

Montréal, le 22 novembre 2019

Chers investisseurs,

Notre stratégie d'actions des marchés émergents a terminé le dernier trimestre à 1,35% au-dessus du EEM (iShares MSCI Emerging Markets ETF), mais en baisse de 0,80% nette de tous les frais, la plaçant pour l'année à date à +17,33% et 11,97% au-dessus de son indice de référence.

Notre stratégie éthique d'actions globales a enregistré une performance positive de 1,98% nette de tous les frais pour clore le trimestre à 1,34% au-dessus du URTH (iShares MSCI World ETF). Cette stratégie a réalisé +25,28% jusqu'à date cette année, ce qui est 7,34% au-dessus de son indice de référence .

Les craintes soulevées par la guerre commerciale persistent

Bien que nous ne nous soyons jamais attendus à ce que la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine entraîne une panique généralisée à la direction des multi-nationales, le déluge de chroniques économiques alarmistes (et exagérées, selon nous) semble avoir eu raison des investisseurs, tel que démontré par la correction des marchés émergents en T3. En effet, si l'on s'en fie au consensus, l'économie globale doit maintenant ralentir au cours de 2020 à cause des tensions accrues après les nouvelles escarmouches entre les deux pays qui ont eu lieu vers la fin de l'été. Heureusement, avant les derniers échanges de feu et dans notre évaluation routinière de positionnement selon nos quatre composantes macroéconomiques, nous venons d'appliquer une réduction du risque dans notre portefeuille. Ce rééquilibrage des poids, enlevant aux titres chinois à plus forte volatilité vers une allocation neutre dans ce pays et ajoutant à nos positions plus défensives en Inde, a été efficace pour protéger la stratégie à la baisse.

Washington a annoncé un tarif douanier de 15% sur le segment final des importations chinoises valant 300 milliards de dollars, tombant le 15 septembre et le 15 décembre (certaines catégories d'importations, comme les téléphone intelligents et les tablettes, avaient été épargnées jusqu'à après la saison des fêtes). Auparavant, les États-Unis avaient augmenté les tarifs sur 250 milliards d'items de 10-25% à 30%, effectif le 15 octobre. En représailles, Beijing a laissé le yuan se déprécier au-delà de la barre psychologique de 7 CNY/USD et a augmenté les tarifs sur ses importations américaines d'un 5% additionnel. L'intention d'une première entente a ensuite été proclamée en octobre, puis en novembre, ce qui pouvait être attendu vu les techniques de négociation intimidantes caractéristiques du Président américain. Les marchés ont réagi favorablement. Mais le courant de fond qui subsiste en est un de changement dans la perception des principes économiques intouchables de la globalisation, ce qui devrait avoir des effets persistants dans l'empreinte globale de plusieurs compagnies.

Nous conservons nos positions favorites en Chine comme nous les avons choisies avec un horizon à long terme, confiants d'assister à une croissance soutenue dans ce pays soulignée d'une modernisation et d'une sophistication de l'économie. Avec un portefeuille maintenant à 10% sur-pondéré en Inde, cependant, nous croyons que celui-ci mieux réparti sur une base de la parité des risques.

L'Inde - Le plan directeur est vivant

L'Inde a annoncé les résultats finaux de ses élections de 2019 tout juste avant la fin du deuxième trimestre, Narendra Modi étant réélu officiellement le 23 mai. Les firmes de sondage n'ont pas le droit de publier leurs statistiques pendant l'élection, laquelle s'est déroulée du 11 avril au 19 mai (l'Inde connaît la plus vaste élection au Monde), mais dans l'approche de la période d'interdiction, elles indiquaient une forte probabilité d'un gouvernement minoritaire dirigé par l'Alliance démocratique, ce qui a poussé les investisseurs à se faire résolument prudents.

Nous avons toutefois vu dans cette incertitude une opportunité, car nous croyons que l'Inde possède l'une des meilleures histoires à long terme, munie d'un momentum inépuisable en ce qui concerne la croissance de sa classe moyenne. Du point de vue du risque, l'Inde est plutôt dans le bas de la fourchette du beta, et nous avons ainsi pris avantage du recul des prix pour ajouter à nos positions. Ceci a bien orienté le portefeuille vers le rebond significatif du marché qui s'est produit lorsque le Premier ministre Modi a annoncé en septembre des coupures importantes à l'impôt corporatif, ainsi que d'autres ajustements bienvenus des compagnies.

Nombre d'investisseurs ont été déçus de la lenteur des réformes du premier terme sous M. Modi, mais il demeure qu'en réalité, même le dirigeant indien le plus réformiste ferait face à des contraintes et défis de taille dans une démocratie aussi immense et vibrante que l'Inde. Néanmoins, il est as surmontés et c'est pourquoi il a été récompensé d'une victoire record cette fois-ci. Les réformes à venir seront probablement comme les autobus - aucune pour un moment, puis plusieurs arriveront en même temps. Certaines seront plus lentes, certaines plus rapides et certaines représenteront des désastres inconfortables, tels que la démonétisation. Mais les mécaniciens viendront faire leur constat, figoler quelques pièces sous le capot, et remettre les choses en marche. Si c'était facile, ce ne serait pas l'Inde, n'est-ce pas?

En comparaison, alors que la population chinoise vieillit, il devient de plus en plus exigeant de soutenir son taux de croissance historique, alors que la population bien plus jeune de l'Inde la positionne avantageusement pour prendre le rôle d'économie avec la croissance la plus rapide au monde. L'Inde tracera cependant son propre chemin au lieu de suivre celui de la Chine, particulièrement dans l'investissement en agriculture, qui peut amener des fermiers au-delà de la subsistance immédiate vers la haute productivité.

Même dans les strates plus pauvres, l'urbanisation aura aussi des effets profonds sur l'usage de l'eau, sur la production d'énergie et sur le transport. Plusieurs villes indiennes sont plus peuplées que les villes chinoises. Actuellement, il est évident que cet aspect est négatif, mais l'Inde a des programmes en place pour adresser ses problèmes de pollution et se tire mieux d'affaires en adressant ceci plus tôt dans son développement que plusieurs autres pays.

Comme nous l'avons vu ailleurs, une classe moyenne florissante valorise l'air pur et l'eau potable. Gare aux politiciens qui l'ignorent! Plusieurs villes ont déjà des réseaux de trains métropolitains, allégeant la congestion et réduisant les émissions polluantes, et plusieurs autres réseaux sont dans les plans. Les tuk-tuks (des voiturettes pousse-pousse) roulent de plus en plus au gaz naturel comprimé et liquéfié ou aux batteries électriques. Selon l'agence d'information Bloomberg, il y a davantage de tuk-tuks électriques en Inde que d'autos électriques dans toute la Chine. Cette transformation de l'économie présente de grandes opportunités.

Certaines de nos positions les plus et les moins performantes

Ce trimestre, dans notre stratégie des Actions des marchés émergents, nos trois titres les plus performants furent Sunny Optical Technology (+42,28%), Anta Sports Products (+20,88%) et Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (+19,04%). Sunny Optical et Taiwan Semiconductor firent tous deux leurs choux gras d'un retour à des prédictions optimistes sur les ventes d'iPhones avec le dévoilement par Apple de nouveaux modèles et d'un nouveau service de diffusion en ligne, alors qu'Anta a affiché de solides résultats dans sa stratégie "focus unique, multi-marques et omni-canaux de distribution", avec une croissance des revenus de 40,3% et une rentabilité des capitaux propres de 27,7%, et pourrait avoir bénéficié d'un patriotisme chinois ravivé en contrecoup des politiques américaines.

À l'autre bout du spectre, la Kasikornbank de Thaïlande (-15,99%) et la China Overseas Land & Investment (-12,58%) ont clairement été affectées par la peur d'un ralentissement suscitée par la guerre commerciale. Kbank étant la seconde banque d'importance du pays, elle est indirectement exposée aux chutes de volumes d'exportations thaïlandaises de produits électroniques et chimiques destinés aux chaînes de production chinoises. Mais cette banque demeure bien établie et grandissante dans le marché bancaire du détail. China Overseas a aussi reculé, mais nous tenons à notre vue à long terme d'une expansion immobilière locale soutenue. Avec un ratio cours/multiple très bas de 6,12 et un rendement total de 5 ans de 7,2% qui est plus élevé que celui du marché, nous conservons la position.

Cemex (-14,22%) a été retirée de notre portefeuille comme la compagnie avait manqué plusieurs projections, malgré notre perspective favorable à une allocation générale au Mexique. Ce pays présente des évaluations déprimées attrayantes et un environnement politique moins pire que prévu, supportant l'activité commerciale. Le titre demeure très volatile, ayant chuté de plus de 25% après la vente, puis ayant repris 10% à l'approche des résultats du T3, qui furent une fois de plus décevants et ont déclenché une autre vague de ventes du titre. Notre thèse d'investissement demeure négative dans le contexte d'une récession persistante dans l'industrie de la construction du pays.

Dans notre stratégie des Actions éthiques, nous avons aussi rééquilibré nos positions en enlevant aux titres à plus fort beta au profit des secteurs tels que les soins de santé et les services essentiels. En effet, ce trimestre, certaines de nos meilleures positions furent dans le gestionnaire de placement responsable Australian Ethical Investment (+31,54%), le fournisseur de services d'éducation brésilien Estacio Participacoes (+15,97%) et le fournisseur de services d'électricité NextEra Energy (+14,00%). Nos pires performances furent dans le manufacturier chinois de véhicules électriques et de batteries BYD (-17,90%), pris dans un vortex de surcapacité et de demande ralentissante, dans le producteur de systèmes d'énergie solaire First Solar (-11,49%) qui a connu des résultats trimestriels décevants mais des gains pour l'année à date autrement forts, ainsi que dans le spécialiste de produits dentaires Henry Schein (-9,57%), sous pression pour maintenir sa croissance récente rapide des bénéfices.

Maintenant, notre portefeuille se retrouve essentiellement plus équilibré entre la croissance vigoureuse des pionniers technologiques - facilitant la vie des gens - et la stabilité des fournisseurs de services essentiels - en tête de file de leur industrie respective dans leurs efforts vers une société plus verte, plus sécuritaire et plus équitable. En termes d'impact environnemental et social, nous demeurons donc pleinement engagés avec les mêmes noms mais dans des poids différents, à l'exception d'une nouvelle position dans le manufacturier automobile Tesla, initiée à 240\$.

Notre stratégie alternative des marchés émergents a produit un rendement négatif de 3,36% au T3, mieux que l'indice MSCI des marchés émergents, mais évidemment affectée par les annonces de tarifs de Trump du 1^{er} août. La stratégie a depuis récupéré sa perte en partie alors que, concordant avec notre approche dans la stratégie longue, nous avons couvert notre position de vente à découvert sur l'indice indien après une période fructueuse, préférant demeurer complètement long dans le pays et ajoutant à nos position spécifiques jusqu'à un total de 23% du capital investi. Le timing fut opportun, étant donné l'injection de liquidité subséquente par la banque centrale indienne et les coupures du gouvernement dans l'impôt des sociétés.

Ce fut toutefois un trimestre ardu et nos outils de contrôle du risque furent efficaces pour réduire la volatilité à la baisse et l'amener sous notre cible, qui est de 10% annuellement. Notre couverture d'options de vente s'est appréciée considérablement lors des escarmouches commerciales en août, puis comme le choc se dissipait et vu sa date d'expiration de janvier 2020, elle s'est depuis érodée avec la composante temps de son prix (theta) prenant le dessus dans sa performance. Nous la maintenons en place en tant que couverture globale du portefeuille alternatif et nous demeurons opportunistes dans les positions spécifiques.

Avec nos meilleures salutations,

Investissement Mount Murray