

Montréal, le 6 mai 2019

Chers investisseurs,

Nous avons complété notre premier trimestre en obtenant des rendements positifs en ligne avec notre profil de risque visé, lequel est plus bas que celui du marché. Alors que notre performance a dépassé nos attentes dans nos deux stratégies d'investissement actives, nous avons atteint nos objectifs de risque et nous croyons que ceci en dit davantage sur notre processus d'investissement discipliné. Vous pouvez regarder les bulletins mensuels de nos stratégies d'investissement [ici](#).

Notre stratégie d'actions des pays émergents a surpassé son indice de référence, sur une base nette de tous les frais - enregistrant un rendement de 19,28% vs 9,70% pour le fonds indiciel EEM/Indice MSCI Marchés émergents - ainsi que notre stratégie éthique d'actions globales - enregistrant un rendement de 16,83% vs 12,62% pour le fonds indiciel URTM/Indice MSCI Monde.

*L'opportunité s'est présentée à la veille de Noël*

La correction du marché de l'automne 2018, qui a vu un creux de l'indice MSCI Marchés émergents le 29 octobre, et s'est poursuivie jusqu'à celui de l'indice S&P 500 le 24 décembre, a révélé plusieurs opportunités dont nous avons pu profiter. Il semblait que les investisseurs avaient ajusté leurs primes de risque de manière quelque peu erratique. Nous avons adopté des positions dans des compagnies de qualité dont le titre était devenu fort attrayant à ce moment.

À titre d'exemple, au coeur de la correction, le titre de Taiwan Semiconductor se transigeait à un ratio cours/bénéfice réalisé de 15,2 versus son ratio moyen des deux dernières années se situant à 16,8. Aggravant les nuages gris du marché: des préoccupations légitimes que son plus grand client, Apple, voyait un ralentissement dans ses ventes d'iPhones ainsi qu'une pause dans l'industrie au niveau de l'investissement dans la capacité du nuage. Le ralentissement des ventes s'est matérialisé et le profit du premier trimestre fut le plus faible en sept ans pour la compagnie, mais son bilan financier présente une position nette de liquidités et elle jouit d'une solide plateforme pour investir massivement dans le raffinement de sa production. La projection du marché pour la croissance de son bénéfice de 2019 était presque nulle à ce moment, alors que la compagnie avait enregistré une croissance à deux chiffres dans les années précédentes. Ainsi, après avoir dégringolé jusqu'au début de janvier, le titre a récupéré son altitude et TSM se transige maintenant à un ratio cours/bénéfice près de 19,5.

Comme autre exemple, la plus grande plateforme de services web chinoise Tencent avait souffert de l'opposition du gouvernement à sa ligne d'affaires de jeux vidéos en raison des conséquences négatives que cette industrie peut avoir sur la jeunesse chinoise, bien que la compagnie présentait un rendement moyen sur le capital investi des cinq dernières années de 21,5% et bénéficiait de plusieurs autres lignes d'affaires en forte croissance: le titre s'est

apprécié de 14,7% dans notre portefeuille et a contribué 1,1% à notre performance du premier trimestre.

Dans une situation similaire, Alibaba, la plus grande compagnie de commerce mobile et en ligne, a contribué 1,8% à notre performance grâce à un rendement trimestriel de 33,1% dans notre portefeuille, après que des craintes sur un ralentissement de la consommation chinoise et sur des investissements de taille dans la modernisation du commerce de détail eurent été éventuellement écartées par les investisseurs.

En effet, sur les 32 positions de notre stratégie des actions des pays émergents, 9 ont réalisé un rendement de plus de 20% au cours du premier trimestre. Il va sans dire que ce mouvement des prix a dépassé nos projections, mais, d'un autre côté, la correction de l'automne avait été la plus dure depuis 2009 et le marché américain avait connu son pire mois de décembre depuis 1931.

Entretiens, nous nous concentrons sur des positions à long terme qui selon nous peuvent tenir la route au-delà du cycle d'affaires actuel. En tant qu'investisseurs à long terme, nous savons que le marché oscille et nous nous appliquons à viser un horizon de plusieurs années. Nos préoccupations demeurent sur la qualité et l'évaluation et nous cherchons à faire croître nos investissements de manière durable dans les économies auxquelles nous allouons du capital.

La croissance structurelle asiatique à long terme crée des opportunités intéressantes afin de capturer une portion croissante du portefeuille de la classe moyenne qui s'épanouit. Les dépenses des consommateurs peuvent ralentir un peu temporairement, mais à long terme, ceux-ci se comportent avec une constance remarquable. D'ailleurs, la consommation représente l'une des séries économiques les plus stables, ce qui signifie que les gens résistent habituellement à changer leurs habitudes de consommation et leur train de vie. Et le niveau des dépenses suit normalement l'augmentation des revenus. Cette tendance semble encore bien en selle en Asie émergente et devrait continuer de représenter un moteur clé de la croissance globale au cours de la prochaine décennie.

Anta Sports Products, le manufacturier chinois de vêtements de sport se classant troisième au monde après Nike et Adidas, complète l'acquisition du conglomérat finlandais Amer Sports. Alors que son compétiteur chinois Li-Ning l'avait précédé dans une expansion internationale au succès mitigé, Anta avait bien réussi une première étape d'intégration de la marque italienne Fila dans ses opérations locales et voulait développer son empreinte internationale en poursuivant une stratégie de focus distinct sur différentes marques nichées. Il était admis que, bien qu'il soit probablement réussi en fin de compte, l'achat du portefeuille de marques d'Amer Sports (Wilson, Peak Performance, Suunto, Atomic, Salomon, Armada, Arc'teryx, Precor, ...) serait coûteux et affecterait significativement les résultats à moyen terme d'Anta. Selon nous, la stratégie d'Anta avait le mérite d'incorporer des marques spécialisées présentant une grande fidélité de la clientèle et suggérant un potentiel significatif de pénétration du marché local dans une ère de développement rapide des infrastructures sportives. Nous voyons la possibilité de l'évolution des goûts chinois vers de nouveaux sports et des vêtements plus sophistiqués, tel que les Jeux olympiques d'hiver de Beijing en 2022 pourraient l'instiguer. Nous avons donc acheté le titre alors qu'il recouvrait légèrement ses pertes et avant que l'acquisition d'Amer soit finalisée. Le prix s'est depuis apprécié fortement en raison de résultats de fin d'année solides de la compagnie, incluant une croissance soutenue de ses ventes dans les lignes de vêtements

existantes. À cinq fois la croissance des ventes et des bénéfices de Nike et à moins de la moitié de son évaluation de cours/croissance des bénéfices, ceci semblait être une position raisonnable à prendre. Le titre a produit un rendement spectaculaire de 43,1% ce trimestre, contribuant 1,4% à notre performance.

Un autre achat fut celui de StoneCo, la plateforme brésilienne de paiements commerciaux sur le nuage, ayant une capitalisation boursière relativement modeste de \$7,4 B. Cette compagnie génère des commissions sur le traitement des paiements ainsi que des revenus connexes en supportant les commerçants dans leurs activités en ligne dans plusieurs canaux. Elle est populaire auprès des petites entreprises brésiliennes et a connu une croissance impressionnante de sa clientèle au cours de ses quatre années d'existence seulement. Nous y voyons un véhicule intéressant permettant d'obtenir une petite participation dans la croissance économique locale d'un marché potentiel de 5 500 villes, comme la compagnie avait augmenté le nombre de ses clients de 127,5% et ses revenus de 91,6% jusqu'à juin 2018 tout en dégagant un profit et en assurant une excellente satisfaction de sa clientèle. Les compagnies de fintech ne sont pas toutes capables de demeurer profitables en maintenant un tel niveau de service. De plus, celle-ci serait bien positionnée à plus long terme pour offrir ses services dans les pays voisins. StoneCo avait suscité l'intérêt de la financière Ant, détenue par Alibaba, ainsi que d'autres investisseurs étrangers tels que Berkshire Hathaway. Le titre venait d'être offert dans un premier appel public à l'épargne en octobre et avait suivi le marché général à la baisse; nous avions déterminé qu'une entrée progressive serait de mise. Mais il s'est aussitôt revalorisé et a gagné du momentum jusqu'à la mise à jour des résultats de la compagnie du quatrième trimestre en mars, lesquels ont devancé les projections du marché avec une augmentation significative du volume des paiements, des gains additionnels impressionnants dans la clientèle et aussi une amélioration de la profitabilité. Le titre de StoneCo a dépassé notre cible avec un rendement de 122% au premier trimestre, contribuant 2,3% à notre rendement total. Nous avons donc diminué notre position et le titre a depuis reculé en raison de la compétition qui s'est intensifiée dans le secteur (entre autres, par une autre des compagnies de notre portefeuille, la grande banque brésilienne Itau Unibanco, qui a réagi fortement à la nouvelle tarification dans l'industrie). StoneCo est maintenant notre plus petite position à 0,8% des actifs et nous l'augmentons sans doute de nouveau éventuellement, comme nous demeurons intéressés à son plan de développement dans la région.

*Environnement macroéconomique: la foule s'est calmée - et les risques potentiels*

Les marchés boursiers mondiaux et, en particulier, les marchés émergents, ont bénéficié d'une posture plus accommodante de la Réserve Fédérale américaine, laquelle a effectué un changement précipité à la fin de décembre. En réaction à un marché boursier difficile et à une faiblesse dans l'économie, les banques centrales du monde lui ont emboîté le pas et sont ainsi intervenues de nouveau, ce qui a rehaussé les prix de tous les actifs. Ceci nous a surpris, car la nécessité d'adresser les risques du gonflement des prix des actifs a de nouveau été reconduite à un avenir indéterminé. Les conséquences de la politique monétaire actuelle pourraient d'ailleurs déjà se faire sentir très près d'ici, entre autres dans le marché immobilier canadien. En somme, les taux à long terme des bons du trésor américain ont diminué d'un demi point de pourcentage depuis l'automne, l'inflation des prix à la consommation est faible et les émotions suscitées par l'expérience de mort imminente du marché sont encore vives, ce qui maintient les influx d'argent dans les titres boursiers à un niveau inférieur de celui de l'année dernière.

Les marchés ont aussi été soutenus par une diminution des craintes de guerre commerciale, quoique nous croyons que c'était à un niveau moindre. Alors qu'une entente finale n'a pas encore été conclue entre les deux principaux pays, son importance pour la trajectoire de la croissance globale a été pleinement reconnue et les craintes des investisseurs sont adressées des deux côtés de la dispute.

Notre opinion de longue date est que l'accès à un endettement abordable ainsi qu'à des biens de consommation et services moins chers ont compensé pour un manque à gagner flagrant dans la croissance des revenus de la classe moyenne américaine, créant une dépendance dont il est difficile de se défaire. En effet, lorsque les tarifs commerciaux imminents ont été annoncés dans les deux pays, les compagnies américaines ont devancé leurs commandes à un niveau bien supérieur à celui des compagnies chinoises, parce qu'elles n'avaient pratiquement pas le choix de le faire afin de demeurer compétitives et tenter de maintenir leurs ventes aux niveaux annoncés précédemment. Le coût subséquent des taxes de douane de Trump est aussi largement absorbé par les consommateurs américains et cette situation ne peut pas durer trop longtemps pour le président en poste. Les projections de vente furent abaissées depuis cet événement, mais le recours à des chaînes de production qui ont pris des années à bâtir a subsisté. Bien que le Mexique ait connu une augmentation significative de ses exportations de matières premières aux États-Unis aux dépens de la Chine et que des pays tels que l'Inde ou le Vietnam puissent gagner éventuellement une partie de l'activité manufacturière qui serait relocalisée, ces pays ont encore des défis structurels de taille qui rendent un tel déplacement de la chaîne de création de valeur impensable en ce moment.

Nous croyons que le marché boursier chinois s'est transigé en moyenne sous sa valeur intrinsèque en janvier et en février et qu'il est encore attrayant malgré un début d'année retentissant. La Banque populaire de Chine a réagi au ralentissement économique du premier trimestre, qui était le plus important depuis celui du premier trimestre de 2016, en coupant le ratio des réserves requises des banques, augmentant ainsi la masse monétaire: la masse monétaire au sens large a gonflé de 8,6% par rapport à l'année dernière (0,6% dans le mois) et l'agrégat monétaire au sens étroit, de 4,6% (2,6% dans le mois). Puis, en avril, ayant eu l'effet escompté et afin de prévenir un embourbement inflationniste, la banque centrale a resserré les conditions monétaires. La réaction s'est fait sentir dans les flux de capital institutionnel qui furent négatifs au net. Toutefois, l'évaluation du marché boursier telle que dans le ratio cours/bénéfice moyen de toutes les actions de catégorie A est bien en-dessous de sa moyenne historique, suggérant que ce marché est loin d'une cherté excessive. Si cette mesure est considérée, une fuite massive du capital institutionnel ne devrait pas se produire.

Il y a toujours une bonne dose d'incrédulité chez les investisseurs après une expansion économique ayant duré plusieurs années. Il est cependant important de déterminer l'objet exact de cette incrédulité. Certains pensent maintenant, et nous tendons aussi en ce sens, que la prochaine récession globale ne viendra pas des économies majeures comme celles des États-Unis et de la Chine - qui malgré un ralentissement remarqué au cours de la dernière année font tout de même preuve d'une bonne résilience et d'un niveau d'activité commerciale fiable - mais bien de certaines économies développées n'ayant pas pris les moyens suffisants pour se désendetter et ainsi se protéger des difficultés incontournables qu'elles connaîtront tôt ou tard; ce qui causera la prochaine crise financière, qui aura un effet domino mondial d'actualisations plus basses. Alors que les principaux moteurs de la

croissance globale - les États-Unis, l'Union européenne et la Chine - ont ralenti quelque peu, nous ne nous attendons pas à ce que l'activité commerciale dégringole bientôt. Comme nous le savons tous maintenant, l'endettement et les déséquilibres financiers peuvent continuer à grandir longtemps avant que la gravité exerce sa force inéluctable, mais nous croyons qu'il existe de nombreux développements dans des industries et des régions offrant un argumentaire fort pour un positionnement à long terme. La souplesse est de mise dans une expansion de fin de cycle, cependant nous sommes supportés par des évaluations à long terme basses vis-à-vis leur moyenne historique et à des percées sous forme de réformes sociales et économiques remarquables dans nos allocations privilégiées.

### *Au sujet de notre stratégie éthique d'actions globales*

Pendant que nous regardons l'horizon, nous désirons nous concentrer sur des stratégies d'investissement pertinentes pour nos clients. Alors que notre stratégie d'actions des pays émergents traditionnelle constitue l'accent principal de notre firme en raison de son importance stratégique, nous aimerions introduire notre stratégie éthique d'actions globales comme ajout intéressant à notre offre de services. Nous sommes d'avis qu'il y a des gains tangibles à obtenir en développant sérieusement notre approche ESG ("environmental/social/governance") dans notre structure d'analyse de titres, tant pour nos clients que pour notre firme. C'est simple: l'investissement responsable est une bonne pratique d'affaires. Comparée à l'indice de référence MSCI Monde, notre nouvelle stratégie a enregistré une valeur ajoutée positive au premier trimestre et, de façon importante, elle continue à contribuer des idées à notre carnet de recherche.

L'argent l'emporte encore sur l'éthique pour une majorité d'investisseurs qui ne sont d'ordinaire pas prêts à compromettre leurs rendements en investissant avec un fournisseur de services socialement responsables. Mais quand il s'agit de se pencher sur les besoins et désirs des générations futures et sur leur conscience éthique en devenir, un nombre grandissant de parents passent du temps à rechercher des nouvelles alternatives d'investissement pour leurs enfants. Nous sommes donc convaincus de la pertinence de viser l'objectif double de 1) participer à la croissance de chefs de file présentant le plus grand impact positif environnemental et social et 2) rechercher une appréciation du capital à long terme dans des compagnies qui offrent une marge de sécurité significative au niveau de leur valorisation ainsi que des perspectives commerciales robustes.

En travaillant sur notre cadre d'évaluation ESG, il nous est apparu évident que les fournisseurs d'évaluations du domaine, bien que ceux-ci furent parfois perspicaces et que les structures d'analyse présentées soient utiles, n'étaient pas toujours alignés avec nos prémisses. Il y a beaucoup de superficialité et de zones grises. De plus, presque toute l'information disponible est présentée volontairement par les compagnies, sans la moindre vérification. Ainsi, nous avons rapidement identifié la nécessité d'élaborer nos propres principes directeurs pour sélectionner les compagnies dont les pratiques et les offres de produits et services sont fondamentalement éthiques, conduisant à des ventes et profits durables et à un positionnement compétitif concordant avec une société en bonne santé, sécuritaire, équitable, ayant une empreinte faible en teneur de carbone, et prospère. Nous avons construit nos propres critères de sélection des leaders ayant le plus grand impact dans leur industrie spécifique et nous effectuons une recherche continue en profondeur d'éléments probants à cette évaluation. Vous pouvez lire la charte des principes éthiques d'Investissement Mount Murray [ici](#), lesquels s'accordent avec les objectifs de développement durable des Nations Unies.

Notre évaluation suit ensuite le processus de recherche fondamentale de notre firme dans le but de développer un portefeuille offrant une valeur ajoutée à long terme significative, avec un objectif de 200 points de base au cours d'un cycle boursier complet, en plus d'avoir l'impact environnemental et social souhaité. Il est ainsi facile de croire que les compagnies choisies ont de fortes chances de demeurer des leaders dans leur industrie en évitant les écueils légaux, le ressentiment de leur clientèle ou bien l'insignifiance, et nous contribuons à leurs efforts en leur offrant un accès au capital marginalement meilleur.

Avec nos meilleures salutations,

*Investissement Mount Murray*