

Sommaire du rendement

- Pour le quatrième trimestre 2020, le Fonds a affiché un rendement de 8,0 %, comparativement à 5,9 % pour l'indice mixte composé à 62,5 % de l'indice composé S&P/TSX rendement total et à 37,5 % de l'indice obligataire universel FTSE Canada.
- Le Fonds a connu un bon trimestre en raison de l'amélioration du sentiment économique partout dans le monde après l'annonce à propos des vaccins en novembre.

Facteurs ayant contribué au rendement

- La sélection de titres dans le secteur des services financiers, suivi des matériaux et de la consommation discrétionnaire a favorisé le rendement.
- La sélection des titres aux États-Unis et au Canada a aussi contribué au rendement.
- **Brookfield Asset Management (BAM)** a vu sa valorisation augmenter au quatrième trimestre en raison de l'amélioration des perspectives de l'économie mondiale et ses actifs ont enregistré des nouvelles positives concernant le développement de vaccins en novembre. BAM est propriétaire et gestionnaire d'actifs immobiliers mondiaux de grande qualité, qui sont souvent des actifs irremplaçables sur les marchés à forte barrière à l'entrée et sont essentiels à la croissance économique d'une région. En plus d'investir dans des actifs réels tels que des infrastructures, des installations électriques et des biens immobiliers, la société est également un investisseur dominant dans le monde du capital-investissement. Historiquement, la direction a investi de manière anticyclique : elle a tendance à acheter lorsque les prix sont bas et à vendre lorsque les prix sont élevés. Ils ont eu des montants importants de capitaux arrivant dans la pandémie et sont positionnés pour déployer des capitaux à des valorisations attractives actuellement. Nous pensons que la demande institutionnelle d'investissements dans l'espace alternatif continuera à croître et que Brookfield sera perçu comme un partenaire clé pour co-investir et gérer les investissements dans cet espace. La valorisation de BAM est encore déprimée actuellement. Nous pensons qu'à long terme, la capacité de la société à générer des honoraires dans l'espace alternatif rend les actions attrayantes aujourd'hui.
- **Citigroup** a connu une nette réévaluation au quatrième trimestre, car les développements positifs liés aux vaccins ont permis au marché de regarder au-delà de la pandémie pour se concentrer sur la reprise économique et un certain niveau de normalisation de la vie sociale. Pendant une reprise économique, nous nous attendons à ce que Citigroup soit en mesure d'annuler les provisions pour créances irrécouvrables et de générer une croissance positive des prêts à de meilleures marges d'intérêt. La position de capital de la société est solide ; elle a passé avec succès les tests de stress de la Fed au cours de chacune des dernières années. Nous croyons que les actions sont sous-évaluées à un cours/valeur compte de 0,72 fois et un ratio cours/bénéfices estimés de 9,8 fois, tout en versant un dividende de 3,3 %.
- **Samsung** a continué de produire de bons résultats. La DRAM est un moteur important de notre thèse d'investissement dans Samsung. L'offre de DRAM est contrôlée par trois joueurs au niveau mondial, soit Samsung, Micron et SK Hynik. Selon nos recherches, tous les joueurs font maintenant preuve de rigueur pour ce qui est de l'approvisionnement et des dépenses d'immobilisation, ce qui devrait entraîner une amélioration des conditions du marché de la DRAM et de la rentabilité de l'industrie tout au long de l'année 2021. Nous pensons que le marché sera sous-approvisionné en 2021, car les ajouts de capacité ont été limités, tandis que la demande continue de croître en raison des ordinateurs personnels, des cartes graphiques, de l'infrastructure en nuage et des téléphones intelligents 5 G. Nous continuons de croire que Samsung est largement sous-évalué, particulièrement en raison de son bilan solide (avec une importante position de trésorerie nette).
- **DXC** est l'une des plus grandes sociétés de technologie de l'information au monde, avec un chiffre d'affaires annuel de 17 milliards de dollars. Environ 65 % de son chiffre d'affaires est récurrent et provient de contrats à long terme. La société subit actuellement une transformation majeure sous la nouvelle direction de Mike Salvino. Dans le passé, DSX a sous-investi dans ses équipes de vente et de livraison, ce qui a eu un impact négatif sur les relations avec les clients. De plus, la société a signé des contrats qui n'étaient pas rentables. La nouvelle direction se concentre sur la renégociation de ces contrats et a mis en place des initiatives pour améliorer la satisfaction de la clientèle. Ainsi, la perception de DXC par ses clients s'est nettement améliorée, comme le montrent les enquêtes menées par des tiers et la stabilisation séquentielle des ventes. Nous nous attendons à ce que ces initiatives fassent passer la marge d'exploitation de 5 à 9 %, grâce à l'amélioration des modalités des contrats et à l'utilisation accrue de centres de livraison à faibles coûts. Nous nous attendons à une amélioration continue de la marge à plus de 9 %, car les concurrents de DXC réalisent des marges de l'ordre d'environ 15 %. Actuellement, l'action est nettement sous-évaluée et se négocie à un cours de 8,5 fois les bénéfices de l'exercice financier de mars 2022.

Facteurs ayant nui au rendement

- Pour ce qui est des secteurs, la sélection de titres dans les produits industriels a le plus nui au rendement, suivi des soins de la santé.
- Sur le plan géographique, la sélection de titres en Allemagne a le plus entravé le rendement, suivi de la sélection de titres en France.
- Au cours du quatrième trimestre, **SAP** a annoncé son intention d'augmenter ses investissements et d'accélérer sa transition vers le nuage. Ainsi, SAP a procédé à d'importantes révisions à la baisse de ses marges cibles à moyen terme. De plus, SAP s'attendait à une croissance modérée et à une stagnation des bénéfices d'exploitation jusqu'en 2022, car la transition vers le nuage est coûteuse et ne devrait pas améliorer les ventes au cours des prochaines années. Cette évolution est contraire à notre thèse d'investissement originale pour SAP et nous pensons qu'il n'y a pas de catalyseurs positifs à court ou à moyen terme pour faire monter la valeur du titre. Comme nous en discuterons plus loin, nous avons décidé de nous départir de cette position.

Activité au sein du portefeuille

- Nous avons ajouté une nouvelle position dans **CarMax** (KMX). CarMax est le plus grand groupe de concessionnaires de voitures d'occasion aux États-Unis. La société compte plus de 200 emplacements commerciaux et a vendu plus de 800 000 véhicules dans ses points de vente de détail l'an dernier. CarMax possède aussi CarMax Auto Finance (CAF) pour ses activités de prêts. La marque est forte aux États-Unis en raison de ses prix faibles, sans négociation, de son service à la clientèle de qualité supérieure et de son inspection en 125 points « CarMax Quality Certified ». La part de marché de CarMax est encore très faible aux États-Unis, ce qui donne à la société une occasion d'augmenter le nombre de ses emplacements ainsi que les ventes de ses magasins à mesure que ces emplacements arrivent à maturité. CarMax investit aussi fortement dans ses capacités omnicanal pour l'ensemble de ses emplacements. Les clients peuvent également effectuer tout le processus en ligne : consultation des stocks, achat, financement, évaluation des véhicules pour les échanges et formalités administratives. Dans l'ensemble, nous estimons que CarMax se négocie au rabais par rapport à sa valeur intrinsèque étant donné sa marque solide, ses occasions de croissance et son expansion dans la vente en ligne.
- Nous avons vendu notre position dans **Alphabet** au quatrième trimestre 2020, car le cours de l'action se rapprochait de notre estimation de la juste valeur. Même si l'entreprise a un fort potentiel de croissance, nous sommes préoccupés par la possibilité de difficultés réglementaires. La société dispose d'une part de marché semblable à un monopole dans des catégories de produits comme la recherche, et le département de la Justice enquête sur les pratiques anticoncurrentielles employées par Google pour accroître cette part de marché. De plus, l'Union européenne compte imposer des taxes numériques aux grandes entreprises technologiques comme Google, ce qui pourrait avoir un impact sur la rentabilité à long terme de l'entreprise.
- Nous avons également vendu notre position dans **SAP** au quatrième trimestre de 2020, car la société entre dans une période de transition pendant laquelle elle entend accélérer ses investissements dans les produits d'informatique en nuage et faire passer son produit ERP de base à un modèle par abonnement. Nous croyons que les marges et les recettes de SAP seront sous pression pendant cette période. De plus, la société pourrait perdre des parts de marché pendant la transition, parce que ses concurrents comme Oracle ont déjà bâti leur gamme de produits en nuage. Ainsi, nous avons décidé de nous départir du titre, parce que l'évaluation ne tient pas compte des difficultés que la société devra affronter jusqu'en 2023.

Revue des marchés, perspectives et stratégie

- Au cours de l'été, nous avons suivi les annonces à propos du développement des vaccins et avons déterminé qu'il y avait une forte probabilité de nouvelles positives à l'automne. Parallèlement, l'évaluation et les cours de nombreux titres cycliques ont reculé près de leurs niveaux les plus bas de 2020.
- Ainsi, en octobre, nous avons commencé à augmenter notre exposition aux entreprises cycliques, en raison des évaluations extrêmement faibles et de la probabilité que des nouvelles positives liées aux vaccins et au budget entraînent des hausses des prix.
- Nous croyons que les antécédents historiques ont démontré que les cours des actions de valeur devancent une reprise économique. Nous estimons que nous sommes aux premières étapes d'une reprise et d'un nouveau cycle d'investissement.
- Le développement, la distribution et l'administration des vaccins montrent la lumière au bout du tunnel pour cette pandémie. Nous pouvons imaginer un certain retour à la normale en 2021 et en 2022.

- Des actions de croissance à multiples élevés, particulièrement des actions technologiques, qui ont bénéficié du travail à domicile et des confinements, sont extrêmement chères selon nous, et pourraient faire l'objet de comparaisons de ventes difficiles au cours de la deuxième moitié de 2021 et en 2022.
- Pendant ce temps, nous pensons que les actions de valeur déprimées devraient avoir un important potentiel de hausse, alors que le monde se remet de la pandémie.
- Les rendements des obligations à long terme se sont relevés de leurs nouveaux planchers historiques cette année et les courbes de rendement s'accroissent — les deux sont historiquement corrélés à une surperformance de la valeur.
- L'élection de deux démocrates au Sénat américain augmente la possibilité de voir des mesures de relance budgétaire supplémentaires adoptées cette année, ce qui pourrait améliorer encore les conditions économiques et accroître les attentes d'inflation, deux éléments qui devraient favoriser les actions de valeur cycliques.
- À la fin du trimestre, nous avons reçu des assurances de la Banque du Canada qui a déclaré que ses perspectives pour le Canada étaient « plus solides et plus sûres » que dans sa projection d'octobre. La banque centrale prévoit une croissance du PIB canadien de 4 % en 2021 et de près de 5 % en 2022. Nous pensons que les valeurs cycliques ont également une forte tendance à la hausse au Canada.
- **Équipe des placements à revenu fixe :** Pour ce qui est de nos perspectives pour le premier trimestre et par la suite, d'un point de vue macroéconomique, les éléments clés seront l'adoption et les taux d'efficacité des vaccins. Manifestement, le président élu Biden croit pouvoir faire un meilleur travail de distribution que l'administration Trump, mais le gros du travail incombe aux responsables des États et des collectivités. Avec l'augmentation des confinements à la fin de 2020 et au début de 2021, nous croyons que les économies américaine, canadienne et mondiale connaîtront une période difficile.
- Par conséquent, nous croyons que la situation budgétaire devrait être un plus important moteur thématique pour le premier semestre de 2021 qu'elle ne l'a été en 2020 — ce qui pourrait détourner une partie de l'attention de la Fed et d'autres banques centrales en cours de route, particulièrement avec les États-Unis agissant comme principal moteur. M. Biden doit faire un choix au cours des semaines à venir à propos de la façon d'aller de l'avant. Il peut soit tenter de promulguer une législation fiscale bipartite — ce qui nécessiterait l'accord d'au moins 10 républicains au Sénat — et serait conforme à son message de réunification de l'électorat fracturé, soit il peut décider d'aller de l'avant seul, en utilisant probablement le processus de réconciliation pour tenter de faire avancer les choses au Congrès. La taille du train des mesures budgétaires compte pour les marchés, en particulier pour les titres à revenu fixe et le dollar américain, et une approche plus bipartisane signifierait probablement des montants nominaux plus faibles étant donné que la plupart des républicains, particulièrement au Sénat, ne souhaitent pas accroître beaucoup plus la dette nationale et le déficit qui ont explosé sous la présidence de Donald Trump.
- Nous croyons que la taille du train de mesures budgétaires aura un impact sur la courbe. Le tout, par le biais de nouvelles émissions possibles par le Trésor, si la courbe se déplace vers le haut en raison d'une augmentation des émissions, la Fed pourra devoir gérer le rythme de l'augmentation de la courbe, particulièrement pour les échéances de 7 à 10 ans et plus. Pour l'instant, nous pensons que Biden adoptera une approche bipartisane avec, toutes choses égales par ailleurs, des montants nominaux de relance plus faibles, que les échéances à plus long terme de la courbe se comporteront bien et que la Fed sera toujours réticente à prolonger la durée de ses achats d'assouplissement quantitatif. Cependant, le tout pourrait changer rapidement d'ici la réunion du FOMC de mars, en fonction des divisions au Congrès après les élections et des événements du 6 janvier. Un « tamper tantrum » semble peu probable pour l'instant, le vice-président de la Fed, Richard Clarida, ayant récemment suggéré que la Fed poursuivrait son programme d'assouplissement quantitatif de 120 milliards par mois tout au long de 2021.
- Pour ce qui est des rendements, les points morts (attentes d'inflation) ont jusqu'à très récemment fait le gros du travail, avec une hausse d'environ 35 points de base pour les titres à 10 ans pendant le quatrième trimestre seulement et plus que leurs équivalents nominaux. Mais maintenant, avec des points morts à 10 ans légèrement inférieurs à 2,10 %, le sentiment qui se dégage dans le marché est qu'avec Biden sur le point d'annoncer des mesures de stimulation supplémentaires et avec une probabilité assez bonne qu'elles soient adoptées, il est peu probable que les taux points morts augmentent en raison des faibles attentes d'inflation et les taux nominaux doivent maintenant combler le vide. Il s'agit en partie de la raison pour laquelle nous avons observé une augmentation des rendements nominaux depuis le début de l'année.
- L'implication que les taux réels (nominaux moins point mort d'inflation) ont atteint un plancher pourrait avoir un impact profond sur de nombreuses catégories d'actif, particulièrement pour ce qui est des transactions sur devises, surtout en dollars américains. L'une des raisons pour lesquelles nous avons plaidé en faveur d'une proposition de « vente pendant les hausses » du dollar américain était parce que nous pensions que la Fed ne ferait pas obstacle à la dépréciation du dollar, en plafonnant les rendements nominaux. Cependant, si la Fed se montre plus laxiste face à la hausse des rendements nominaux à court terme et adopte une approche de laisser-faire, il est possible que les taux réels aient atteint un plancher — du moins à court terme

— et si c'est le cas, il est difficile de préconiser une proposition de vente pendant les hausses dans ce type d'environnement macroéconomique. Étant donné que les échanges à découvert du dollar américain sont très populaires, il est possible que le dollar américain connaisse une remontée tactique au premier trimestre, grâce en partie à la hausse des taux réels et à l'alignement par le marché de sa position à découvert importante. Bien sûr, le rythme de la hausse des taux est important pour la Fed, mais en l'absence d'une forte hausse, nous voyons la Fed s'intéresser davantage à la gestion verbale de la courbe une fois (le cas échéant) que les taux nominaux à 10 ans auront franchi la fourchette de 1,25 à 1,50 %. Entre-temps, la courbe devrait continuer de s'accroître, car l'extrémité à court terme devrait rester ancrée dans un avenir prévisible, alors que la Fed tente d'obtenir une première réussite pour son programme de cible d'inflation moyenne (Average Inflation Targeting) ce qui, dans l'environnement économique actuel, pourrait prendre encore des années.

ÉQUIPE DE GESTION DU PORTEFEUILLE :

Actions : Richard Wong, vice-président principal, Gestion des placements, Placements Mackenzie

Titres à revenu fixe : Steve Locke, vice-président principal, Gestion des placements, Placements Mackenzie

Répartition de l'actif : Nelson Arruda, vice-président principal, 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 2020 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 pourrait renfermer des renseignements prospectifs qui décrivent nos attentes actuelles ou nos prédictions pour l'avenir ou celles de tiers. Les renseignements prospectifs sont, de par leur nature, assujettis, entre autres, à des risques, incertitudes et hypothèses qui peuvent modifier de façon importante les résultats réels qui ont été énoncés aux présentes. Ces risques, incertitudes et hypothèses comprennent, mais sans s'y limiter, les conditions générales économiques, politiques et des marchés, les taux d'intérêt et de change, la volatilité des marchés boursiers et financiers, la concurrence commerciale, les changements technologiques, les changements sur le plan de la réglementation gouvernementale, les changements au chapitre des lois fiscales, les poursuites judiciaires ou réglementaires inattendues et les catastrophes. Veuillez soigneusement prendre en compte ces facteurs et d'autres facteurs et ne pas accorder une confiance exagérée en ces renseignements prospectifs. Tout renseignement prospectif contenu aux présentes n'est valable qu'au 31 décembre 2020. Le lecteur ne doit pas s'attendre à ce que ces renseignements soient mis à jour, complétés ou révisés en raison de nouveaux renseignements, de nouvelles circonstances, d'événements futurs ou autre.

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 de référence en date du : 31 décembre 2020	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
Fonds canadien équilibré Mackenzie Cundill – Série F	-2,3 %	-0,4 %	3,3 %	4,5 %
Indice mixte (62,5 % : indice composé S&P/TSX Rendement total; 37,5 % : indice obligataire universel FTSE Canada)	7,4 %	6,0 %	7,6 %	5,5 %