

Tour d'horizon du marché, perspectives et stratégie

- En 2018, la performance des marchés mondiaux a été tumultueuse, dominée par de la volatilité au premier et au quatrième trimestres. L'année a débuté avec des préoccupations relatives aux tarifs de Trump sur les importations d'aluminium et d'acier, des tensions avec la Corée du Nord et des inquiétudes croissantes relatives au commerce entre la Chine et les États-Unis, ainsi que la crainte d'une erreur de politique par la Réserve fédérale. Le tout a culminé en une panique de sortie des actifs à risque pendant le quatrième trimestre.
- La disparition de l'appétit pour le risque et les ventes à perte à des fins fiscales dans les marchés au quatrième trimestre particulièrement de titres des fonds Cundill peut se comparer à tenter de submerger un ballon sous l'eau. Lorsque la pression retombe et les actions commencent de nouveau à tenir compte des données fondamentales, le ballon ressort de l'eau, comme l'a démontré la surperformance importante des fonds Cundill pendant les premières semaines de la nouvelle année, qui a permis de récupérer une bonne partie de la performance décevante du quatrième trimestre.
- Le quatrième trimestre a été caractérisé par les inquiétudes, la panique et la capitulation des investisseurs. La panique a engouffré de nombreux secteurs cycliques, dont l'énergie et les services financiers, qui sont surpondérés dans nos portefeuilles. La pression de vente a été aggravée par les ventes techniques et algorithmiques, ainsi que les ventes à découvert, particulièrement dans le secteur de l'énergie. Le tout s'est produit dans un contexte de préoccupations liées à la guerre commerciale, aux données économiques relativement faibles et à une inversion du segment de 2 à 5 ans de la courbe de rendements des obligations du gouvernement américain. Par conséquent, l'appétit pour le risque dans les marchés est disparu de façon soudaine et dramatique. Les actions à valeur fondamentale, qui se négocient à des rabais substantiels par rapport à leur valeur intrinsèque parce qu'elles ont tendance à être à différentes étapes d'amélioration opérationnelle, de réduction du levier financier, de redressement ou de restructuration d'entreprise, ont été abandonnées sans discernement par le marché, car l'appétit du marché pour le risque a frappé par de la turbulence.
- Dans un tel scénario, les actions que détient l'équipe Mackenzie Cundill n'ont pas obtenu de bons résultats à court terme, car les « nouvelles notations » exigent temps et exécution. Au moment d'écrire le présent commentaire, nous avons assez de recul pour pouvoir étudier la situation et constater que les ventes massives ont été exagérées, car les fonds Cundill ont récupéré leur rendement absolu et relatif au début de janvier.
- La croissance de pays comme la Chine, l'Allemagne et l'Italie a ralenti récemment. Pour ce qui est de la Chine, l'économie devient de plus en plus centrée sur les consommateurs et les dépenses de consommation connaissent toujours une croissance d'un peu moins de dix pour cent. Le gouvernement chinois envisage actuellement des mesures de stimulation budgétaire, dont des baisses d'impôt, pour contrecarrer la faiblesse dans l'économie liée à la guerre commerciale. De plus, la banque centrale réduit le ratio des réserves obligatoires depuis le milieu de 2018 afin d'améliorer les conditions financières. En Allemagne, nous croyons que la faiblesse est surtout liée aux retards de production en usine causés par la procédure d'essai mondiale harmonisée pour les voitures particulières et les véhicules utilitaires légers. Les exigences de cette procédure ont nettement retardé la production d'automobiles, mais le problème est temporaire. Lorsque les procédures de test auront rattrapé leur retard, la production de véhicules devrait se normaliser. Pour ce qui est de l'Italie, le gouvernement nouvellement élu a finalement conclu une entente budgétaire avec Bruxelles pour éviter les sanctions de l'Union européenne après une dispute de plusieurs mois.
- Au Royaume-Uni, au moment d'écrire ces lignes, le Parlement a rejeté l'entente Brexit négociée par Theresa May. Toutefois, Theresa May a survécu à une motion de censure et conserve son poste de première ministre. À ce stade, madame May pourrait tenter de modifier légèrement l'entente pour la faire approuver ultérieurement, elle ou son parlement pourraient demander une prolongation de l'Article 50 au-delà de la date limite initiale du 29 mars, annuler l'Article 50 ou même organiser un deuxième référendum. Toutefois, le risque d'un Brexit sans entente est très faible, car une telle situation ferait du tort tant à l'Union européenne qu'au Royaume-Uni. Nos portefeuilles comptent de petites expositions à la livre sterling. De plus, nos titres britanniques sont des sociétés mondiales avec d'importantes activités à l'extérieur de leur pays d'origine.

Point de vue de Cundill

- Nous estimons que le quatrième trimestre a constitué un retard temporaire et que les marchés surmonteront les craintes de 2018, causées principalement par deux préoccupations majeures : 1) une hausse de taux trop rapide par la Réserve fédérale américaine, et 2) la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis et les tarifs, comme le montre le comportement positif du marché pendant

la première semaine de janvier 2019 après que le président de la Fed Jerome Powell a convaincu le marché que la Fed serait prudente pour ce qui est des hausses de taux futures.

- Selon nous, même si la croissance mondiale ralentit, il n'y a aucun signe de récession à l'horizon. Les données de l'emploi et les gains de salaire indiquent des consommateurs et un marché de l'emploi toujours sains. Les parties de la courbe de rendement qui constituent des indicateurs pertinents sont toujours accentuées vers le haut et n'indiquent pas une récession imminente. La Réserve fédérale américaine a indiqué qu'elle prête attention aux signaux en provenance des marchés boursiers. Nous pensons qu'il est peu probable que la Fed augmente les taux aveuglément en raison de la possibilité d'entraîner une récession dans un avenir prévisible.
- En résumé, nous croyons que le quatrième trimestre a réussi à aviver les craintes de croissance mondiale. Avec l'augmentation des coûts liés à la guerre commerciale pour les deux parties, nous pensons que les États-Unis et la Chine seront incités à conclure une entente où les deux pays pourront revendiquer la victoire et accroître la confiance des sociétés et des consommateurs. Une telle entente devrait soutenir les marchés.

Catalyseurs pour 2019

1. Négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine – date limite du 1^{er} mars 2019
 - a. Selon nous, le scénario de référence est une résolution qui offrirait de la certitude au marché.
 - b. Un retard repoussera cette certitude à une date ultérieure et accroîtra la volatilité.
2. Énergie
 - a. OPEP : réduction de 1,2 million de barils d'équivalent pétrole
 - b. OPEC+ : rencontre du 1^{er} mars
 - c. Expiration des dérogations aux sanctions pour huit pays – début mai
3. Changement de sentiment
 - a. Autres baisses de taux et mesures de stimulation par le gouvernement chinois
 - b. Les marchés de l'emploi toujours solides et les bénéfiques dans le secteur bancaire écartent les craintes de récession.
 - c. Évaluations déprimées de nos titres en portefeuille obtenant de nouvelles notations pour tenir compte des données fondamentales sous-jacentes

Optimisme relativement aux services financiers et à l'énergie

- Dans les **services financiers**, après le recul de décembre, nos titres en portefeuille de grandes banques américaines se négocient à des valeurs comptables se rapprochant de niveaux de récession. Cependant, nous ne sommes même pas en récession, et nous ne nous dirigeons pas non plus vers une récession dans un avenir prévisible. Il y avait un grand fossé que nous pouvons seulement expliquer par la panique et les craintes. Nos banques sont en meilleure position financière qu'elles l'étaient avant la crise financière de 2008 avec des bilans qui sont en fait surcapitalisés, ce qui permet aux banques d'accroître les versements de dividendes et les rachats d'actions. Au moment d'écrire ces lignes, le marché semble s'être ressaisi. Depuis le début de l'année (au 16 janvier), les actions de Bank of America ont augmenté de 15,5 %, celles de Citigroup, de 19,5 %, de Goldman Sachs, de 18 % et de Wells Fargo, de 6,2 %.
- Au cours des quelques derniers jours, nos titres en portefeuille bancaires ont publié des bénéfices qui dépassaient nettement les attentes et effacé les craintes d'un effondrement imminent.
- Le bénéfice net du quatrième trimestre de Bank of America est en hausse de 40 % par rapport à l'an dernier. Le rendement des capitaux propres s'est accru de 380 points de base. L'efficacité s'est améliorée de 700 points de base. La qualité du crédit est stable. La société observe de bonnes indications de croissance continue aux États-Unis. En 2018, la société a redistribué aux actionnaires 25,5 milliards \$ en dividendes et en rachats d'actions.
- Les résultats de Citigroup montrent un momentum continu en 2018. Le bénéfice par action a augmenté de 25 % par rapport à 2017. La banque a redistribué 18,4 milliards \$ de capital à ses actionnaires et a acheté plus de 200 millions d'actions pendant l'année. Le rendement des immobilisations corporelles s'est amélioré de 286 points de base pour atteindre 10,9 %. La société estime que les données fondamentales sous-jacentes de l'économie sont solides.
- Le chiffre d'affaires et les bénéfices du quatrième trimestre de Goldman Sachs ont dépassé les estimations. Les économistes de la société continuent de s'attendre à une croissance de 3,5 % en 2019. Wells Fargo a déçu en raison d'une prolongation de la période

d'exploitation pour le plafond de ses actifs jusqu'à la fin de 2019. Par contre, sa qualité du crédit reste bonne et son ratio des fonds propres élevé. La société a redistribué 8,8 milliards \$ aux actionnaires par le biais de dividendes et de rachats d'actions au quatrième trimestre de 2018, ce qui est plus du double du montant redistribué aux actionnaires au quatrième trimestre de 2017.

- Nous nous attendons à ce que les banques américaines continuent de redistribuer des capitaux considérables aux actionnaires par le biais de dividendes et de rachats d'actions plus élevés. Surtout, leurs dépenses connaissent une réduction et un momentum positif peut être observé dans beaucoup de leurs secteurs d'activités, ce qui devrait améliorer leur levier d'exploitation à l'avenir. Leurs commentaires pendant la saison confirment notre point de vue selon lequel les données fondamentales de l'économie sont solides.
- Les actions de l'**énergie** ont reculé lorsque les prix du pétrole se sont effondrés passant de 75 \$ le baril pour le WTI en octobre 2018 à 45 \$ le 31 décembre, tandis que le Brent est passé de 85 \$ le baril à 50 \$ le 28 décembre, soit une baisse d'environ 40 % en trois mois. Pourquoi? Nous croyons que le président Trump a convaincu les Saoudiens d'injecter plus de pétrole dans le marché avec le compromis qu'il augmenterait les sanctions sur le pétrole iranien, limitant la production. Toutefois, Trump a accordé tellement de dérogations aux acheteurs de pétrole iranien que les marchés se sont ramassés avec une offre excédentaire à court terme. Le tout a accru les craintes liées à la croissance mondiale, mais n'est absolument pas corrélé avec notre point de vue relatif aux préoccupations de croissance. Nous croyons que cette offre excédentaire sera temporaire. L'OPEP a consenti à réduire sa production de 1,2 million de barils par jour, ce que le marché a reconnu, avec le WTI qui a grimpé à 52 \$ et le Brent à 61 \$ au 16 janvier. Nous avons évalué tous les titres de l'énergie en portefeuille, discuté avec la direction, les concurrents et les clients de ces sociétés à Oslo, à Houston et au Brésil. Ils ont tous indiqué que leurs affaires semblent bonnes en 2019, peut-être meilleures qu'en 2018, ce dont les cours des actions ne tiennent absolument pas compte. Avec la croissance de la demande mondiale de pétrole brut en 2019 estimée par la plupart des analystes à environ 1,2 -1,4 million de barils par jour, l'entente avec l'OPEP+ réduit nettement la possibilité d'une offre excédentaire dans les marchés au premier semestre de 2019. Nous nous attendons à ce que l'offre et la demande soient généralement équilibrées pendant l'année, une amélioration par rapport à 2018. Les dérogations accordées à huit pays (Chine, Inde, Grèce, Italie, Taiwan, Japon, Turquie et Corée du Sud) ne sont pas perpétuelles et devraient prendre fin au début de mai 2019. L'offre de schiste en provenance des États-Unis est solide actuellement, mais à moyen et à long termes, ces actifs ont une durée de vie courte et exigent des investissements continus pour être maintenus, et leurs rendements devraient être décroissants au cours des quelques prochaines années. Après nos recherches et nos discussions avec la direction des sociétés, nous pensons que les services énergétiques au large des côtes connaissent un redressement graduel avec une meilleure utilisation et plus de contrats. Une fois de plus, les cours de ces actions, qui ont diminué et non augmenté, ne tiennent pas compte de ces améliorations.
- Pour ce qui est du Canada, le 3 décembre dernier, le gouvernement albertain a fait l'annonce d'une réduction obligatoire de la production de pétrole brut et de bitume. Depuis ce temps, la réaction du pétrole brut de référence Western Canadian Select (WCS) a été spectaculaire. Le WCS est passé de nettement sous la barre de 20 \$ à environ 43 \$ au moment d'écrire ces lignes. Nous croyons que les réductions de pétrole en Alberta récemment annoncées ont nettement réduit le risque dans l'espace du pétrole et du gaz.
 - Le gouvernement estime que l'Alberta produit 190 000 barils par jour de plus qu'elle peut exporter (pipeline et rail); la réduction initiale est de 325 000 barils par jour pour atteindre un objectif de normalisation des stocks en réservoirs dans la province (environ 35 millions de barils entreposés);
 - Les réductions obligatoires pour le secteur devraient être de 8,7 % (en janvier) pour les opérateurs dans la production de pétrole et de bitume supérieure à 10 000 de barils par jour (excluant le condensat).

ÉQUIPE DE GESTION DU PORTEFEUILLE :

Richard Wong, vice-président principal, gestionnaire de portefeuille, gestion des Placements, Placements Mackenzie

Jonathan Norwood, vice-président principal, gestionnaire de portefeuille, 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 31 décembre 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 31 décembre 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.

Rendement du fonds et de l'indice en date du : 31 décembre 2018	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
Fonds de valeur Mackenzie Cundill, série F	-17,9 %	0,0 %	0,1 %	5,6 %
Indice MSCI Monde Rendement total (net \$ CA)	-0,9 %	5,8 %	9,9 %	10,9 %
Fonds canadien sécurité Mackenzie Cundill, série F	-14,5 %	1,8 %	0,7 %	8,5 %
60 % indice composé S&P/TSX, 30 % indice S&P 500 et 10 % indice MSCI EAEO (net)	-12,4 %	7,3 %	2,0 %	8,7 %
Catégorie Mackenzie Cundill Américain, série F	-23,3 %	-9,0 %	3,4 %	10,8 %
Indice S&P 500 (\$ CA)	3,8 %	8,8 %	14,1 %	14,4 %
Fonds canadien sécurité Mackenzie Cundill, série F	-8,9 %	2,8 %	1,4 %	7,2 %
Indice mixte (62,5 % indice composé S&P/TSX Rendement total et 37,5 % indice obligataire universel FTSE TMX Canada)	-5,0 %	4,7 %	4,0 %	6,7 %

*Indice mixte : 60 % indice composé S&P/TSX, 30 % indice S&P 500 et 10 % indice MSCI EAEO