter au cours des prochains mois. Nous sommes pour l'instant sous-investis, mais nous prévoyons déployer du nouveau capital d'ici la fin de l'année.

REVENU FIXE

Le secteur du revenu fixe a réalisé un rendement positif pour le trimestre, malgré un passage un peu plus difficile au mois d'août. Des négociations commerciales entre le Canada et les États-Unis qui s'étaient tirées ont causé un recul des écarts de crédit et un élargissement des écarts entre les taux canadiens et les taux américains durant ce mois, ce qui a compliqué la gestion. Une compression des écarts de crédit vers la fin du trimestre nous a toutefois permis de bien conclure la période.

Après avoir évolué à l'intérieur d'un corridor durant la majeure partie du trimestre, les taux d'intérêt ont montré une tendance nettement haussière pendant les deux dernières semaines de la période. Le rendement des obligations américaines à

10 ans est maintenant résolument supérieur à 3 %, soit environ 75 points de base de plus que son niveau en début d'année. Même si l'on devrait assister momentanément à une période de consolidation, on peut prévoir que les taux des obligations remonteront encore quelque peu vers la fin du trimestre. La période d'octobre à janvier est historiquement propice à des hausses de taux. Par conséquent, nous favorisons les positions de courte durée depuis septembre, ce qui nous a très bien servis pour l'instant. À ce moment-ci, nous préférons également être vendeurs des obligations canadiennes par rapport aux obligations américaines.

Même si l'on devrait assister momentanément à une période de consolidation, on peut prévoir que les taux des obligations remonteront encore quelque peu vers la fin du trimestre.

Bien que volatils, les écarts de crédit au Canada ont été de façon générale un peu plus serrés durant le trimestre, ce qui nous a procuré des gains pour la période. Plusieurs facteurs ont été favorables au marché du crédit canadien : la hausse des taux d'intérêt, la résolution des négociations sur l'accord de libre-échange entre le Canada, les États-Unis et le Mexique, et la performance positive des marchés boursiers américains et leur effet sur le crédit.

ÉCONOMIE ET MARCHÉS FINANCIERS

Une dichotomie évidente

L'économie américaine semble poursuivre sur sa lancée du deuxième trimestre, où l'on avait vu le PIB croître de plus de 4 % pour la période de trois mois terminée le 30 juin. Les effets des réductions d'impôts continuent de se faire sentir, si bien que la croissance du troisième trimestre s'établira probablement entre 3,5 % et 4 %. On peut croire que, pour l'ensemble de l'année, la croissance du PIB américain pourrait dépasser la barre des 3 %. De





quoi faire bomber le torse de l'occupant de la Maison-Blanche, qui ne manquera certainement pas de s'en attribuer tout le mérite.

Mais à l'échelle mondiale, l'image est quelque peu différente. Les PMI mondiaux poursuivent le recul amorcé au quatrième trimestre de 2017, et la baisse des prix des matières premières laisse croire à une perte d'élan de l'économie mondiale, contrairement à ce que l'on observe aux États-Unis. En effet, l'érection de barrières tarifaires décrétées par les Américains et les mesures compensatoires adoptées par leurs partenaires commerciaux ont pesé lourd dans la balance, en causant une diminution du volume des échanges sur la scène du commerce mondial. Les économies européennes et asiatiques poursuivent leur croissance, mais leur rythme semble plus faible qu'au trimestre précédent.

Le nuage se dissipe

Le nuage qui planait sur l'économie canadienne s'est maintenant dissipé. À la suite de longues négociations, un accord se substituant à l'ALENA a été trouvé, et le Canada n'en sort pas trop affecté. On estime que la croissance économique canadienne a maintenu au troisième trimestre le rythme de 2,5 % qu'elle avait connu au deuxième trimestre. Il s'agit d'une performance certes intéressante, compte tenu de la faiblesse du prix du pétrole canadien, qui se situe à un niveau très inférieur à celui du pétrole américain. Une capacité d'exportation nettement insuffisante nuit à cette industrie pourtant si importante pour l'ensemble de l'économie canadienne. Et le débat politique que suscite la construction de pipelines pouvant pallier ce problème ne semble pas près de déboucher sur un consensus.

Des banques centrales actives

La Réserve fédérale américaine (Fed) a haussé à trois reprises cette année son taux cible des fonds fédéraux, soit en mars, juin et septembre. La dernière hausse a soulevé l'ire du président Trump, qui s'est alors questionné sur la compétence même du président la Fed, Jerome Powell, qu'il avait lui-même nommé à ce poste au début de l'année. C'est qu'en septembre, rappelons-le, les marchés boursiers ont été fortement secoués, et le président de la Fed est devenu le bouc émissaire parfait pour la Maison-Blanche. Cette critique publique d'un président de la Fed par un président américain est quelque chose de très inhabituel, considérant que la Fed est un organisme qui se doit d'être indépendant du pouvoir exécutif. Les observateurs de la scène financière prévoient tou-

jours que la Fed procédera à trois autres hausses de taux d'intérêt au cours des 12 prochains mois. Mais la Fed pourrait devoir prendre ces décisions en tenant compte d'un contexte plus large que le seul domaine de la théorie économique, ce qui risque d'intensifier la volatilité des marchés financiers.

Quant à elle, la Banque du Canada (BdC) a haussé son taux directeur en juillet. Cette deuxième hausse de l'année n'était pas une surprise, et la bonne tenue actuelle de l'économie laisse croire que trois hausses sont à prévoir au cours des 12 prochains mois, dont une dès octobre. La BdC a d'autant plus les coudées franches depuis la conclusion du nouvel accord sur les échanges commerciaux Canada-États-Unis-Mexique.

Cette critique publique d'un président de la Fed par un président américain est quelque chose de très inhabituel, considérant que la Fed est un organisme qui se doit d'être indépendant du pouvoir exécutif.

Les échanges commerciaux et les tensions géopolitiques

Si l'on se réjouit au Canada de la conclusion des négociations sur les échanges commerciaux en Amérique du Nord, la situation demeure précaire quant aux échanges entre les États-Unis et la Chine, en particulier. Les deux principaux blocs économiques mondiaux se bombardent de tarifs depuis le printemps, et pour l'instant, aucune négociation ne progresse.


La situation demeure très tendue à la suite du retrait des États-Unis de l'accord nucléaire avec l'Iran. Plusieurs pays refusent d'endosser cette décision américaine, et la Maison-Blanche réplique en menaçant de sanctions les pays qui continueront d'acheter du pétrole de l'Iran. La production iranienne de pétrole n'en a pas moins diminué de 1 million de barils par jour depuis trois mois, ce qui explique en partie les pressions à la hausse sur le prix de l'or noir, principalement européen (Brent).

PERSPECTIVES

Les élections américaines de mi-mandat

Le 6 novembre approche, date qui sera certainement significative pour les marchés financiers. L'administration chaotique de la Maison-Blanche depuis près de deux ans a affaibli la présence et la stature de la plus grande puissance économique





sur la scène mondiale. Bien que plusieurs craignent des effets négatifs à long terme, tant sur l'économie que sur les relations internationales, les marchés financiers ont réagi très positivement, du moins pour l'instant. Des baisses d'impôts et l'allègement de la réglementation ont incontestablement plu aux investisseurs. Et on leur en promet davantage. Les élections de mi-mandat pourraient toutefois changer la donne. Les sondages indiquent pour l'instant que les démocrates pourraient regagner la majorité à la Chambre des représentants, mais que les républicains conserveraient une courte majorité au Sénat. Cela compliquerait certainement l'exercice du pouvoir législatif. Par ailleurs, si la Chambre des représentants et le Sénat passaient tous deux aux mains des démocrates, cela signifierait probablement la fin des largesses fiscales, et surtout le début d'une contestation de l'autorité morale du président américain. Les marchés n'apprécieraient certainement pas ce résultat. Dans le cas contraire, si les républicains conservent leur majorité dans les deux chambres, on assistera fort probablement à la poursuite du marché haussier des actions.

Récession et taux d'intérêt

Les probabilités de récession de l'économie américaine dans les 6 à 12 prochains mois demeurent très faibles, soit à moins de 15 %. Malgré les déclarations intempestives du président Trump et le peu de pressions inflationnistes actuellement, la Fed devrait poursuivre la normalisation des taux d'intérêt, et ce, probablement dès décembre. À moins, bien sûr, que les élections de mi-mandat

Malgré les déclarations intempestives du président Trump et le peu de pressions inflationnistes actuellement, la Fed devrait poursuivre la normalisation des taux d'intérêt, et ce, probablement dès décembre.

ne plongent la politique américaine dans une crise attisée par un président qui aura du mal à renoncer au pouvoir presque inconditionnel que lui confère la composition actuelle des deux chambres du pouvoir législatif.

Au Canada, l'accord commercial avec les États-Unis et le Mexique a résolu un facteur d'incertitude important quant aux perspectives économiques. La BdC a maintenant les coudées franches et elle devrait agir assez promptement sur les taux d'intérêt tant que la croissance économique actuelle se maintiendra.

Les répercussions de l'affaire Khashoggi

Depuis l'arrivée de Donald Trump à la Maison-Blanche, le contentieux géopolitique au Moyen-Orient s'est beaucoup modifié, entre autres à la suite du retrait des États-Unis de l'accord nu-

cléaire avec l'Iran, du soutien inconditionnel à Israël, d'une politique imprécise et surtout improvisée dans le conflit syrien et de l'absence de discernement dans l'appui à l'Arabie saoudite. Mais voilà que l'affaire Khashoggi pourrait forcer la Maison-Blanche à remettre en question la politique étrangère américaine dans cette partie du globe. Dans la mesure où l'Arabie saoudite ne pourra éviter de devenir un État paria sur la scène internationale, la situation géopolitique au Moyen-Orient risque de devenir plus explosive que jamais. Et cela ne pourra être que dommageable pour les marchés financiers.