



MACKENZIE
Placements

FONDS MACKENZIE IVY

Rapport trimestriel – 1T 2017

Rapport trimestriel Ivy – Le 31 mars 2017

Symptômes

Selon nous, l'économie mondiale éprouve des difficultés en raison de l'importance accordée par les décideurs politiques aux symptômes à court terme d'une économie saine, plus qu'à sa santé fondamentale à long terme. Traiter les symptômes comporte l'avantage à court terme de donner l'impression de résoudre le problème et de restaurer la croissance économique, mais le fait aux dépens de la croissance future et de la richesse sociétale. Les banques centrales ont tout fait en leur pouvoir pour tenter de faire progresser la croissance du PIB à court terme et elles l'ont fait grâce à un transfert massif de richesses qui a entraîné une disparité importante du revenu et de la richesse.

En principe, un marché boursier en hausse devrait être symptomatique d'une croissance du PIB solide, tandis qu'une croissance du PIB solide devrait être un symptôme de facteurs économiques fondamentaux attractifs. D'un autre point de vue, une économie saine et qui fonctionne bien entraîne une croissance du PIB, qui a tendance à favoriser la hausse des prix des actions. Toutefois, se concentrer sur les facteurs économiques fondamentaux pourrait au départ ne pas entraîner une croissance de l'économie et donc des prix des actions plus élevés. Le contraire pourrait parfois être requis, c.-à-d. que l'amélioration des facteurs économiques fondamentaux peut parfois exiger une croissance du PIB plus lente ou même négative. Les banques centrales se concentreront plutôt sur les prix des actifs dans l'espoir qu'ils entraînent rapidement l'économie à la hausse avec elle, par opposition à une économie solide qui pousse les prix des actifs à la hausse avec le temps. Ensuite, les décideurs politiques montrent bêtement le marché boursier en hausse en tant que preuve de la relance économique.

Une des façons de mesurer la croissance du PIB est d'additionner toutes les dépenses finales au sein de l'économie. Étant donné que les consommateurs représentent un pourcentage important des dépenses finales, les banques centrales n'aiment pas quand les gens épargnent. La vérité est que l'épargne solidifie les facteurs économiques fondamentaux et la croissance à long terme aux dépens de la croissance du PIB à court terme. En abaissant les taux d'intérêt à zéro, les banques centrales espèrent décourager l'épargne et encourager les dépenses de consommation, avec l'attente que ces dépenses entraîneront le PIB à la hausse. Pourquoi les consommateurs pourraient-ils choisir de dépenser plus si les taux d'intérêt sont faibles ou près de zéro? Premièrement, les consommateurs n'obtiennent rien lorsqu'ils épargnent (mais pourraient bientôt payer pour le faire, voir la Guerre au numéraire ci-dessous), alors leurs propres préférences temporelles pourraient les encourager à dépenser plutôt qu'à épargner. Les faibles taux d'intérêt peuvent avoir l'impact opposé de ce que les banques centrales anticipent,

c.-à-d. qu'ils peuvent entraîner une hausse de l'épargne, car les gens obtiennent moins sur leurs épargnes et ont besoin d'économiser plus pour s'assurer d'avoir assez d'argent pour la retraite. Deuxièmement, étant donné que les faibles taux d'intérêt ont tendance à faire augmenter les prix des actifs (à savoir les actions, les obligations et l'immobilier), les banques centrales espèrent que leur précieux effet de richesse entraînera les personnes à dépenser plus, car elles se « sentent » plus riches.

Une des raisons souvent données pour l'abaissement des taux d'intérêt à zéro est qu'il déclenche l'instinct animal des consommateurs. Les banques centrales croient que lorsqu'une économie se contracte après avoir été entraînée à la hausse par des pratiques non durables excessives de spéculation, de dépenses et d'emprunt, elles doivent établir les conditions qui permettront d'accroître encore davantage la spéculation, les dépenses et les emprunts selon un comportement encore plus animal. Ben Bernanke intervient et abaisse les taux d'intérêt à zéro et rallume la frénésie de consommation afin que les consommateurs puissent « participer » à la croissance continue du PIB. C'est essentiellement ce qui s'est produit au cours des huit dernières années. Les banques centrales ont alourdi le bilan du monde à des niveaux record afin que le PIB puisse continuer de croître un peu plus longtemps. Selon l'Institut de finances internationales (IFI), la dette mondiale a atteint un record de 215 mille milliards de dollars ou 325 % du PIB mondial; les ménages, les sociétés et les gouvernements des marchés développés et émergents ont tous augmenté leur dette. Le pourcentage par rapport au PIB atteint un record, mais la situation est encore pire qu'elle ne le semble, car le dénominateur (le PIB) a été gonflé artificiellement et de façon non durable par des niveaux record d'accumulation de dette. Nous croyons que cette dette record empêche l'économie mondiale d'atteindre la « vitesse de libération » prévue par les banques centrales. Plutôt que d'admettre qu'ils ont joué un rôle dans le contexte reconnu de faible croissance du PIB, de ralentissement de la croissance de la productivité et de hausse de la disparité des revenus, ceux qui ont pensé que cela pourrait fonctionner commencent à chercher des excuses comme la stagnation économique mondiale, etc. La vérité est que leurs politiques n'ont qu'empiré les données fondamentales sous-jacentes et ainsi la croissance future sera plus difficile à réaliser. Ils sont donc responsables de la stagnation économique mondiale.

Aujourd'hui, aucune banque centrale ne veut fermer le bar. Comme ils le reconnaissent eux-mêmes, le bar est toujours ouvert, même s'il sert un peu moins d'alcool. C'est ce qu'ils appellent du resserrement, c.-à-d. un peu moins ivre, mais jamais complètement à jeun. Le monde est ivre de dettes et nous savons tous à quel point notre jugement peut être embrouillé lorsque

Rapport trimestriel Ivy (suite)

nous avons pris quelques verres de trop. La mauvaise affectation du capital au cours des dix dernières années a été monumentale et lorsque les conséquences ont commencé à se faire sentir, c.-à-d. lors le monde a commencé à se dégriser, les banques centrales ont rapidement ajouté de l'alcool et augmenté le volume de la musique afin que la fête puisse continuer. Il est maintenant très tard et l'alcool continue de couler à flots (pendant combien de temps, personne ne le sait); toutefois, de simples calculs suffisent pour savoir que la fête prendra inévitablement fin et lorsque cela se produira, la gueule de bois sera terrible.

Redistribution de la richesse

Lorsqu'elles ont abaissé les taux d'intérêt à zéro et dans certains cas en territoire négatif, les banques centrales se sont félicitées d'avoir fait en sorte que la dette soit plus abordable pour les emprunteurs. Selon les estimations de McKinsey, entre 2009 et 2012, les gouvernements des États-Unis, du Royaume-Uni et de l'Europe de l'Ouest ont épargné environ 1,6 mille milliards de dollars en raison des interventions des banques centrales; les sociétés non financières ont épargné 710 milliards de plus. Évidemment, ces 2,3 mille milliards de dollars n'ont pas constitué un bénéfice net pour la société, car ils sont venus aux dépens de quelqu'un d'autre, soit ceux qui prêtent de l'argent aux débiteurs. Les gouvernements et les sociétés ont été en mesure d'économiser beaucoup sur leurs coûts d'emprunt, parce que les épargnants, les pensionnés et autres ont obtenu beaucoup moins sur leurs prêts. Il s'agit d'un capitalisme de copinage, un jeu à somme nulle dont il a été question lors des trimestres précédents. La distribution de la richesse a poursuivi sa débandade au cours des cinq années depuis la publication de l'étude.

L'argent que les personnes ont fait avec l'immobilier constitue une autre redistribution de la richesse. Les prix de l'immobilier aux États-Unis retournent à des niveaux qui ont atteint un sommet en 2006 et les prix au Canada battent des records tous les ans. Il s'agit du résultat direct de la politique gouvernementale, car le gouvernement croit que les prix de l'immobilier en hausse aideront à faire progresser l'économie. Toutefois, aucune nouvelle richesse nette n'est créée. Il s'agit simplement d'une redistribution de la richesse parmi la population.

Ceux parmi nous qui ont acheté une maison ont nettement bénéficié au cours des dernières années de la hausse rapide des prix immobiliers. Nous en sommes peut-être heureux et nous nous félicitons, mais il ne faut pas oublier que notre gain est

aux dépens de quelqu'un d'autre. Si nous habitons dans notre maison, il ne s'agit pas d'un actif productif et ainsi nous ne méritons pas de nous en servir pour faire de l'argent. L'argent est de plus en plus gagné non pas en créant de la richesse qui bénéficie à la société (système de capitalisme), mais bien aux dépens de quelqu'un d'autre. Nous vivons dans un jeu à somme nulle, dans lequel il est possible de gagner seulement si quelqu'un d'autre perd. Toute personne qui obtient une importante rentrée d'argent en vendant sa maison aujourd'hui le fait parce que quelqu'un d'autre paie nettement trop pour le même actif que vous avez acheté à un prix nettement moins élevé. Les jeunes qui achètent leur première maison souffrent dans cette entente. Il y a un transfert de richesse de ces jeunes à nous, et nous n'avons rien fait pour le mériter. Nous sommes tout simplement chanceux d'avoir acheté une maison il y a quelques années et d'avoir bénéficié de politiques gouvernementales irréflechies qui se concentrent sur les symptômes à court terme, comme la croissance du PIB. Entre-temps, les jeunes empruntent littéralement à leur avenir s'ils veulent acheter une maison pour élever leur famille.

Il s'agit du résultat direct de la politique de faibles taux d'intérêt des banques centrales et de ce que les États-Unis ont connu avant la crise financière. Les prix des maisons devraient augmenter si la formation de ménages augmente plus rapidement que le nombre de maisons qui peuvent être construites. Il existe également une composante spéculative dans certaines régions causée en partie par le capital étranger, particulièrement dans certaines villes canadiennes, mais même là, la spéculation suit les faibles taux d'intérêt. Si les taux augmentaient et les prix des maisons diminuaient, il y aurait beaucoup moins de spéculation. Les décideurs politiques ont longtemps fermé l'œil sur la situation, car elle contribue à la croissance du PIB. Des mesures sont seulement prises par les dirigeants lorsque les conséquences imminentes de leurs politiques deviennent tellement évidentes qu'ils peuvent voir ce qui va se produire et craignent maintenant être blâmés (à juste titre) pour l'effondrement inévitable.

Comme on peut s'y attendre, les politiques qui ne font que simplement redistribuer la richesse entraînent de la frustration et de la colère chez ceux qui y perdent. L'écart de richesse qui se creuse a favorisé le mouvement populiste, car de plus en plus de gens en sont venus à réaliser que le système actuel ne fait rien pour eux. Ces gens sont qualifiés d'ignorants ou d'incultes par l'élite qui a bénéficié du transfert. Trop souvent, les personnes en position de faire une différence adoptent des politiques au profit de leur ego ou de leurs finances.

Rapport trimestriel Ivy (suite)

Guerre à l'argent liquide

Une guerre à l'argent liquide d'envergure mondiale se prépare, soutenue par certains économistes de renom qui affirment qu'une société sans argent liquide rendrait la fraude fiscale plus difficile et entraverait les activités du crime organisé. Il peut certes s'agir des avantages d'abolir l'argent liquide, des causes nobles, mais nous ne pouvons nous rappeler de beaucoup d'économistes qui préconisaient des politiques ou des philosophies économiques explicitement centrées sur la lutte contre le crime organisé. Nous croyons qu'il s'agit de déclarations fallacieuses qui ont pour but de détourner l'attention de la véritable raison pour laquelle ces économistes veulent abolir l'argent liquide, qui est de prolonger les tactiques ciblant les symptômes de la politique monétaire.

L'épargne contribue aux facteurs économiques fondamentaux et ainsi à une croissance économique plus solide à long terme. Les dépenses excédentaires favorisent le PIB aujourd'hui, mais aux dépens de la croissance future. Les banques centrales veulent que vous dépensiez votre argent bien mérité au lieu de l'épargner, alors elles abaissent continuellement les taux afin qu'il vous soit moins lucratif d'épargner. Plus les banques centrales requièrent de vous des dépenses et de la consommation, plus elles réduisent les taux d'intérêt. Les taux d'intérêt faibles encouragent aussi l'emprunt et augmentent les prix des actifs, ce qui fournit plus de garanties pour encore plus de prêts. Lorsque les taux atteignent zéro, si les banques centrales veulent vous encourager à continuer de dépenser, elles doivent entraîner les taux d'intérêt en territoire négatif. Ainsi, si les épargnants sont aux prises avec des taux d'intérêt négatifs, ils devront payer leurs banques pour l'honneur de leur prêter leur argent. Les épargnants peuvent plutôt décider de retirer leur argent et de le placer dans un coffre-fort, car il est préférable de ne rien gagner sur son argent que de payer des frais à la banque pour qu'elle détienne votre argent. Par exemple, supposons que les taux d'intérêt sont de -5 % et que vous avez 1 000 \$ que vous aimeriez épargner. Il peut s'agir d'épargne en prévision de mauvais jours ou pour un versement initial afin d'acheter une maison surévaluée. Si les taux sont de -5 % et que vous laissez vos 1 000 \$ à la banque, à la fin de l'année, vous n'auriez plus que 950 \$, parce que la banque vous charge 5 % pour épargner. Plutôt que de payer à la banque 50 \$ de votre argent bien mérité (un transfert de richesse), vous décidez de retirer votre argent et de le placer dans un coffre-fort. Les banques centrales dans toute leur noblesse s'avancent avec leur croisade autoproclamée contre le crime organisé (qui est en fait une croisade contre vous) et l'abolition de l'argent liquide. Dans ce cas, le retrait d'argent

liquide de votre compte de banque n'est plus une option. Vos seuls choix sont de laisser votre argent dans le compte et de payer 5 % à la banque sur vos économies chaque année, de le dépenser (et de contribuer aux symptômes de la croissance du PIB) ou de l'investir dans des actions, des obligations ou de l'immobilier surévalués (et contribuer à l'effet de richesse des banques centrales, ce qui contribue aussi aux symptômes de la croissance du PIB).

Conserver ses placements

Nous savons que nous chantons encore une fois le même refrain lorsqu'il est question des politiques des banques centrales et des dommages qu'elles causent à l'économie mondiale. Toutefois, il ne s'agit aucunement d'une prédiction de l'effondrement imminent du système financier mondial (même si nous n'affirmons pas non plus qu'une autre crise financière est impossible). Il s'agit simplement de la façon dont nous voyons les choses. Nous n'avons aucun doute que les faibles taux d'intérêt et la dette record sont responsables de la reprise économique la plus lente de l'après-guerre (stagnation économique mondiale), et qu'ils continueront de restreindre la croissance économique à l'avenir. Nous ne savons pas quand la prochaine récession ou le prochain marché baissier aura lieu (personne ne le sait), alors nous avons tenté de trouver un équilibre dans les fonds Ivy entre saisir suffisamment de la hausse des marchés pour que nos clients continuent de se rapprocher de leurs objectifs financiers à long terme, et éviter de les exposer à la pleine fureur potentielle des conséquences inévitables des prix des actifs exagérés et de facteurs économiques fondamentaux faibles.

Actions canadiennes

Au premier trimestre, le S&P/TSX a affiché un rendement décevant par rapport aux marchés mondiaux, mais il a continué sa progression et atteint de nouveaux sommets en février. Les gains dans le TSX sont généralisés, à l'exception de l'énergie. Le Fonds canadien Ivy a augmenté à peu près de façon conforme au TSX. Richemont, Oracle et Brookfield ont le plus contribué au rendement d'Ivy pendant le trimestre, tandis que les titres qui ont le plus nuï au rendement étaient concentrés dans l'énergie.

Il semble que les évaluations de beaucoup de sociétés sont le reflet d'un optimisme élevé malgré une grande incertitude. Avec les évaluations en hausse, les rendements attendus dans notre univers de possibilités de placement ont continué de reculer. Pendant le trimestre, nous avons donc réduit notre exposition aux banques et aux compagnies d'assurance, ainsi que nos positions dans un certain nombre de titres étrangers. Toutefois, nous

Rapport trimestriel Ivy (suite)

avons accru nos positions dans l'énergie après un recul du prix du pétrole et ajouté une nouvelle position dans le secteur de la consommation discrétionnaire, soit dans Les Vêtements de Sport Gildan. Nous avons aussi continué d'accroître notre position dans Hennes & Mauritz (H&M), que nous avons commencé à acquérir à la fin de 2016.

Nous croyons que le risque d'évaluation est de plus en plus présent dans le marché canadien, malgré un rendement décevant par rapport aux marchés américains et mondiaux depuis la crise. Toutefois, cela ne signifie pas que cet environnement ne peut persister pendant une longue période. Sur une base nette, notre position en espèces est passée de 10 % à la fin de décembre à 14 % à la fin de mars, le reflet de notre point de vue selon lequel la gamme d'occasions, dans l'ensemble, est un peu moins attrayante qu'elle ne l'était il y a trois mois. Comme toujours, nous bâtissons un portefeuille concentré et diversifié de sociétés de grande qualité. Nous continuons de faire le suivi de nos titres en portefeuille et sur notre liste de surveillance afin de tenter de tirer parti d'occasions de façon rigoureuse.

Au cours du trimestre, nous avons ajouté une nouvelle position dans Les Vêtements de Sport Gildan. Cette société confectionne des vêtements de base (c.-à-d. des t-shirts, des chaussettes et des sous-vêtements) pour la distribution en gros et au détail. Sous la direction de Glenn Chamandy, son fondateur et chef de la direction, Gildan a constamment réussi à générer des rendements attrayants, à faire croître ses revenus et à réinvestir dans ses capacités de production à faibles coûts, tout en conservant un bilan prudent. La position à faibles coûts de Gildan lui a permis d'obtenir des parts de marché en offrant à ses clients une proposition de valeur attrayante de bonne qualité à un faible prix. Nous nous attendons à ce que cet avantage concurrentiel soutienne la prochaine étape de la croissance de la société en Amérique du Nord et à l'international. Pour ce qui est du risque, une partie de la demande pour les produits de Gildan est cyclique, et la société bénéficie du libre-échange et d'une situation fiscale avantageuse. Nous croyons que la société possède les outils pour gérer les retombées possibles de ces risques, étant donné son avantage de fabrication à faibles coûts.

Actions américaines

Les rendements futurs de notre portefeuille seront influencés par un grand nombre de facteurs qui ne sont pas propres aux sociétés. Certains facteurs qui auront probablement une influence nous sont connus, alors que d'autres se produiront et demeureront inconnus jusqu'à ce qu'ils se produisent. Parmi les facteurs dont nous sommes conscients, les plus importants seront probablement l'idéologie et les actions de la banque centrale, ainsi que du Parti communiste chinois (PCC), ce qui constitue une

juxtaposition intéressante. Dans les deux cas, il y a conscience qu'un changement de direction est nécessaire et la capacité institutionnelle de procéder à des changements pourraient déterminer la voie que prendront ces deux dynamiques. Aussi dans les deux cas, nous observons des dirigeants non élus encourager des montants de plus en plus grands de levier financier afin de fournir un élixir de croissance à court terme tandis qu'ils sont aux prises avec ce qui ne fonctionne pas dans leur modèle idéologique de la façon dont ils l'auraient espéré. Dans le cas de la Chine, les dirigeants du PCC semblent posséder une certaine capacité de réfléchir à la dynamique en jeu d'une façon intellectuellement honnête, qui semble complètement faire défaut chez les idéologues entre autres de la Fed, de la Banque centrale européenne et de la Banque centrale du Japon. Il est peut-être tout simplement plus difficile de blâmer quelque chose ou quelqu'un d'autre dans une économie planifiée et de garder sa légitimité. L'idée est de ne pas permettre de rejeter la faute ailleurs qu'au Parti, mais la capacité institutionnelle de changement en Chine communiste est potentiellement limitée et plus difficile. Les responsables des banques centrales ont beaucoup d'autres personnes à blâmer et ont montré une incapacité d'attribuer les conséquences indésirables à leur propre comportement. Nous croyons que la peine que se donnent les responsables des banques centrales pour défendre leur idéologie et leur honneur intellectuel continuera d'être extrême et qu'un changement de cap ne se produira qu'après un résultat extrêmement négatif. Toutefois, la capacité institutionnelle pour ce changement existe dans le cadre éprouvé des démocraties occidentales. Restez à l'écoute.

Une autre influence connue, plus positive, mais aussi perturbatrice, est l'évolution continue des architectures informatiques. La possibilité de facilement avoir accès à des quantités incroyables de capacité de traitement, de services et de données et de pouvoir les distribuer sur les réseaux de plus en plus rapides, y compris à partir et à destination d'appareils mobiles, change la structure de nombreuses industries, en perturbant les modèles opérationnels et en en créant de nouveaux. Toutes les entreprises sont influencées par cette évolution, mais certaines plus que d'autres. Certains de nos principaux titres en portefeuille américains sont relativement plus touchés. Une partie des occasions liées à l'évaluation peut être attribuée aux préoccupations des investisseurs relatives aux changements des modèles opérationnels.

Omnicom est une société de portefeuille de publicité, en exploitation dans la publicité traditionnelle, la gestion des relations avec les clients et les relations publiques. Certaines parties de leurs activités deviennent plus pertinentes, tandis que d'autres beaucoup moins. Nous avons confiance en la

Rapport trimestriel Ivy *(suite)*

capacité d'Omnicom de s'ajuster aux nouvelles attentes des consommateurs et aux nouveaux paradigmes technologiques étant donné que leurs seuls actifs réels sont leurs employés, qui comptent parmi les plus talentueux du secteur et qui visent à favoriser la croissance de leurs clients. La bétise publicitaire récente de Pepsi constitue un exemple où la technologie permet maintenant la production et la distribution numérique à faibles coûts de contenu publicitaire maison, mais tout cela n'a aucune importance si le message et l'histoire sont erronés. Pepsi a utilisé une agence et des capacités de production internes pour produire la campagne en question, plutôt que d'établir un partenariat avec une agence externe. Le message publicitaire final n'a pas été bien reçu par les consommateurs. Aussi, des joueurs comme Accenture tentent d'utiliser leur empreinte technologique pour progresser dans l'espace publicitaire. Il n'y a aucun doute que les lignes deviennent floues et que des sociétés comme Publicis se servent de leur expérience en publicité pour passer à la technologie. Toutefois, nous croyons qu'une ligne claire restera en place entre l'utilisation de la technologie pour créer d'excellentes idées et la mise en œuvre de la technologie pour recueillir des informations et les gérer, et augmenter la productivité. Omnicom a connu beaucoup de succès dans les profils des médias à grande notoriété en raison de sa capacité de prouver aux clients potentiels comment elle peut mettre en œuvre la technologie de façon intégrée dans les différents secteurs pour maximiser la valeur offerte aux clients. Il s'agit plus d'une culture axée sur les clients, de l'excellence en créativité et de la capacité d'exécution, qu'une meilleure compréhension de la façon dont la technologie fonctionne.

W.W. Grainger, un distributeur de fournitures de maintenance, de réparation et d'exploitation, est un autre des principaux titres en portefeuille. Le modèle opérationnel de Grainger a été fondamentalement touché par la transparence des prix offerte par l'Internet. Nous avons récemment participé à un événement pour les clients d'Oracle où Clayton Christensen a présenté ses idées à propos du « dilemme des innovateurs ». Nous vous recommandons vivement le livre du même nom (*The Innovator's Dilemma*). M. Christensen a souligné que l'une des façons pour une société de survivre à des événements perturbateurs liés à la technologie est de faire aussi subir des perturbations à son entreprise. Une des façons de faire est de créer une entreprise distincte qui peut concurrencer directement son entreprise. C'est ce que Grainger a fait avec Zoro, MonotoRA et Cromwell Direct, qui produisent des marges brutes plus faibles et attirent de plus petits clients qui ne veulent pas payer pour les services offerts aux clients de grande taille. Par le passé, il a été prouvé que les joueurs établis éprouvent de la difficulté avec les offres à marge

plus faibles, même si ces modèles opérationnels à marges plus faibles occupent éventuellement une répartition des marges importante. Dans le cas de Grainger, ces nouvelles entreprises sont actuellement de petite taille, mais nous croyons qu'elles comportent un excellent potentiel à long terme. Peut-être encore plus important, elles offrent à Grainger les renseignements les plus directs sur la façon dont les clients tirent avantage de la sélection de produits et d'excellents prix dans une offre axée sur les prix, libre-service et en ligne. Beaucoup de travail reste à faire, mais les problèmes que résout Grainger avec ces entreprises relatifs à l'acquisition de clients numériques, à la recherche de produits sur les sites Web et au traitement de commandes direct aux clients constituent selon nous les dynamiques les plus pertinentes dans la structure de l'industrie future. Nous croyons que Grainger dans ces efforts dépasse de loin la plupart de ces concurrents.

Grainger est en mesure de soutenir ses nouvelles entreprises à partir de son infrastructure en place qui, selon nous, est structurée de la bonne façon pour tirer avantage du déplacement des achats vers le commerce électronique. L'infrastructure est fortement automatisée et conçue pour tirer avantage de l'expédition directe aux clients, et les stocks sont distribués efficacement. En même temps, Grainger a pris des décisions difficiles relatives aux prix pour ces grands clients afin de devenir plus compétitif dans toute leur offre de produits. Ces décisions réduiront les problèmes liés à la dynamique de prix de catalogue élevés et de prix négociés faibles avec lesquels ils ont éprouvé des difficultés en raison de la transparence actuelle des prix. Grainger a également réduit le soutien direct aux ventes pour tous ses clients, sauf les plus importants, et concentré ses efforts sur les modèles de service à faibles coûts, ce que nous considérons sensé du point de vue de Christensen. Il s'agit de décisions difficiles pour une société ouverte, même si elles sont nécessaires pour que la société reste concurrentielle à long terme. Grainger est fortement critiquée à l'heure actuelle, mais nous croyons qu'elle émergera en tant que chef de file du marché dans ce qui est maintenant un segment de distribution industrielle hautement fragmenté.

Un site lancé par Steve Ballmer, l'ancien chef de la direction de Microsoft, et appelé USAFacts (<http://www.usafacts.org>) constitue un autre exemple intéressant des capacités fournies par la technologie. L'objectif de ce site est d'offrir des renseignements et une responsabilisation relatifs aux finances gouvernementales, ainsi qu'une plateforme pour l'analyse en regroupant et en distribuant divers ensembles de données. Nous pensons qu'il s'agit d'une excellente idée.

Rapport trimestriel Ivy (suite)

Actions européennes

Au cours des trois premiers mois de 2017, les actions européennes ont été très solides, et ont poursuivi la tendance qui a commencé l'automne dernier. La reprise a été assez généralisée, la plupart des secteurs ayant affiché des rendements solides. Comme on peut s'y attendre dans un tel environnement, les actions européennes Ivy n'ont pas réussi à garder le rythme.

Richemont, une société suisse de biens de luxe détenue dans tous les fonds Ivy, a apporté une des principales contributions au rendement. Richemont possède différentes marques solides de bijoux et de montres dont Cartier, Van Cleef & Arpels, Jaeger-LeCoultre et Vacheron Constantin. Avoir d'excellentes marques constitue un bon point de départ, mais il est tout aussi important de bien gérer ces marques, et d'effectuer les investissements nécessaires en marketing et en distribution pour s'assurer que les marques conservent leur valeur à l'avenir. Il s'agit d'un aspect dans lequel Richemont excelle, avec une orientation à long terme, le reflet du contrôle familial. Une des caractéristiques déterminantes du secteur des produits de luxe est l'importance des acheteurs chinois, autant chez eux que dans les principales destinations touristiques. Ce segment de consommateurs représente 40 % ou plus des recettes totales d'une société de luxe. Les préoccupations relatives à une faiblesse chez les consommateurs chinois au début de 2016 ont entraîné un fort repli du cours de l'action de Richemont. Cette année, la situation est inverse, car des signes de reprise de la demande chinoise ont entraîné des gains dans les actions de sociétés de biens de luxe, y compris Richemont. Les investisseurs réagissent souvent de façon excessive aux bonnes et aux mauvaises nouvelles, particulièrement s'ils ont un horizon temporel à court terme, mais nous conservons notre point de vue à long terme de la valeur de Richemont, et avons ainsi réduit notre position au cours du trimestre.

Pfeiffer Vacuum Technology, un fabricant de pompes à vide détenu par la Catégorie Ivy Européen, a apporté une contribution importante au rendement, malgré sa pondération relativement faible. Pfeiffer a reçu une offre de prise de contrôle de Busch, une société privée, qui détient déjà une part importante. L'offre n'était que légèrement supérieure au cours de l'action en vigueur. Pfeiffer a par la suite publié des résultats étonnamment solides pour 2016, qui ont contribué au fort rendement du cours de l'action. Busch a depuis augmenté son prix d'offre qui reste inférieur au cours de l'action en vigueur. Nous avons réduit notre position pendant le trimestre et continuons d'évaluer la situation.

La société Pearson a affiché un rendement décevant et a été retirée des portefeuilles Ivy après en avoir fait partie pendant six ans. Pearson est un chef de file mondial des produits et services éducationnels, ce qui traditionnellement signifiait les manuels scolaires, mais a évolué pour inclure le matériel d'enseignement numérique, les services de test et la gestion des programmes éducationnels en ligne. La thèse de départ était que Pearson avait reconnu la transition vers le numérique plutôt que d'autres sociétés, y avait investi beaucoup et possédait les éléments nécessaires pour réussir dans ce marché. À l'heure actuelle, cette thèse semble erronée. Nous estimons toujours que la société possède les occasions et les ressources nécessaires à sa réussite, mais avons sous-estimé sa difficulté d'effectuer une réorganisation et de réorienter sa culture pour s'adapter aux changements du secteur. Nous avons nettement réduit notre position dans Pearson au cours des dernières années, en raison de la hausse des inquiétudes, alors nous n'avions qu'une petite position au début de 2017. Il s'agissait tout de même d'une erreur et la position a nui au rendement du fonds.

Un des événements particulièrement importants pour les actions européennes jusqu'à présent cette année a été l'offre d'achat de Kraft Heinz pour Unilever, société dont la capitalisation boursière dépasse nettement 100 milliards de dollars, et un titre en portefeuille Ivy (quoiqu'une petite pondération). L'offre a rapidement été mise de côté, après avoir été très mal accueillie, mais elle a mobilisé Unilever et souligné certains développements intéressants dans le secteur des biens emballés pour la vente de détail. Étant donné que la croissance du secteur a ralenti, beaucoup de sociétés ont réagi avec des réductions de coûts draconiennes pour augmenter les marges ou avec des augmentations de la dette pour favoriser les résultats par action au moyen de rachats d'actions. Les acquisitions et les menaces d'acquisitions sont de plus en plus présentes. Chez Ivy, en raison de ce qui selon nous fait en sorte que les sociétés sont de grande qualité, nous préférons les sociétés qui continuent d'investir dans leurs affaires et conservent un bilan sain. Nos titres en portefeuilles des biens emballés pour la vente de détail ont, dans une large mesure, résisté aux pressions à court terme et continué de se concentrer sur la croissance de leurs affaires. Nous devons toutefois souligner que Danone a augmenté ce qui est considéré comme un niveau raisonnable de dette, et nous avons donc réduit notre position. Nous tenons Unilever en haute estime en raison de sa vision à long terme, et nous évaluons ses mesures et ses propos récents en réponse à l'offre de Kraft Heinz.

Rapport trimestriel Ivy (suite)

Actions d'Extrême-Orient

La plupart des marchés mondiaux ont été solides au premier trimestre, avec en tête l'Extrême-Orient. L'indice MSCI Asie était en hausse de 9,5 % en dollars américains, ce qui dépasse largement les marchés américains et européens. Il s'agit du contraire de ce que nous avons observé au quatrième trimestre, lorsque les marchés asiatiques ont tiré de l'arrière par rapport à leurs homologues étrangers. De la vigueur a été observée à Hong Kong et en Chine, en Corée et à Taiwan. Le rendement des marchés japonais a été beaucoup moins éclatant au premier trimestre, comparativement au quatrième trimestre de 2016, car l'optimisme des investisseurs a fléchi après un raffermissement du yen japonais.

Les devises de l'Extrême-Orient se sont largement appréciées par rapport au dollar américain au premier trimestre, avec en tête le won coréen, le dollar australien et le yen japonais. Il s'agit encore une fois d'un net revirement par rapport à ce qui a été observé au quatrième trimestre lorsque le dollar américain s'est raffermi par rapport à toutes les devises de l'Extrême-Orient en raison du résultat de l'élection américaine.

La vigueur des marchés boursiers asiatiques au premier trimestre ne semble pas pouvoir être expliquée par une nette amélioration des données fondamentales de l'économie ou des marchés, mais plutôt par une combinaison de l'amélioration de l'optimisme dans les marchés (amélioration prévue de la croissance mondiale, avantages en aval d'une activité accrue dans les ressources, etc.) et de la recherche pour la valeur (dans un marché mondial autrement cher), les devises plus fortes, et dans certains cas, la stimulation du crédit (Chine).

Dans l'ensemble, les titres en portefeuille de l'Extrême-Orient d'Ivy ont produit d'assez bons résultats pendant le trimestre pour ce qui est des cours des actions, mais n'ont pas réussi à garder le rythme avec les marchés asiatiques élargis, ce qui est conforme aux attentes en raison de l'environnement de marché. Samsonite et Techtronic se sont démarquées. Le cours de l'action de Samsonite (un titre du Fonds d'actions étrangères Ivy, du Fonds mondial équilibré Ivy et du Fonds d'actions internationales Ivy) s'est nettement apprécié au premier trimestre, en raison d'une combinaison de résultats du quatrième trimestre 2016 plus solides que prévu et d'une évaluation réduite avant l'annonce des résultats. Le rendement d'entreprise de Samsonite a été favorisé par une amélioration à Hong Kong et en Chine, ainsi que par les bons progrès avec l'acquisition récemment de TUMI. La société a signalé que les synergies découlant de l'entente avec TUMI pourraient être importantes, même après avoir tenu compte de la hausse des investissements dans la marque et

la distribution. Samsonite continue d'adopter une approche pondérée pour l'intégration et la croissance de TUMI. Il sera question de Techtronic ci-dessous.

Nous avons ajouté une position dans Brambles dans le Fonds d'actions internationales Ivy et le Fonds international de croissance Ivy au cours du trimestre. Brambles est une société australienne de parcs d'appareils pour les chaînes d'approvisionnement. Elle possède et exploite le plus important parc mondial de palettes en bois. Ses palettes sont utilisées pour transporter les biens de consommation courante à travers les différentes composantes de la fabrication et de la chaîne d'approvisionnement de détail. Brambles possède et exploite également un parc de caisses en plastique réutilisables utilisées dans la chaîne d'approvisionnement des produits agricoles et différents autres récipients industriels (c.-à-d. automobile, marchandises en vrac, équipement pour le pétrole et le gaz). Nous croyons que Brambles possède un avantage concurrentiel solide dans ses activités de base liées aux palettes, soutenu par des économies d'échelle, une vaste infrastructure d'entreposage et de distribution bâtie sur plusieurs années grâce à des investissements importants et des techniques de repérage bien développées. Nous avons repéré Brambles en tant que société de grande qualité il y a un certain temps, mais nous ne sommes pas allés de l'avant en raison de l'évaluation élevée et de l'optimisme du marché. Plus récemment, le cours de l'action a subi d'importantes pressions en raison d'une combinaison de problèmes cycliques et opérationnels. Brambles a annoncé au milieu de janvier 2017 que ses résultats du premier semestre 2017 seraient plus faibles que prévu et qu'elle ne sera pas en mesure d'atteindre ses objectifs annuels. La société est aussi au milieu d'un changement de direction planifié. Nous avons saisi l'occasion pour bâtir une position dans la société, car nous croyons que cette dernière continue d'offrir aux clients une proposition de valeur intéressante et conserve son avantage concurrentiel. Nous estimons également qu'elle sera en mesure de faire face aux pressions à long terme. Notre évaluation initiale de la nouvelle direction est aussi favorable. Graham Chipchase, le chef de la direction nouvellement nommé, a supervisé un redressement impressionnant chez Rexam PLC, et adoptera une méthode prudente relative à la croissance et à la répartition du capital chez Brambles.

Au premier trimestre, nous avons aussi ajouté une position dans Techtronic Industries au Fonds mondial équilibré Ivy, et augmenté notre position dans le Fonds d'actions internationales Ivy et le Fonds international de croissance Ivy. Le cours de l'action de Techtronic a subi beaucoup de pressions depuis août 2016, car

Rapport trimestriel Ivy (suite)

la société a publié des résultats pour le premier semestre de 2016 qui n'étaient pas assez solides pour satisfaire les attentes très élevées du marché. L'action s'est encore plus affaiblie après les résultats de l'élection présidentielle américaine en novembre 2016 en raison des préoccupations relatives à l'impact des politiques commerciales protectionnistes sur le modèle de fabrication de Techtronic centré en Chine. La situation nous a permis d'accumuler des actions à un cours attractif au début du premier trimestre. La faiblesse observée depuis août s'est presque complètement résorbée, après la publication de résultats solides par Techtronic au deuxième semestre de 2016 et certains messages rassurants de la part de la direction à propos de la capacité de la société de réaffecter une partie de sa production dans des installations nord-américaines au besoin. Techtronic continue d'exécuter sa stratégie fondée sur l'innovation et l'avance technologiques, le développement de sa marque, la grande qualité de son service à la clientèle et l'efficacité.

Le cours de l'action de Seven & I a légèrement fléchi au premier trimestre. Nous avons saisi l'occasion pour augmenter notre position dans les différents fonds Ivy. Le rendement de la société a été stable et conforme à nos attentes depuis notre premier achat en juillet 2016.

Il est de plus en plus difficile de trouver des occasions d'acheter des sociétés de grande qualité à des évaluations attractives, ce qui n'est pas surprenant étant donné la vigueur des marchés boursiers. Même si l'Extrême-Orient est probablement la moins surévaluée de toutes les régions couvertes par Ivy (les autres étant les États-Unis, l'Europe et le Canada), nous devons être plus sélectifs et porter une attention particulière à la qualité. Ainsi, nous pourrions ne pas trouver autant d'occasions que les évaluations du marché élargi pourraient suggérer.

Nous croyons que les risques les plus importants pour les marchés mondiaux incluent un renversement de la politique monétaire extrêmement souple, y compris un assainissement du bilan de la Fed, l'impact de la dette excessive dans certaines parties de l'économie mondiale (les sociétés chinoises et le gouvernement japonais en sont deux exemples en Asie), et la réduction de l'optimisme quant à l'impact réel des politiques de Donald Trump et de son administration.

Pour ce qui est de l'Extrême-Orient en particulier, nous restons sous-pondérés au Japon par rapport à la plupart des indices repères, car nous estimons que les évaluations de la majorité des sociétés de qualité sont chères. Nous avons une exposition relativement élevée à Hong Kong, car nous avons repéré plusieurs sociétés de grande qualité qui, selon nous, se négocient à des évaluations attractives, même après le rendement solide récent du marché boursier. Nous détenons certaines sociétés « cycliques » de l'Extrême-Orient, mais ces sociétés ont des évaluations attractives, des bilans solides et de bonnes perspectives de croissance à long terme. Nous sommes heureux de détenir de telles sociétés pendant l'ensemble d'un cycle, et nous équilibrons ces titres en portefeuille avec des espèces et d'autres sociétés défensives.

L'équipe Mackenzie Ivy



Rangée du haut, de gauche à droite : **Hussein Sunderji**, gestionnaire de portefeuille (actions de l'Extrême-Orient); **Matt Moody**, gestionnaire de portefeuille (actions européennes); **Robert McKee**, gestionnaire de portefeuille (actions américaines); **Paul Musson**, chef de l'équipe Mackenzie Ivy et gestionnaire de portefeuille. Rangée du bas, de gauche à droite : **Adam Gofton**, gestionnaire de portefeuille en second (actions américaines); **Graham Meagher**, gestionnaire de portefeuille en second (actions canadiennes); **James Morrison**, gestionnaire de portefeuille en second (actions canadiennes); **Zain Shafiq**, analyste en placement principal (actions canadiennes); **Jason Miller**, analyste en placement principal (actions européennes).

Divulgations :

Au 31 mars 2017	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	15 ans	20 ans	Depuis le lancement	Date de lancement
Catégorie Mackenzie Ivy Européen	-2,7 %	3,1 %	9,0 %	4,2 %			5,5 %	Nov. 2002
Fonds canadien équilibré Mackenzie Ivy	14,8 %	8,4 %	9,3 %	4,3 %	4,8 %	5,9 %	6,8 %	Oct. 1992
Fonds canadien Mackenzie Ivy	14,0 %	8,5 %	10,5 %	4,2 %	4,6 %	5,8 %	7,1 %	Oct. 1992
Fonds d'actions étrangères Mackenzie Ivy	-0,1 %	7,8 %	12,1 %	6,0 %	5,1 %	7,0 %	7,9 %	Oct. 1992
Fonds mondial équilibré Mackenzie Ivy*	4,0 %	7,6 %	10,6 %	5,4 %	4,7 %	5,3 %	4,9 %	Nov. 1993

Tous les rendements des fonds font référence à la série A.

*Le 15 mai 2001, le **Fonds mondial équilibré Mackenzie Ivy** a modifié son mandat de façon à ce que celui-ci ne recherche plus la croissance du capital à long terme, tout en assurant la préservation du capital, grâce à des placements dans des sociétés à forte capitalisation, des titres dont la cote de placement est supérieure à la moyenne, des titres garantis par l'État, des quasi-espèces et des instruments axés sur l'or mais plutôt qu'il recherche une croissance du capital en maintenant un équilibre entre le revenu courant et la plus-value en capital. Ses placements visent aujourd'hui les titres de sociétés qui exercent leurs activités à l'échelle mondiale ainsi que des obligations d'État et des obligations de sociétés de par le monde. Les portefeuillistes disposent d'une souplesse quant à la proportion d'actions et de titres à revenu fixe qui leur semble adéquate. Le portefeuille est toutefois en général équilibré. Les anciennes stratégies du Fonds constituaient par ailleurs à effectuer des placements ciblant six régions géographiques précises. Les rendements obtenus avant cette date sont ceux réalisés dans le cadre des objectifs précédents.

RENSEIGNEMENTS GÉNÉRAUX

Pour toute demande de renseignements généraux, de renseignements sur les comptes, ou pour commander des auxiliaires de marketing, veuillez composer le :

FRANÇAIS	1-800-387-0615
ANGLAIS	1-800-387-0614
CHINOIS	1-888-465-1668
TÉLÉCOPIEUR	1-866-766-6623 416-922-5660
COURRIEL	service@mackenzieinvestments.com
SITE WEB	placementsmackenzie.com

Obtenez des renseignements sur les fonds et les comptes en ligne grâce à AccèsConseiller, site sécurisé de Placements Mackenzie. Visitez placementsmackenzie.com/conseiller pour de plus amples renseignements.

Les placements dans les fonds communs peuvent donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, la valeur varie fréquemment et leur rendement antérieur peut ne pas se reproduire.

Ce document renferme des renseignements prospectifs reposant sur des prédictions pour l'avenir au 31 mars 2017. Corporation Financière Mackenzie ne mettra pas nécessairement à jour ces renseignements en fonction de changements survenus après cette date. Les risques et incertitudes peuvent souvent amener les résultats réels à différer de manière importante des renseignements prospectifs ou des attentes. Parmi ces risques, notons entre autres des changements ou la volatilité dans les conditions économiques et politiques, les marchés des valeurs mobilières, les taux d'intérêt et de change, la concurrence, les marchés boursiers, la technologie, la loi ou lorsque des événements catastrophiques surviennent. Ne vous fiez pas indûment aux renseignements prospectifs. Par ailleurs, toute déclaration à l'égard de sociétés ne constitue pas une promotion ou une recommandation d'achat ou de vente d'un titre quelconque.

Le contenu de ce commentaire (y compris les faits, les perspectives, les opinions, les recommandations, les descriptions de produits ou titres ou les références à des produits ou titres) ne doit pas être pris ni être interprété comme un conseil en matière de placement ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat, ou une promotion, recommandation ou commandite de toute entité ou de tout titre cité. Bien que nous nous efforcions d'assurer son exactitude et son intégralité, nous ne sommes aucunement responsables de son utilisation.



MACKENZIE
Placements