

Les marchés boursiers mondiaux ont été volatils pendant le troisième trimestre avec une divergence notable. Tandis que les marchés américains ont continué à faire preuve de résilience, les marchés émergents ont fortement reculé, car les politiques commerciales mondiales et les taux en hausse continuent de peser sur la croissance mondiale.

La Réserve fédérale a été à l'avant-scène de la normalisation de la politique, car elle a augmenté ses taux d'intérêt à huit reprises depuis 2015. Des bénéfices des sociétés sains qui continuent de croître rapidement et des indicateurs économiques avancés qui continuent de signaler de la vigueur suggèrent que l'économie ne justifie plus une politique monétaire extrêmement accommodante. Il continue d'y avoir des préoccupations très légitimes que des hausses de taux trop rapides pourraient faire basculer l'économie dans une récession et dérailler la croissance mondiale. Par le passé, les cycles de resserrement de la Réserve fédérale se sont souvent avérés trop dynamiques, étant donné que l'impact d'une politique de resserrement prend longtemps avant de se manifester dans l'économie. À l'heure actuelle, nous sommes moins préoccupés par les évaluations, qui évoluent dans une fourchette normale par rapport aux bénéfices et aux flux de trésorerie, et plus préoccupés par la trajectoire future des bénéfices.

De notre point de vue, l'économie américaine reste robuste, soutenue par la réforme fiscale américaine et la décision du gouvernement des États-Unis d'accumuler d'importants déficits. Dans ce contexte, les sociétés cycliques et fortement endettées ont tendance à surperformer, car elles connaissent une très grande accélération de la croissance de leur chiffre d'affaires. Ainsi, on peut souvent observer un changement du sentiment des investisseurs qui délaissent les entreprises stables au profit des sociétés plus cycliques – un passage de la croissance vers l'investissement axé sur la valeur. Par le passé, ce changement a eu tendance à être d'assez courte durée, car l'accélération de la croissance économique est accompagnée d'une accélération du resserrement par la banque centrale. Ce resserrement finit par créer un ralentissement de la croissance, un environnement dans lequel notre style et nos sociétés ont tendance à offrir un rendement relatif solide.

Nous continuons de considérer que les États-Unis possèdent l'économie la plus solide structurellement. Le Canada l'a échappé belle pour ce qui est du commerce avec les États-Unis et ainsi, nos perspectives devraient s'améliorer. Le Canada peut maintenant bénéficier de la vigueur de l'économie américaine qui a été positive à long terme pour ce pays. Après 18 mois de négociation et de demandes pour des changements substantiels à l'ALENA, le tout s'est conclu sans changement important. Le secteur automobile a été sauvé, et il y a beaucoup de souplesse pour permettre au Canada de continuer à croître dans ce domaine si c'est ce que les sociétés décident de faire. Le Canada a accordé certaines concessions dans le secteur laitier qui permettent aux États-Unis d'obtenir un certain accès supplémentaire, mais le Canada continuera de maintenir le système de gestion de l'offre. Dans l'ensemble, il s'agit d'un non-événement, tout de même assez bon pour que le président Trump déclare victoire.

En raison de la dispute commerciale, nous avons évité les sociétés canadiennes dans des secteurs qui pourraient être touchés par des tarifs, dont l'automobile, le bois d'œuvre, l'acier, l'agriculture et les produits laitiers. Ainsi, le nouvel accord États-Unis-Mexique-Canada (AEUMC) a eu peu de répercussions directes sur nos portefeuilles.

Depuis que le président Trump a été élu, nous avons considéré que sa rhétorique anti-commerciale contre la Chine constituait un risque potentiel pour la croissance mondiale. Selon le président Trump, la Chine ne devrait pas s'attendre à ce que les États-Unis soient un important client tout en créant des règles commerciales inégales qui désavantagent les États-Unis. Tandis que les États-Unis cherchent à « moderniser » ses pactes commerciaux partout dans le monde, il semble que la stratégie du président Trump est d'isoler de plus en plus la Chine pour ce qui est du commerce mondial en limitant la capacité de leurs partenaires de tisser des liens avec la Chine. La pression sur le commerce, combinée aux taux d'intérêt en hausse aux États-Unis, crée certaines préoccupations dans les marchés émergents. Certains marchés émergents, comme la Turquie et l'Argentine, doivent affronter une crise « classique », car ces pays ont fortement emprunté en dollars américains lorsque les taux étaient faibles et sont maintenant aux prises avec des coûts d'emprunt plus élevés et un fardeau de la dette énorme. Même si nous ne prévoyons pas un risque de contagion, les pressions augmentent certainement.



Pendant le trimestre, nous nous sommes départis de Home Depot, Waters Corp. et Dassault, parce que les évaluations étaient à l'extrémité supérieure de ce que ces titres valent selon nos modèles. Nous avons aussi vendu notre position dans Metro en raison de préoccupations accrues qu'une croissance sans une augmentation de l'inflation alimentaire serait difficile à réaliser.

Nous avons ajouté une nouvelle position dans Techtronic, une société dont le cours de l'action a subi de la pression en raison de la dispute commerciale entre les États-Unis et la Chine. Pour des raisons historiques, Techtronic est inscrite à la bourse de Hong Kong, même si la vaste majorité des ventes de la société sont effectuées aux États-Unis. Techtronic est un joueur dominant dans le secteur des outils, et sa marque Ryobi est aujourd'hui le numéro un mondial des outils grand public (après avoir détrôné Black & Decker qui a dominé pendant des décennies) et la société se dirige rapidement vers la première position pour les outils professionnels grâce à la force de sa marque Milwaukee. Pour ce qui est du commerce de détail, Techtronic vend ses produits exclusivement par le biais de Home Depot en Amérique du Nord.

Il existe une tendance séculaire très évidente dans le marché des outils, soit la transition des outils avec fil aux outils sans fil alimentés par pile. Du point de vue de l'investissement, ce qui est intéressant dans cette transition est qu'avec les outils à fil, les acheteurs d'outils sont agnostiques pour ce qui est de la marque, c'est-à-dire qu'ils achètent des outils de multiples marques. Pour les outils alimentés par pile, la pile est très coûteuse et les systèmes de pile de chaque marque d'outils sont incompatibles avec ceux de leurs concurrents, ce qui lie les utilisateurs à un seul système, et transforme le marché des outils en un modèle classique « rasoir-lame de rasoir ». Techtronic a identifié cette transition à ses débuts et a été en mesure d'en tirer profit remarquablement bien en investissant dans les capacités de génie logiciel pour obtenir un rendement de la pile nettement supérieur à celui de ses concurrents, tout en entourant simultanément sa pile de base d'une importante plateforme de différents outils hautement novateurs. Nous croyons que Techtronic continuera de bénéficier de l'amélioration continue du prix et du rendement des piles qui alimentent le passage aux véhicules électriques. Cependant, contrairement au marché des véhicules électriques qui devient extrêmement compétitif, le marché des outils est un oligopole étroit et a même tendance à se diriger vers un duopole. Nous croyons que Techtronic est une société avec une croissance interne d'environ 10 % et, en raison de la pression récente sur les actions de la société d'outils causée par le différend commercial entre les États-Unis et la Chine (toutes les sociétés d'outils se procurent leurs composants en Chine), nous avons ajouté une position avec un rabais par rapport à notre estimation de la juste valeur.

Au cours du trimestre, Dollarama a fortement nuí au rendement, car la société a déclaré des ventes pour les mêmes magasins qui n'ont pas satisfait les attentes du marché, même si la croissance des bénéfices a été conforme à nos attentes. Depuis de nombreuses années, nous discutons avec la direction de la façon dont elle a été en mesure de faire croître les bénéfices de façon constante tout au long du cycle économique. Il s'agit d'une approche multidimensionnelle : lancement d'articles à prix plus élevés tous les trois ou quatre ans, ouvertures constantes de nouveaux magasins, renouvellement de 25 à 30 % de la gamme de produits tous les ans pour rester pertinents, introduction d'autres modes de paiement comme les cartes de crédit et de débit et hausses de prix. Pour ce qui est de ces hausses de prix, la stratégie de Dollarama est d'effectuer une ingénierie inverse des prix en fonction des coûts, des devises et de la proposition de valeur relative – le tout pour obtenir les objectifs de marges souhaités. Même si la société a subi des pressions sur les coûts en raison de la hausse du salaire minimum, des tarifs de représailles canadiennes sur les biens américains et d'une hausse des coûts de transport, la déflation que la Chine connaît actuellement a permis de compenser ces coûts, ce que nous estimons être largement une fonction de la dispute commerciale entre la Chine et les États-Unis. En résultat, la direction a jugé approprié de ne pas effectuer de majoration des prix pour accroître davantage sa proposition de valeur, tout en conservant ses objectifs de marges souhaités. Même si nous n'en avons jamais discuté implicitement, nous supposons que les majorations de prix permettent d'accroître les ventes pour les mêmes magasins d'environ 2 %, alors leur inclusion aurait entraîné la croissance des ventes comparables dans une plage de 4 à 5 % par rapport à 2,5 % que la société a déclarés et qui ont déçu la plupart des investisseurs. Nous savons que le chiffre de ventes plus faible ne constitue pas une indication d'une part de marché en baisse ni d'un modèle opérationnel qui ne fonctionne plus. De fait, la direction a indiqué qu'elle serait « déçue de ne pas pouvoir obtenir une croissance des ventes pour les mêmes magasins de 4 à 5 % à long terme ».

Au moment d'écrire ces lignes, les marchés partout dans le monde subissaient des ventes massives. La première vague de ventes massives semble être liée à la hausse du rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans, mais de façon semblable à la chute abrupte en février de cette année, les reculs qui ont suivi semblent avoir été entraînés par les ventes provenant de différentes stratégies quantitatives. Avec des actifs totaux estimés de 1,5 billion de \$ US, même des ajustements relativement petits de la part de ces stratégies peuvent rapidement submerger les marchés des valeurs en espèces et promptement entraîner les actions à la baisse. Alors que les actions ont reculé sous les « niveaux de déclenchement », ces stratégies sont allées de l'avant et ont créé des pertes

supplémentaires.

Il existe une tendance à vouloir créer des histoires pendant un événement important du marché, et nous en avons connu un nombre assez important au cours des quelques derniers jours pour expliquer les ventes massives. Parmi ces événements, mentionnons la guerre commerciale, le dérapage de l'inflation, la récession imminente, les évaluations excessives, le poids écrasant de la dette mondiale et la spéculation endémique. Dans un monde où les volumes de négociation à court terme sont dominés par les ordinateurs, nous visons à mettre l'accent simplement sur les données fondamentales des sociétés et de l'économie. L'économie mondiale continue de croître, avec une vigueur particulière aux États-Unis. Les évaluations axées sur les flux de trésorerie et les bénéfices restent dans les fourchettes normales. Les indicateurs avancés suggèrent que la croissance devrait se poursuivre. Comme toujours, nous concentrons la plus grande partie de notre temps à repérer les sociétés qui, selon nous, sont les meilleures au monde. Voici ce que vous ne devez pas oublier. Nous détenons un groupe de sociétés qui ne sont pas fortement cycliques, des sociétés qui génèrent des flux de trésorerie libres élevés, ce qui signifie qu'elles sont en position financière très solide. Nous avons en particulier choisi ces sociétés parce qu'elles sont uniques, relativement résilientes et dirigées par les meilleures équipes de direction de leur secteur. Une des raisons pour lesquelles nous estimons que ces sociétés sont des leaders dans leur secteur respectif est parce que nous avons étudié leur rendement en périodes de ralentissement économique et elles ont produit de meilleurs résultats que les sociétés semblables. Nous avons déjà été dans cette situation à de nombreuses reprises et espérons que vous continuerez à partager notre appréciation pour la philosophie et le processus qui ont fonctionné pendant plus de trois décennies d'investissement.

ÉQUIPE DE GESTION DU PORTEFEUILLE :

Dina DeGeer, chef d'équipe, vice-présidente principale, gestionnaire de portefeuille, Gestion des placements, Placements Mackenzie

David Arpin, vice-président principal, gestionnaire de portefeuille, Gestion des placements, Placements Mackenzie

Shah Khan, gestionnaire de portefeuille en second, Gestion des placements, Placements Mackenzie

Hui Wang, gestionnaire de portefeuille en second, Gestion des placements, Placements Mackenzie

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 taux de rendement indiqués correspondent au rendement annuel composé historique total au 30 septembre 2018 et tiennent compte des variations de la valeur unitaire et du réinvestissement de toutes les distributions, exclusion faite des frais d'acquisition, frais de rachat, frais de distribution, autres frais accessoires ou impôts sur le revenu payables par tout investisseur et qui auraient réduit le rendement. Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement antérieur peut ne pas se reproduire.

Le rendement de l'indice ne tient pas compte de l'incidence des frais, commissions et charges payables par les investisseurs dans des produits de placement qui cherchent à reproduire un indice.

Ce document renferme des renseignements prospectifs fondés sur des prévisions d'événements futurs au 30 septembre 2018. Nous ne mettrons pas nécessairement à jour ces renseignements en fonction de changements parvenus 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.

Dans la mesure où le fonds a recours à une couverture de risque de change, le rendement est exprimé dans la devise du pays étranger et la couverture procurera au fonds des rendements qui correspondent approximativement à ceux obtenus par un investisseur à l'étranger qui effectue des placements dans sa devise locale.

Le 10 novembre 2006, le Fonds a fait l'acquisition de l'actif d'un autre fonds parrainé par Mackenzie dans le cadre d'une fusion considérée comme étant un changement important pour le Fonds. Par conséquent, le rendement du Fonds est présenté à compter de la date de la fusion plutôt qu'à compter de la date de son établissement, aux termes des lois sur les valeurs mobilières applicables.

Rendement du fonds et de l'indice en date du : 30 septembre 2018 (%)	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
--	------	-------	-------	--------

Fonds équilibré canadien de croissance Mackenzie – série F	9,9	10,0	12,7	8,2
Indice mixte (65% indice composé S&P/TSX Rendement total et 35% indice obligataire universel FTSE TMX Canada) (\$ CA)	4,4	6,9	6,3	5,8
Fonds canadien de croissance Mackenzie – série F	13,5	14,0	17,0	10,3
Indice mixte* (\$ CA)	10,7	11,6	11,4	8,9
Catégorie Mackenzie Croissance mondiale - série F	18,2	11,8	12,6	11,1
Indice MSCI Monde (\$CAN)	15,0	12,2	14,4	10,7
Catégorie Mackenzie Croissance américaine - série F	22,9	11,5	14,3	11,4
Indice S&P 500**	21,9	15,9	19,3	14,2

*L'indice de référence du Fonds canadien de croissance Mackenzie a été modifié en mars 2017, passant de l'indice composé S&P 500 à un indice mixte composé à 60 % de l'indice composé S&P/TSX, à 30 % de l'indice S&P 500 et à 10 % de l'indice MSCI EAEO (net) afin de mieux refléter la composition géographique moyenne à long terme du fonds. *L'indice de référence de la Catégorie Mackenzie Croissance américain a été modifié en mars 2017, passant de l'indice Russell 1000 Croissance à l'indice S&P 500 afin de mieux refléter la composition géographique moyenne à long terme du fonds.