

Le 28 janvier 2019

Chers investisseurs,

Nous sommes heureux d'annoncer que la firme Investissement Mount Murray est maintenant établie et investit activement dans les marchés boursiers mondiaux. Forts d'une équipe de cinq professionnels, nous travaillons sur des stratégies d'investissement que nous jugeons pertinentes pour des investisseurs ayant une perspective à long terme.

Cette lettre est la première de nos publications régulières, dans lesquelles nous mentionnerons des nouvelles de notre firme, discuterons de l'activité récente dans nos portefeuilles, ainsi que donnerons des idées et opinions plus spécifiques sur les marchés. Nous espérons que vous en apprécierez la lecture.

Les marchés émergents sont une composante importante d'un portefeuille d'investissement et l'ont été depuis de nombreuses années déjà, que ce soit comme investissement direct dans des compagnies locales, ou encore par l'entremise des opérations importantes de multinationales des pays développés. Cette année, l'Inde va dépasser le Royaume-Uni pour devenir la cinquième économie d'importance au monde. La Chine occupe la deuxième place, dans une lutte de plus en plus serrée avec les États-Unis et le Brésil sera en neuvième position. En 2050, selon la firme PricewaterhouseCoopers<sup>1</sup>, les marchés émergents domineront les classements mondiaux du PIB. Napoléon aurait dit: "Laissez donc la Chine dormir, car lorsque la Chine s'éveillera le monde entier tremblera." Comme le président chinois Xi a déclaré à une audience dont faisait partie le président français François Hollande en 2014: "Aujourd'hui, la Chine s'est réveillée". En effet, en 2050, la Chine devrait être la plus grande puissance économique mondiale, avec un PIB estimé dépassant de moitié celui du pays occupant le second rang, les États-Unis, puis l'Inde suivra de peu, ensuite l'Indonésie. Nous croyons que les compagnies des marchés émergents vont continuer d'étendre leur empreinte globale et se joindront au peloton de tête de leurs industries respectives.

Les derniers mois ont soulevé des inquiétudes quant à la santé financière de certaines économies émergentes, mais il est difficile de supporter la thèse d'une autre crise asiatique comme celle des années 1990. Au cours des deux dernières décennies, la majorité des grands pays émergents ont bâti d'importants remparts pour se protéger d'une crise éventuelle dans leur balance des paiements: le ratio de la dette à court terme sur les exportations est relativement bénin, le ratio de couverture des importations (le nombre de mois d'importations pouvant être assumées par les réserves de devises étrangères disponibles à la banque centrale du pays) est élevé dans la plupart des pays, le ratio des devises étrangères sur la dette externe à court terme est aussi élevé et la plupart des pays présentent un compte courant en surplus ou en faible déficit - ce qui contraste de façon marquée avec la débâcle du won coréen de 1997. Des augmentations du niveau de la dette ainsi que des dépenses des gouvernements, quant à elles, ne sont qu'une conséquence naturelle du développement de ces économies émergentes. La majorité de ces pays, comme elle s'enrichissait, a donc fermement solidifié ses finances. Particulièrement les plus

---

<sup>1</sup> The Times

grands, qui représentent la majorité de l'univers investissable et où nous concentrons notre recherche.

### *Nos vues sur la Chine*

Afin d'adresser la plus grande économie émergente, nous offrons ici notre opinion sur les problèmes économiques en Chine tels que perçus par plusieurs récemment. C'est une question que nous nous faisons poser souvent, comme chaque jour semble apporter son lot de nouvelles et de doutes. Quand Apple a pré-annoncé des résultats décevants en raison d'un ralentissement de ses ventes en Chine, par exemple, certains ont vu une preuve définitive que l'économie chinoise était en difficulté.

Nous sommes plus optimistes. Une grande partie du ralentissement peut être attribuée aux autorités qui tentent de restreindre le système bancaire parallèle, un pas nécessaire qui avait trop longtemps été remis à plus tard, précisément parce que son implantation causerait une baisse de la croissance. De plus, comme le pays est à entreprendre un changement structurel colossal et impératif pour devenir un importateur net de biens semi-finis et se défaire d'une lourde surcapacité, la guerre commerciale peut contribuer à accélérer ce processus. Les nouvelles émanant d'Apple semblent être davantage une conséquence d'un pic des ventes d'iPhones et d'une préférence des consommateurs chinois pour les marques chinoises que d'un problème général de l'économie. Étant des investisseurs dans les pays émergents, nous aimons d'ailleurs l'ascension de marques compétitives émanant de ces pays. La combinaison d'une abondance de capital et d'un marché domestique massif soutient le potentiel de croissance en Chine.

Mais cette situation n'est pas sans risque. Il est évident que la consommation chinoise avait été encouragée de manière à devancer les achats d'automobiles au début de l'année dernière et que le ralentissement de fin d'année a été empiré par les tarifs imposés lors de la guerre commerciale qui a éclaté avec les États-Unis - une intervention gouvernementale qui est un cas typique de "prenez garde à vos souhaits, car ils pourraient se réaliser." Alors que l'impact des tarifs commence à se faire sentir, que ce soit au niveau des consommateurs chinois qui retardent leurs achats d'automobiles "made-in-america" plus dispendieuses, ou des producteurs de soya américains forcés à recevoir des largesses du gouvernement, la loi des conséquences indésirables semble prévaloir des deux côtés, mais n'a pas encore causé de tort irréparable.

Bien qu'il faudra davantage d'investissement pour stimuler l'économie chinoise que précédemment et que toute réaction sera plus lente à se concrétiser (pensons au pilotage d'un paquebot), la Chine va stimuler son économie dans le besoin. Il s'agit d'une économie qui est encore émergente, avec des besoins importants en infrastructures, et si elle peut éviter les difficultés causées par ses gouvernements régionaux qui s'adonnent parfois à la construction de villes fantômes et d'autoroutes vides, par exemple, des investissements judicieux en infrastructures peuvent encore produire des bénéfices importants. Également, pour que la Chine sorte du piège du revenu moyen, le secteur privé doit jouer un plus grand rôle. Auparavant, les compagnies privées se plaignaient d'un accès limité au financement bancaire, à l'opposée de celui accordé aux sociétés d'état. Les mesures annoncées récemment dans le but d'encourager les banques à prêter davantage à toutes les entreprises, et en particulier à celles du secteur privé, combinées à des baisses d'impôts généralisées, devraient faire en sorte que le secteur privé redevienne le moteur de l'économie. Nous voyons aussi l'assouplissement de l'investissement direct étranger comme

étant temporaire. Si la Chine procède à une réforme ses règles, il est logique que les compagnies étrangères attendent une clarification de celles-ci - en autant que le gouvernement ne prenne pas trop de temps pour la produire.

En conclusion, nous demeurons positifs sur la Chine. Nous croyons qu'un pessimisme exagéré a été incorporé dans les évaluations au cours des dernières semaines et nous ajouterons à nos positions lors des prochains soubresauts des marchés.

### *Une opportunité à saisir*

Les titres boursiers des marchés émergents sont abordables aujourd'hui lorsqu'on les compare à leurs pairs dans les marchés développés sur la base de ratios tels que le ratio cours/bénéfice ajusté cycliquement ("CAPE: cyclically adjusted price-to-earnings ratio"), cours/valeur comptable, cours/ventes, ou capitalisation boursière/PIB, lesquels tendent à avoir une valeur prédictive à long terme significative. "Si tu réussis à garder la tête froide pendant que les autres perdent la tête..." En analysant le risque relatif au rendement, nous savons que le ratio CAPE des pays émergents était plus élevé que celui des États-Unis avant la crise asiatique de financement de 1997-1998... alors que ce ratio se situe actuellement à un niveau équivalent à moins de la moitié de celui des États-Unis, le tout dans un contexte économique fondamental plus sain. Seuls quelques pays émergents de plus petite taille ont un risque matériel de crise et nous avons ainsi l'opinion que les marchés émergents dans leur ensemble offrent une compensation raisonnable pour leur niveau de risque. Nous croyons que pour obtenir un niveau de rendement global raisonnable et significatif dans un portefeuille d'actions au cours des 10 prochaines années et au-delà, une allocation importante devra être maintenue dans les actions des marchés émergents. Notre conviction à cet effet est si grande que nous y dédions notre firme!

### *Au sujet de notre firme*

Nous sommes des anciens collègues de CDP Capital<sup>2</sup> qui avons développé l'intérêt commun d'établir une équipe appliquant ce que nous croyons être les meilleures pratiques, innovant dans notre industrie et répondant directement à nos clients, avec l'indépendance requise pour maintenir des positions hors du consensus. Nous sommes chanceux d'être supportés par des analystes brillants (vous pouvez lire les biographies des membres de notre équipe [ici](#)). Notre mission est simple: créer de la valeur pour nos clients au cours d'un cycle boursier complet et au-delà au moyen de stratégies d'investissement pertinentes pour l'avenir.

En quoi sommes-nous différents? Nous sommes une équipe localisée à Montréal entièrement dédiée aux marchés émergents, effectuant une recherche ascendante fondamentale en profondeur sur les compagnies de ces pays. Nous apportons aussi un cadre d'analyse macroéconomique structuré qui supporte nos décisions d'allocation, lesquelles ont été prises à l'occasion dans le passé significativement hors du consensus. Ce qui nous unit est un sens critique prononcé des marchés et de "la sagesse des foules". Nous croyons que notre capacité à nous distancer du consensus, lorsque notre conviction est importante que ceci peut produire une performance supérieure pour nos clients, se manifestera de nouveau et sera plus éloquente que nos paroles.

---

<sup>2</sup> Caisse de dépôt et placement du Québec

En combinant notre expérience, notre vision, nos capacités opérationnelles et un désir réel de bâtir une firme locale pertinente, nous croyons proposer une offre de service unique. À ce stade-ci, nous pouvons fournir des détails sur notre expérience d'investissement ainsi que nos rapports de performance individuels pour supporter l'analyse des investisseurs potentiels. À la fin du trimestre courant, vous pourrez aussi suivre la performance de nos stratégies d'investissement.

Avec nos meilleures salutations,

*Investissement Mount Murray*

P.S.

*Au sujet du nom de notre firme: Mount Murray, qui est une des trois collines du Mont-Royal aussi appelée Colline d'Outremont, représente l'endroit où nos premières rencontres d'équipe ont eu lieu. La Ville de Montréal a également nommé cette partie du parc de la montagne Parc Tiohtià:ke Otsira'kéhne (prononcé "jojagué ochira'guéné") en reconnaissance des groupes indigènes qui utilisaient la montagne longtemps avant que les colons français y arrivent. En Mohawk, ces mots signifient "autour du feu, sur l'île, là où le groupe se sépare". Notre groupe, cependant, s'est réuni à cet endroit alors que la firme Investissement Mount Murray était incorporée en 2016. Le général James Murray avait servi sous les ordres du général Wolfe à la bataille des Plaines d'Abraham en 1759. Murray croyait que le plan de débarcation de Wolfe à l'Anse au Foulon était imprudent et ne réussirait "que par la Providence". Il fut nommé commandant de la Ville de Québec après la mort de Wolfe lors de la bataille. Le commandant français Lévis parvint à défaire Murray et les Anglais à la bataille de Sainte-Foy en 1760, mais il dut abandonner le siège de Québec en raison d'un manque d'approvisionnements et de l'arrivée des renforts de la marine anglaise. Murray devint gouverneur de la Province du Québec et son terme fut visiblement réussi, entre autres grâce à de bonnes relations avec les Canadiens-Français, qui furent assurés de leurs droits et coutumes traditionnels. De plus, en 1760, Murray signa un Traité de paix et d'amitié avec la nation huronne, lequel fut reconnu par la Cour Suprême du Canada en 1990 comme étant encore valide. Comme notre Écossais Keith Porter l'a souligné: "Cette histoire est tellement canadienne!"*