

Au cours des douze derniers mois, les marchés boursiers et obligataires mondiaux ont connu d'importantes fluctuations. Il y a un an, au milieu des projections de raffermissement de la croissance économique entraînées par les baisses d'impôt de Trump, les marchés boursiers ont fortement progressé et les rendements obligataires ont commencé à augmenter. Le commentaire de la Réserve fédérale est devenu plus sévère car son président, M. Powell, a suggéré que la forte croissance économique prévue pourrait se heurter à des hausses de taux d'intérêt plus rapides et importantes. Les marchés boursiers ont rapidement reculé, les principaux marchés développés perdant au final près de 20 %. Cela a logiquement engendré de nouvelles prévisions économiques, et les prévisionnistes ont commencé à parler d'une récession mondiale imminente. Face à une morosité croissante, les marchés boursiers ont renversé la vapeur et connu un des meilleurs premiers trimestres de l'histoire ainsi qu'une avance plus timide au deuxième trimestre. Entre-temps, les rendements obligataires se sont effondrés, le rendement de l'obligation américaine à 10 ans reculant sous la barre de 2 %, et le discours des banques centrales est devenu plus conciliant, car celles-ci envisagent maintenant des baisses de taux plutôt que des hausses.

Selon nous, l'interaction entre les événements des marchés et les prévisions économiques au cours de la dernière année était très typique. Il pourrait sembler plutôt cynique de suggérer que les prévisions économiques nous renseignent bien davantage sur ce qui vient de se passer que ce qu'il est sur le point d'arriver, une abondance de preuves suggèrent que cette affirmation est généralement vraie. Ainsi, les prévisions n'occupent pas une place centrale dans notre processus d'investissement. De fait, nous visons plutôt le contraire. Nous cibons des secteurs et des sociétés pour lesquels le besoin de se fier à des prévisions est minimisé, en raison d'environnements concurrentiels stables, de cyclicité réduite et de l'absence d'importants changements structurels en cours. En dépit de notre réticence à nous fier aux prévisions, il existe des éléments très importants pour lesquels nous estimons que nous n'avons aucun choix – nous avons besoin de repères pour l'avenir. Nous abordons deux d'entre eux ci-dessous.

Le premier élément est le taux d'inflation et son impact sur les taux d'actualisation et les évaluations des actions. Il peut sembler s'agir d'un sujet quelque peu théorique, mais les hypothèses du marché influent sur les niveaux et les rendements globaux des marchés boursiers. L'environnement d'inflation des deux dernières décennies a été extrêmement faible, l'inflation ne dépassant généralement pas les 2 % dans les pays développés. Étant donné que les cours des obligations sont établis en fonction de l'inflation, les rendements obligataires ont reculé à des niveaux extrêmement faibles. Si nous allons de l'avant avec l'hypothèse que cet environnement persistera « pour toujours », il est essentiel de penser à ce que cela signifie en général pour les actifs à risque.

Selon nous, les taux d'inflation et les rendements obligataires plus faibles devraient finir par entraîner une révision des cours des actifs à risque jusqu'au point où ils offrent aussi des rendements futurs plus faibles, ce qui exige une hausse des prix actuels. Par exemple, si le rendement de dividende d'une action passe de 4 % à 3 %, cela entraîne une hausse du cours de l'action de 33 %. De même, une petite réduction du taux d'actualisation utilisé pour évaluer une société entraîne une augmentation importante du cours de l'action attendu. Il se peut que ce processus soit en cours dans l'immobilier résidentiel partout dans le monde. Avec les taux hypothécaires qui reculent aux niveaux les plus bas depuis une génération, les prix de l'immobilier résidentiel ont augmenté partout dans le monde, et le Canada n'y échappe évidemment pas. En général, les marchés ont connu un processus semblable, car les sociétés jugées fiables et durables ont enregistré des augmentations importantes de leurs évaluations. Dans un environnement de taux perpétuellement faibles, ces augmentations d'évaluations peuvent s'avérer durables, et ces évaluations pourraient continuer d'augmenter. Jusqu'à présent, les évaluations globales des actions ne semblent pas tenir entièrement compte du nouveau taux d'inflation « normal » et nous ne pouvons pas savoir si elles le feront. Si une révision complète des cours a lieu, les marchés boursiers pourraient continuer d'augmenter de façon étonnamment forte depuis les niveaux actuels, même en l'absence d'une croissance des bénéfices solide.

Le deuxième élément est la direction du cycle économique, qui a un impact très important sur la performance globale des marchés boursiers et le rendement relatif des secteurs et des titres individuels. Au cours d'un cycle économique, il est assez courant de connaître des mini ralentissements, pendant lesquels la croissance des bénéfices stagne et les marchés subissent une correction avant de rebondir. Les récessions, qui ressemblent au départ à des mini ralentissements, ont des répercussions nettement plus grandes, entraînant une baisse prolongée des bénéfices des sociétés et en général une baisse marquée des marchés boursiers.

Malheureusement, les économistes n'ont pas connu beaucoup de réussite dans la prévision des récessions. Même si chaque récession est anticipée de façon précise par un sous-ensemble d'observateurs, nous avons remarqué que beaucoup d'entre eux semblent prédire une récession tous les ans, ce qui fait en sorte qu'inévitablement, ils auront raison. De toute évidence, il ne s'agit pas d'un guide particulièrement utile pour ce qui est des placements.

D'après notre expérience, il existe certaines indications que le cycle économique arrive à maturité. Nous avons déjà amplement évoqué le fait qu'un recul significatif de l'immobilier résidentiel a tendance à entraîner les économies en récession. Les courbes de rendement inversées et les indicateurs économiques avancés se sont également avérés des avertissements précoces lors des cycles précédents. Finalement, les taux de chômage très faibles ont aussi eu tendance à précéder les récessions, car l'économie commence à exercer une pression sur les contraintes cycliques de croissance. Tous ces indicateurs suggèrent actuellement que nous nous rapprochons de la fin du cycle.

D'un point de vue pratique pour l'investissement, la principale ligne de défense contre un ralentissement est de se concentrer sur les sociétés qui sont nettement moins cycliques que la moyenne. Même si nous ciblons naturellement les sociétés qui connaissent une croissance régulière, au cours des deux dernières années, nous avons réduit ou éliminé les sociétés qui, selon nous, sont plus sensibles à l'environnement économique. À l'heure actuelle, nous estimons que nos fonds sont bien positionnés.

Pendant le trimestre, nous avons ajouté des positions dans Alcon et dans SAP.

Alcon est le chef de file mondial des soins oculaires. Même si la société a récemment effectué un retour dans les marchés publics, elle n'est pas nouvelle pour nous. Avant d'être acquise par le géant pharmaceutique suisse Novartis en 2011, la société était inscrite en bourse aux États-Unis.

Selon nous, Alcon possède tous les attributs que nous recherchons dans un investissement. La société existe depuis plus de 70 ans, et au fil du temps, elle a créé des actifs enviables, avec un vaste portefeuille de produits et une marque très respectée. De plus, à l'heure actuelle, nous estimons qu'elle dispose d'une marge considérable pour s'améliorer en raison de la mauvaise gestion de Novartis.

Au fil des ans, nous avons observé plusieurs acquisitions de grande envergure annoncées en grande pompe qui se sont écroulées. Selon nous, la combinaison de Novartis et d'Alcon s'inscrit dans cette catégorie. Novartis est une société pharmaceutique, et même si Alcon possède un portefeuille solide de médicaments liés aux soins oculaires, il s'agit essentiellement d'une société d'appareils médicaux. Ce sont là deux types de sociétés très différents. Les sociétés pharmaceutiques se concentrent sur la création de médicaments phares – des produits dont les recettes atteignent des milliards de dollars – et sur la défense de leur portefeuille à maturité contre les fabricants de médicaments génériques. Les sociétés d'appareils médicaux bien gérées, quant à elle, fonctionnent de façon nettement plus progressive. Elles cherchent à bâtir un pipeline de développement qui vise à produire régulièrement de nombreuses petites victoires et exercent leurs activités dans un environnement concurrentiel qui récompense la stabilité et la fiabilité.

Sous la direction de Novartis, Alcon a commencé à sous-investir dans le développement de nouveaux produits et les capacités de fabrication. La situation n'est pas particulièrement surprenante, car les hauts dirigeants de Novartis avaient le choix d'investir du capital dans de nouvelles molécules qui pourraient, en cas de réussite, produire des résultats qui transformeraient la société, ou d'investir dans Alcon pour ajouter une nouvelle ligne de fabrication permettant d'accroître ses capacités dans le domaine des lentilles de contact. Heureusement, avant que les dégâts soient trop importants, un changement de direction chez Novartis a entraîné une réévaluation du portefeuille de la société et la décision a été prise de filialiser les activités liées aux appareils d'Alcon, tout en retenant la composante pharmaceutique de la société.

Alcon a commencé à réinvestir en recherche et développement et à accroître ses capacités il y a plusieurs années, et le nouvel éventail de produits devrait graduellement entrer sur le marché au cours des quelques prochaines années. Ce changement, combiné aux travaux poursuivis dans la structure de coûts sous-jacente de la société, devrait favoriser la croissance interne et accroître les marges pendant les trois à cinq prochaines années. Le tout devrait se produire dans un contexte sectoriel très attrayant. Les soins oculaires sont en situation d'oligopole consolidé avec une poignée de protagonistes, le secteur n'est pas particulièrement sensible à l'économie et la population vieillissante ainsi que les avancées technologiques favorisent une croissance stable.

SAP, dont le siège social est situé en Allemagne, est une société mondiale de logiciels occupant une position dominante dans le domaine des systèmes de planification des ressources de l'entreprise (PRE). Il y a dix ans, nous estimons qu'il s'agissait d'une société de logiciels passant de l'étape de croissance à l'étape de maturité. En 2010, la société a nommé Bill McDermott, son dirigeant américain, au poste de co-chef de la direction, puis de chef de la direction en 2014, avec l'objectif de revitaliser l'entreprise.

Les systèmes PRE constituent des plateformes d'exploitation essentielles dans la plupart des grandes sociétés, car ils créent une charpente intégrée pour les ventes, la fabrication, la gestion des stocks, les finances et les ressources humaines. Ces systèmes sont reconnus comme étant chers et difficiles à installer, avec des installations qui peuvent prendre plusieurs années et des factures de centaines de millions de dollars. SAP bénéficie ainsi d'une barrière économique énorme, étant donné que se départir d'un système PRE et le remplacer peut créer de véritables cauchemars, sans aucune justification financière.

Le défi auquel SAP est confronté est que la plupart des grandes sociétés en ont déjà déployé un système PRE, ce qui produit d'excellents flux de revenus, mais une croissance très limitée. Pour SAP, la solution à ce défi a consisté à se placer en amont, dans les domaines de l'analyse et de la veille économique, en créant ou en faisant l'acquisition de nouveaux produits qui reposent sur sa plateforme PRE sous-jacente et permettent aux sociétés d'analyser et de comprendre la vaste quantité de données qui passent par leur système PRE.

De plus, SAP a grandement investi dans la mise à niveau de sa plateforme sous-jacente, passant d'une version sur site à une version en nuage appelée S4/HANA. Même si l'investissement était nécessaire pour permettre à SAP de poursuivre sa croissance, il a exercé de la pression sur les marges, au cours d'une période où les ventes avaient déjà commencé à ralentir.

La combinaison d'une croissance en ralentissement, de marges plus faibles et d'un déploiement de capital discutable (certaines acquisitions, particulièrement l'importante acquisition de Quartrics, ont semblé extrêmement chères), a entraîné des rendements boursiers décevants, meilleurs que l'ensemble du marché, mais relativement faibles comparativement aux importantes sociétés de logiciels américaines comparables.

Selon nous, la société a maintenant finalement tourné la page. Le déploiement mondial de S4/HANA a continué d'accélérer et les ventes de services en nuage représentent aujourd'hui plus de 20 % du chiffre d'affaires total. La société s'attend à ce que ses recettes provenant des services en nuage continuent de croître à un taux composé de plus de 30 %. La société a récemment attiré l'attention d'Elliott Management, un investisseur activiste, qui a contribué à assurer que la direction se concentre sur l'exécution, passant de l'étape d'investissement à l'étape de croissance et de nouvelle expansion des marges. Finalement, des discussions avec d'autres sociétés, en exploitation dans des domaines qui se chevauchent, ont aidé à confirmer que SAP est de retour en mode de croissance et d'exécution.

Perspectives

De manière générale, l'économie mondiale poursuit son expansion alors que l'inflation demeure bénigne. La croissance mondiale a continué de ralentir, la plupart des indicateurs économiques continuant de fléchir pendant le trimestre. Les taux d'intérêt partout dans le monde ont fortement reculé au cours des neuf derniers mois, le rendement de l'obligation à 10 ans des États-Unis passant de plus de 3 % à moins de 2 %. Nous craignons que les niveaux élevés de dette partout dans le monde continuent de rendre l'économie plus sensible aux taux d'intérêt que par le passé, ce qui pourrait continuer d'entraîner un taux de croissance plus faible du PIB mondial sur un cycle. De plus, les taux directeurs très faibles font en sorte qu'il est plus difficile de se remettre d'une récession, étant donné que le levier de stimulation normal de la Banque centrale de baisser les taux d'intérêt de 5 % ou plus en période de ralentissement ne constitue pas actuellement une option.

Comme toujours, nous continuons de détenir 30 à 35 sociétés chefs de file de leur créneau. Chaque placement devrait continuer à présenter une croissance supérieure à celle de ses pairs tout en offrant une rentabilité supérieure, une forte capacité à générer des liquidités et un bilan sain lui permettant de composer avec des conjonctures économiques difficiles. Nous avons investi pendant de nombreux cycles économiques et dans des contextes bien différents par le passé et continuons de croire que les sociétés avec ces caractéristiques, achetées à des prix raisonnables, offriront des résultats supérieurs avec le temps.

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, vice-président, gestionnaire de portefeuille, 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 juin 2019 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 passé ne donne pas forcément une indication du rendement futur.

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 juin 2019. Nous ne mettons 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.

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 juin 2019	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
Fonds équilibré canadien de croissance Mackenzie – série F	7,8 %	10,5 %	10,7 %	9,2 %
Indice mixte (65% indice composé S&P/TSX Rendement total et 35% indice obligataire universel FTSE Canada (\$ CA))	5,3 %	6,5 %	4,5 %	6,8 %
Fonds canadien de croissance Mackenzie, série F	8,3 %	14,5 %	14,3 %	12,0 %
Indice mixte (\$ CA)	5,4 %	10,5 %	8,1 %	10,4 %
Catégorie Mackenzie Croissance mondiale, série F	11,0 %	16,2 %	12,1 %	12,1 %
Indice MSCI Monde (\$ CA)	5,6 %	12,0 %	11,1 %	12,0 %
Catégorie Mackenzie Croissance américaine, série F	16,1 %	17,3 %	13,4 %	12,3 %
Indice S&P 500**	9,7 %	14,4 %	15,3 %	16,1 %

*L'indice de référence du Fonds canadien de croissance Mackenzie a été modifié en mars 2017, passant de l'indice composé S&P/TSX 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 mondiale a été modifié en mars 2017 en adoptant l'indice S&P 500 afin de mieux refléter la composition moyenne à long terme du fonds.

L'équipe Bluewater de Mackenzie a assumé la gestion de la Catégorie Mackenzie Croissance mondiale et de la Catégorie Mackenzie Croissance américaine le 9 août 2016.