

Montréal, le 2 août 2019

Chers investisseurs,

Notre stratégie d'actions des marchés émergents a terminé le trimestre en baisse de 0,84% nette de tous les frais pour clore à 1,35% sous le EEM (iShares MSCI Emerging Markets ETF), la plaçant à +18,27% et 8,02% au-dessus de son indice de référence pour l'année à date, ce que nous considérons comme une certaine protection des gains du premier trimestre malgré un environnement de marché plus exigeant dans notre plus grande allocation géographique. Notre stratégie éthique d'actions globales, quant à elle, a enregistré une performance positive de 5,15% nette de tous les frais pour terminer le trimestre à 1,10% au-dessus du UPTH (iShares MSCI World ETF), portée par des positions fortes telles que First Solar et Disney. Cette stratégie a réalisé +22,84% jusqu'à date cette année, ce qui est 5,66% au-dessus de son indice de référence .

Un trimestre coloré

Le deuxième trimestre de l'année s'est révélé plus ardu comme la guerre commerciale a explosé. Fait à noter, le président Trump a haussé le ton des négociations avec la Chine le même jour¹ que Michael Cohen, son ancien avocat et homme à tout faire, s'est présenté à une prison fédérale pour purger sa peine de trois ans. Peut-être encouragé par sa tactique, M. Trump a renchéri quelques semaines plus tard avec la menace surprise d'imposer des tarifs aussi élevés que 25% sur les exportations mexicaines vers les États-Unis le même jour que le conseiller indépendant Robert Mueller a dit au congrès américain de "faire leur foutu travail" d'investigation des obstructions de justice potentielles du Président. Pensons-nous que cette escalade des tensions commerciales n'aurait pas eu lieu sans l'enquête sur l'implication russe dans les élections américaines? Non, mais il semble que M. Trump, qui est très préoccupé par son image dans les médias, peut avoir réagi de cette façon afin de détourner l'attention.

Dans tous les cas, cette nouvelle volatilité est un phénomène avec lequel nous devons composer. Ce n'est pas encore devenu un problème structurel, mais plutôt un irritant. Les négociations commerciales peuvent encore être conclues avec une bonne volonté de la part des deux partis, comme ce fut le cas avec le Mexique et avec le Canada, par exemple. Plus le conflit dure, toutefois, plus ses effets paraîtront.

Nous avons mentionné précédemment que la guerre commerciale pouvait s'avérer être un couteau à double tranchant pour les États-Unis, car la Chine serait forcée d'accélérer son rééquilibrage économique. Ce rééquilibrage était déjà en cours avec le nettoyage du

¹ Le 6 mai 2019

système bancaire parallèle et la réduction de la surcapacité de production à faible valeur ajoutée, des mesures nécessaires qui avait été repoussées trop longtemps précisément pour éviter qu'elles causent un ralentissement. Maintenant, il est devenu impératif pour la Chine de se distancer de son modèle traditionnel d'exportations en faveur des objectifs de son programme "Chine 2025". Comme signe que les solutions se retrouvent déjà dans son propre plan économique, il apparaît que le déploiement de son réseau sans fil 5G continue d'accélérer malgré les défis imposés par les États-Unis dans sa chaîne d'approvisionnement. Ce déploiement supporte Huawei ainsi qu'une multitude d'autres compagnies significatives dans la chaîne de valeur plus large. Bien que nous croyons que les demandes du côté américain soient généralement fondées - quoique pas nécessairement entièrement honnêtes - nous reconnaissons le désir légitime de la Chine d'atteindre des conditions de vie similaires à celles des pays développés.

L'économie continue

Pendant que l'arc que décrit le supercycle de l'économie et des marchés s'entache de temps à autre, l'augmentation des niveaux d'encaisse des investisseurs et leur rotation dans les instruments à revenu fixe contribuent, dans une certaine mesure, à supporter le prolongement du cycle actuel. Les taux d'intérêt persistant à des faibles niveaux, plusieurs actions demeurent l'alternative la plus attrayante.

La guerre commerciale s'intensifiant a déprimé le sentiment mondial et l'investissement tout en teintant les statistiques de croissance économique. La plus récente révision du PIB américain de 2018 se situait à 2,5% par rapport à une projection de 3%. Bien que la croissance du premier trimestre ait surpris à la hausse en raison d'une accumulation d'inventaire aux États-Unis et des importations agricoles qui ont stimulé la production en Chine, le second trimestre a vu la croissance du PIB Chinois reculer à 6,2%: le niveau le plus bas en 27 ans. Ailleurs en Asie émergente et en Amérique latine, l'activité économique a aussi déçu. Malgré quelques surprises positives relativement aux attentes du PIB du deuxième trimestre dans certains pays, dont les États-Unis, les statistiques peignent plus généralement le portrait d'une demande finale mitigée, notamment en investissement fixe. Tel que projetée par l'IMF, une croissance du PIB mondial de 3,2% en 2019 serait la plus faible depuis 2009; pour les économies développées, la croissance est estimée à 1,9% en 2019 et à 1,7% en 2020 alors que pour les économies émergentes, elle est estimée à 4,1% en 2019 et à 4,7% en 2020². Cette projection reflète l'augmentation des tarifs américains imposés en mai 2019 sur 200 milliards \$ d'exportations chinoises, ainsi que les représailles de la Chine. Alors que la croissance du PIB est généralement incorporée dans les prix du marché six mois à l'avance, il est intéressant de constater que ceci pourrait coïncider avec un rebond.

² IMF, World Economic Outlook, July 2019

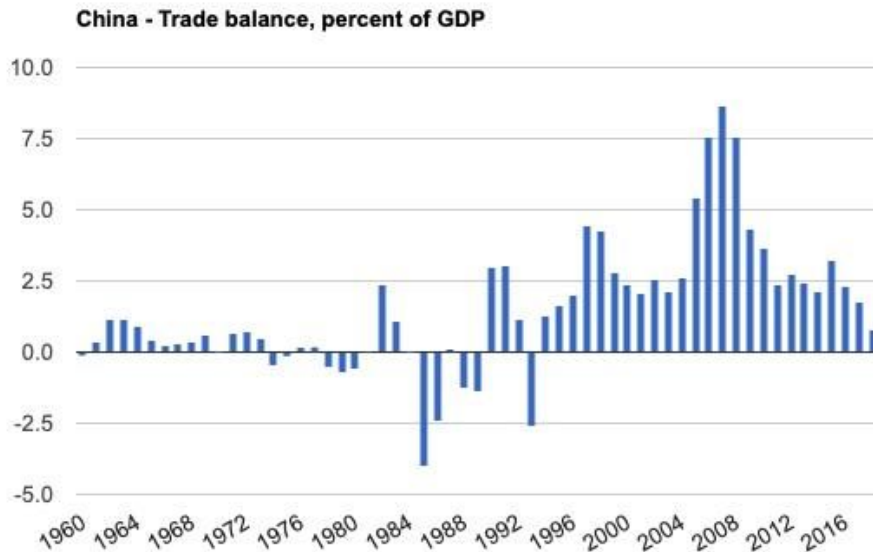
L'activité manufacturière chinoise peut retester ses bas de 2014-2015, mais l'investissement tient bon grâce aux efforts soutenus depuis pour réduire la surcapacité, faisant en sorte qu'il n'y a plus d'excès à résorber³. Un ralentissement manufacturier est noté récemment dans les indices des directeurs d'achat, mais la croissance plus générale est moins décevante. La vente au détail et la consommation ont tenu le coût raisonnablement, comme la confiance des consommateurs était supportée par un bon marché de l'emploi grâce au secteur des services, qui profitait d'un sentiment relativement résilient. Alors que les nouvelles récentes suggèrent que les compagnies et les ménages retardent leurs achats importants (machinerie et équipement/biens durables, dont les automobiles), cette dynamique pourrait se renverser lorsque les différends commerciaux seront résolus. De plus, étant donné la croissance atténuée, l'inflation sous-jacente dans les économies développées s'est modérée en-deçà des objectifs (par exemple, aux États-Unis) ou demeure solidement sous ceux-ci (zone Euro, Japon). L'inflation sous-jacente est aussi tombée davantage sous sa moyenne historique dans les économies émergentes et frontière - sauf dans certains pays où nous ne sommes pas investis tels que l'Argentine, la Turquie et le Venezuela. Ceci ouvre la porte à un assouplissement monétaire additionnel, comme nous l'avons vu en Corée du Sud et maintenant aux États-Unis. De telles mesures accommodantes devraient stimuler l'activité économique à court terme.

Nous vivons à une époque intéressante

Notre plus importante allocation d'actifs dans notre stratégie d'actions des pays émergents est présentement en Chine et celle-ci a attiré beaucoup d'attention ces derniers temps. Nous concentrerons donc encore nos commentaires sur cette région, quoique nous utiliserons nos prochaines lettres trimestrielles pour partager notre perspective sur d'autres allocations.

La dernière publication de la croissance du PIB chinois, à 6,2% annualisée, semble avoir causé un certain inconfort. Bien entendu, l'occupant actuel de la maison blanche y a vu la preuve que ses tarifs étaient efficaces pour infliger une douleur importante à son compétiteur. À tout moment, selon lui, les Chinois le supplieraient de conclure une entente. Les grandes lignes des nouvelles n'étaient pas moins alarmistes: les variations du thème de la "plus faible croissance en 30 ans" allaient du Wall Street Journal au Financial Times. Bien que vraies techniquement, ce ralentissement était tout à fait attendu et il devrait en grande partie être le bienvenu. Il est souhaitable que nous continuions à voir de telles annonces, en progression graduelle vers "la plus faible en 35 ans", puis "en 40 ans". Ceci ne devrait pas être interprété comme un signe imminent d'effondrement ou de la fin du "rêve chinois".

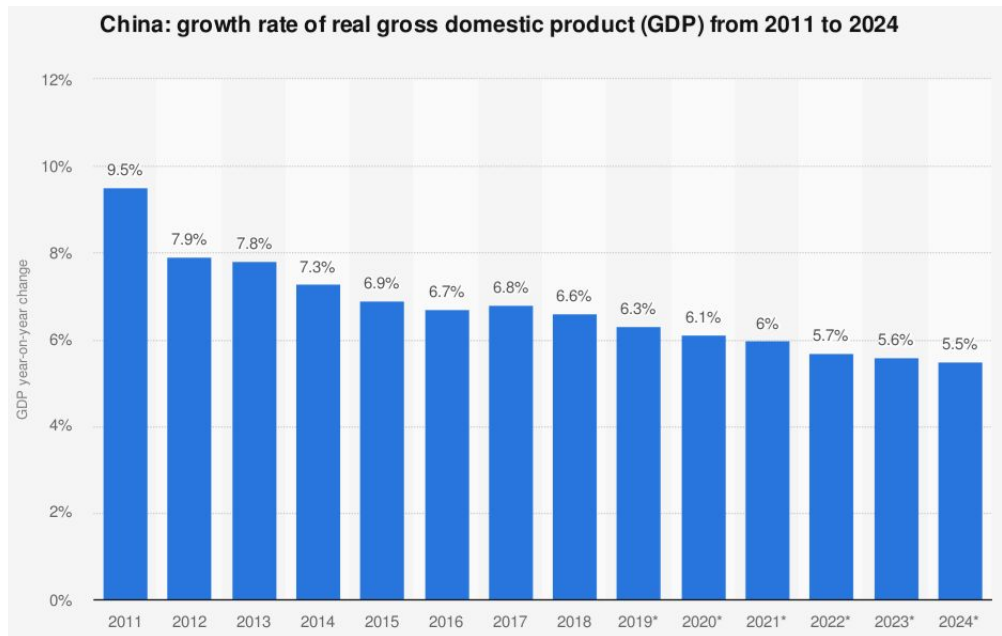
³ Talking Heads Macro, EM: Convergence After the Commodity Divide, June 2019



Source: The World Bank

Étant donné la clameur portant sur le déficit des États-Unis avec la Chine, plusieurs seront probablement surpris de constater que l'excédent commercial chinois de 2018 était de seulement 0,78% de son PIB et que l'excédent de sa balance courante n'était que de 0,4%. Ceci explique pourquoi les tarifs imposés à la Chine ont affecté d'autres pays tout autant, sinon davantage que la cible visée; des exportations réduites vers les États-Unis, par exemple, impliquent une réduction des importations des composantes se retrouvant dans ces mêmes exportations, incluant celles en provenance des États-Unis.

Depuis longtemps, nous utilisons une règle simple pour estimer la croissance chinoise, qui devrait ralentir d'environ 25 points de base par année. Comme le diagramme suivant le démontre, nous avons été un peu pessimistes, mais pas tant. Les cyniques diront même que nous avons été trop optimistes et que la croissance du PIB s'est en réalité modérée davantage que les chiffres officiels le prétendent. D'autres statistiques officielles semblent en effet mettre en doute la croissance affichée.



Source: IMF

Le monde a besoin d'une croissance de l'activité économique chinoise ralentissant à des niveaux plus durables, et ce, de manière ordonnée. Le pays doit délaissier sa fixation à des cibles spécifiques qui forcent les dirigeants provinciaux à stimuler la croissance à tout prix, faute de quoi de mauvais investissements financés par de la dette non soutenable persisteront, des problèmes que le gouvernement reconnaît.

Nous serions en effet heureux de voir l'activité manufacturière à faible valeur ajoutée prendre le chemin d'autres pays comme le Vietnam, car ceci serait profitable aux deux pays. Le Vietnam obtiendrait des investissements dont il a besoin, alors que la Chine pourrait faire progresser ces emplois vers le haut de la chaîne de valeur ajoutée. Cette transformation ne peut se produire si chaque représentant officiel du gouvernement tient mordicus à chaque emploi de niveau inférieur dans la crainte qu'une perte de ce type d'emploi nuise à sa propre carrière.

Une économie chinoise moins forte n'est ainsi pas une signe de faiblesse. En termes de parité du pouvoir d'achat, une plus faible croissance annuelle de 6% ajoute l'équivalent de l'économie australienne au complet. Selon le taux actuel de ralentissement, une croissance de 4% ajouterait l'équivalent de l'économie australienne entière aussi! La croissance économique chinoise devrait continuer à dominer la croissance mondiale durant de nombreuses années.

Certains de nos positions les plus et les moins performantes

Ce trimestre, le titre de Sberbank s'est apprécié de 22,27%. Il s'agit d'un positionnement macroéconomique direct dans l'économie russe, particulièrement dans la reprise suite aux sanctions de l'administration Trump et dans la stabilisation du rouble. La détérioration de la qualité des actifs s'est terminée et le provisionnement est plus que suffisant pour adresser des pertes raisonnables. Dans la région, seules les banques turques semblent plus abordables, alors que SBER a un des plus hauts rendements des fonds propres. En bonus, la banque paie un dividende généreux équivalent à près de 7% du cours de son action.

Notre position dans Estacio, la deuxième plus grande compagnie de services éducatifs du Brésil, fut initialement dans notre liste de recherche éthique en raison de l'impact social positif de ses activités. Bien gérée, la compagnie offre une vaste gamme de services dans un pays où 7% de la population est encore illettrée, contribuant à éradiquer cette faiblesse dans les communautés avoisinant ses centres d'enseignement. Nous avons finalement tant apprécié son aspect financier stable que nous l'avons incluse dans nos deux stratégies éthique et d'actions des marchés émergents.

Avec un modèle d'affaires évolutif dans le marché fragmenté des services éducatifs du Brésil, Estacio présentait un taux de dividende élevé de 6,3%, combiné à une évaluation faible - un ratio cours/bénéfice projeté de moins de 10x et de cours/croissance du bénéfice projeté de moins de 1x - ainsi qu'une marge bénéficiaire d'environ 20% et une croissance du bénéfice estimée à 10% sur les trois prochaines années. Le titre s'est apprécié de 11,53% au cours du dernier trimestre et conserve un ratio cours/bénéfice projeté de 12,5 et un ratio cours/croissance du bénéfice projeté de 0,9.

Sunny Optical (2382 HK) fut une de nos positions les plus faibles lors du deuxième trimestre, en baisse de 12,79%. La compagnie est un fournisseur important de pièces pour les caméras des téléphones intelligents et des automobiles. Elle bénéficie donc des tendances liées aux caméras de recul et à l'amélioration des modules de caméra dans les téléphones, possédant des contrats avec les plus grands manufacturiers de ces industries. Bien que Sunny soit le principal fournisseur de Samsung, Huaawei représente 22% de ses ventes totales. Ceci signifie que Sunny est très vulnérable aux changements de perception dus à la guerre commerciale de façon générale, et à toute menace de bannir Huaawei spécifiquement. En conséquence, le titre a été sévèrement affecté au milieu du trimestre par les tweets anti-Huaawei de Trump. Depuis lors, toutefois, il a commencé à se rétablir.

De l'autre côté du Pacifique, au Chili, Soquimich (SQM US) nous a également fait peu de faveurs avec une performance de -17,54%. Cette compagnie est un fournisseur significatif de fertilisants et, fait important, l'un des plus grands fournisseurs mondiaux de lithium, l'ingrédient clé des batteries rechargeables qui sont une composante essentielle de la vie moderne, allant des téléphones cellulaires aux Tesla. Nous nous étions attendus à ce que le

prix du lithium atteigne un plancher au début de l'année et que le sentiment moins favorable envers le titre tourne avec l'annonce des "mega factories" pour produire des batteries destinées au marché croissant des véhicules électriques. Quoique les annonces aient été faites, elles ont jusqu'à date failli à stimuler l'appréciation du titre et à changer la situation dans le prix du lithium. Nous avons donc fermé la position.

Dans notre stratégie éthique, notre position dans Cerner Corp a grimpé de 28,39% pendant le trimestre, une montée semblable à celle de nos autres positions dans First Solar (+24.30%) et Disney (+25.77%). Alors que Cerner et First Solar ont bénéficié de résultats dépassant les attentes, Disney a profité de la matérialisation, dans une certaine mesure, de notre scénario de base dans lequel un service de diffusion en continu hautement compétitif intégrerait les fruits de ses efforts des dernières années pour bâtir un contenu de divertissement plus riche et pertinent dans l'environnement actuel. Disney doit encore livrer son service de diffusion initial le 12 novembre, mais nous avons été réconfortés par les aspects clés annoncés, qui étaient résolument compétitifs et aussi cohérents avec notre évaluation du caractère responsable et durable de l'offre de services de la compagnie: accessible, promouvant la diversité et hautement consciente de son impact social sur les jeunes. Notre scénario de base pour plusieurs des titres que nous détenons représente la forte probabilité de matérialisation d'un vecteur de croissance significatif qui n'est pas encore incorporé dans le prix de l'action, et ceci en fut un bon exemple.

En revanche, dans notre portefeuille éthique, Infineon Technologies a souffert de 10,79% pendant la période. Le champion national allemand des semiconducteurs a sans doute été touché par l'environnement externe de ralentissement commercial, ainsi que par ses propres défis d'étendre son empreinte aux États-Unis afin de sécuriser sa croissance à long terme dans les composantes de l'internet des objets. Son acquisition approuvée de Cypress est cohérente avec cet objectif et nous croyons qu'il y a du potentiel dans l'industrie pour Infineon lorsque les volumes d'achat seront de retour, ce qui est certain.

Au sujet de notre stratégie alternative des marchés émergents

Fidèle à notre mission de faire progresser notre offre de services dans des véhicules de placement pertinents à long terme pour notre clientèle, nous avons lancé une stratégie alternative des marchés émergents, élaborée dans le but de tirer avantage de notre sélection de titres tout en contrôlant la volatilité à la baisse. Avec l'appréciation constante des prix des actifs, la volatilité devrait continuer à surprendre et ainsi, nous considérons que cette stratégie d'investissement est une alternative attrayante vis-à-vis des classes d'actifs traditionnelles et des allocations géographiques qui offrent des rendements potentiels limités, tout en cachant des niveaux de risque élevés.

Nous croyons que les marchés émergents vont continuer de surperformer par rapport à la plupart des marchés développés à long terme en raison de la convergence des forces

reliées aux niveaux moyens des revenus, aux conditions de vie, aux bénéfices sociaux, aux taux d'intérêt et aux opportunités économiques en général. À cause des inefficiences de marché, nous croyons que les marchés émergents et frontière présentent amplement d'actifs qui sont sous-évalués et nous visons une appréciation à long terme du capital grâce à des investissements dans des titres à plus forte capitalisation situés dans ces marchés, tout en contrôlant la volatilité de la stratégie au moyen de positions systématiques de vente à découvert et de produits dérivés des actions, ainsi que de positions occasionnelles en revenu fixe et dans d'autres classes d'actifs. La stratégie est gérée activement grâce à une évaluation ascendante de titres présentant un fort potentiel de croissance tel que déterminé par l'analyse des stratégies d'affaires, des équipes de gestion, et des aspects financiers fondamentaux, combinée à notre analyse macroéconomique à quatre composantes: environnement politique, tendances économiques, évaluations à long terme et sentiment du marché. En addition, notre analyse macroéconomique détermine la composante systématique réduisant la volatilité de la stratégie en limitant son exposition nette au marché.

Cette stratégie fut toujours dans nos plans et nous avons complété notre premier trimestre actif. Bien que ce fut une période mouvementée et que nous travaillons constamment sur la composition du portefeuille, elle a produit un rendement légèrement positif de 0,13% net de tous les frais et une volatilité à la baisse annualisée se situant près de notre objectif de 10%. L'objectif de la stratégie est d'offrir une appréciation stable du capital et, tout en surveillant son risque, elle offre également plusieurs outils pour tirer profit des opportunités et de nos meilleures idées, à la véritable manière d'un fonds de couverture.

Avec nos meilleures salutations,

Investissement Mount Murray