

Commentaire de l'équipe de Mackenzie Bluewater sur le premier trimestre de 2025

Après une excellente année 2024, les marchés boursiers mondiaux ont inscrit des rendements contrastés au premier trimestre de 2025. Alors qu'ils ont fait du surplace au Canada, les marchés ont plongé aux États-Unis, mais ont fortement progressé en Europe. Il est évident que les tendances du trimestre sont attribuables au nouveau gouvernement américain. Les marchés boursiers nord-américains, de même que les équipes de direction des sociétés, avaient généralement vu d'un bon œil l'élection de M. Trump à la fin de 2024. Ils sont cependant devenus plus prudents, à mesure que le gouvernement a mis à exécution ses menaces de politiques économiques perturbatrices, et ce, de façon désordonnée.

Droits de douane et Canada

Après la fin du trimestre, le 2 avril 2025, le président Donald Trump a annoncé de nouveaux droits de douane généralisés, notamment une surtaxe de 10 % sur la quasi-totalité des importations. Il a aussi décrété, à titre de réciprocité, une hausse vertigineuse des droits de douane pour les pays qui affichent d'importants excédents commerciaux avec les États-Unis, les taux atteignant 50 % dans certains cas. De plus, un droit de 25 % établi à l'échelle mondiale sur les automobiles devait entrer en vigueur le 3 avril. Ces droits de douane ciblent des pays comme la Chine, l'Union européenne (UE), Taïwan et l'Inde. Ils visent à remédier aux déséquilibres commerciaux de longue date, à générer des revenus pour prolonger les baisses d'impôt instaurées lors du premier mandat de M. Trump et à rapatrier les activités manufacturières aux États-Unis. On s'attend à ce que ces nouveaux droits freinent considérablement la croissance mondiale en fragilisant les relations commerciales établies, en compliquant la planification des investissements et des affaires par l'incertitude qu'ils soulèvent et, éventuellement, en incitant les pays ciblés à prendre des mesures de représailles. Parallèlement, les droits de douane devraient exercer des pressions haussières sur l'inflation, puisque le coût des biens importés augmentera. Ce fardeau pourrait être répercuté sur les consommateurs et poser un risque de stagflation pour l'économie mondiale.

Le Canada et le Mexique sont exemptés de la taxe universelle de 10 % en vertu de l'Accord Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM). Par contre, ils sont assujettis à un droit de 25 % sur les biens non conformes à l'ACEUM, qui frappe le secteur automobile de plein fouet. Étant donné que des droits de douane sont déjà en place pour plusieurs secteurs, dont l'acier, l'aluminium et l'énergie, les perspectives des secteurs tributaires des échanges commerciaux se sont assombries. Comme son économie est étroitement liée à celle des États-Unis, le Canada est particulièrement vulnérable dans le contexte actuel de hausse du chômage, de faiblesse du PIB réel par habitant et d'effets persistants du choc des taux d'intérêt. Pour de nombreuses entreprises, surtout celles dont les chaînes d'approvisionnement sont intégrées à l'échelle nord-américaine, l'imprévisibilité entrave déjà la planification et la réalisation des investissements. Au vu des droits de douane, Stellantis a interrompu les activités de ses usines de montage pour deux semaines, à compter du 7 avril, à Windsor, et pour tout le mois d'avril à Toluca, au Mexique. Les perturbations affectent également les États-Unis, où 900 employés d'usines de fabrication de pièces situées au Michigan et dans l'Indiana ont été temporairement mis à pied. Ces interruptions de la production mettent en évidence les répercussions immédiates et déstabilisatrices des droits de douane sur le secteur automobile nord-américain, notamment au Canada. En plus de menacer les emplois, elles soulignent la vulnérabilité des chaînes d'approvisionnement intégrées aux changements soudains de politique.

Les consommateurs canadiens sont ceux qui, en définitive, subiront une bonne partie des conséquences de ces droits de douane, en raison de la hausse des prix, des éventuelles pertes d'emplois et des pressions supplémentaires sur les finances des ménages. Des mesures budgétaires ciblées, comme l'aide de 2 milliards de dollars récemment promise au secteur automobile canadien, pourraient apporter un certain répit, mais il est peu probable qu'elles soient aussi importantes que celles mises en œuvre durant la pandémie. Notre positionnement dans le secteur de la consommation demeure prudent et sélectif, en limitant nos placements dans le commerce de détail discrétionnaire et en privilégiant les sociétés qui devraient profiter de la négociation à la baisse et de l'inflation des aliments.

L'exposition directe du portefeuille au risque lié aux droits de douane demeure limitée. Nous avons délibérément évité les secteurs fortement tributaires des exportations vers les États-Unis, en misant plutôt sur des entreprises soutenues par des moteurs de croissance à long terme idiosyncrasiques et dont les activités ne dépendent pas des cycles macroéconomiques. Les sociétés de ce type ont toujours fait preuve de résilience lors des

périodes d'incertitude géopolitique ou politique, et elles pourront s'adapter à une éventuelle escalade des différends commerciaux. De plus, un grand nombre de sociétés que nous détenons sont axées sur les services (p. ex., Thomson Reuters, Aon) ou sur le marché intérieur, ou dotées de chaînes d'approvisionnement localisées, procurant une meilleure protection contre les turbulences du commerce mondial. Notre philosophie de placement continue de donner la préférence à des entreprises affichant des avantages économiques durables, un bilan sain et une agilité opérationnelle.

Il est faux de croire que les droits de douane feront renaître le secteur manufacturier

La structure de l'économie américaine a profondément changé au cours du dernier siècle et les services représentent désormais la majeure partie des emplois et des dépenses de consommation. Depuis la révolution industrielle, les États-Unis ont traversé trois grandes périodes économiques, passant de l'ère agraire à l'ère manufacturière, puis à l'ère des services actuelle.

Au début du 20^e siècle, plus de 40 % de la main-d'œuvre américaine travaillaient dans le secteur agricole. Cette part a diminué de façon constante au fil de l'industrialisation de l'économie. À la fin de la Seconde Guerre mondiale, l'agriculture n'employait plus que 15 % de la main-d'œuvre, tandis que le secteur manufacturier est devenu le moteur de l'économie, avec plus de 25 % du total des emplois et la moitié des dépenses de consommation consacrée à l'achat de biens matériels. Cette période a marqué l'heure de gloire de l'activité manufacturière aux États-Unis.

Depuis lors, les changements structurels, comme la mondialisation, l'automatisation et les progrès technologiques, ont entraîné un déclin progressif de l'emploi dans le secteur manufacturier, même si la production est demeurée élevée. Aujourd'hui, les biens représentent environ 30 % des dépenses de consommation, contre 70 % pour les services. Le secteur manufacturier emploie moins de 10 % de l'ensemble de la main-d'œuvre et c'est moins de 2 % dans l'agriculture. Cette évolution n'est pas propre aux États-Unis; la plupart des économies avancées ont connu la même. Comme l'agriculture auparavant, le secteur manufacturier a enregistré d'importants gains de productivité qui maintiennent les niveaux de production moyennant une main-d'œuvre considérablement réduite.

En revanche, les services, comme les soins de santé, l'éducation et le gouvernement, sont devenus essentiels à la création d'emplois, stimulés par des tendances démographiques et sociétales qui ne devraient pas s'inverser. Par conséquent, l'idée que le rapatriement des activités ou les politiques protectionnistes, notamment les droits de douane, puissent impulser une nouvelle ère industrielle soulève de sérieux doutes. Cette vision est non seulement désuète sur le plan économique, mais elle va également à l'encontre de la manière dont la structure de l'économie moderne fonctionne. Les politiques fondées sur cette idée risquent d'augmenter les prix à la consommation sans améliorer sensiblement l'emploi ou la productivité à long terme.

Il est particulièrement frappant de noter que la politique industrielle actuelle des États-Unis semble oublier les secteurs les plus susceptibles de stimuler la croissance mondiale. Au cours des prochaines décennies, un pays sera compétitif s'il est à l'avant-garde dans des domaines comme la robotique, l'énergie propre, l'électrification et les matériaux de pointe. Or, les États-Unis s'attachent à préserver des secteurs manufacturiers traditionnels. À l'inverse, des pays comme la Chine investissent massivement dans ces domaines de prochaine génération, combinant soutien de l'État, évolutivité et profondeur technique pour se placer à la fine pointe de la transformation industrielle.

Certes, des investissements dans la fabrication de pointe peuvent (et devraient) faire partie de la stratégie économique prospective. Il ne faut pas pour autant revenir à la base industrielle des années 1950. À la place, la politique industrielle moderne doit être ancrée dans les technologies émergentes, comme les batteries de stockage, l'automatisation propulsée par l'IA et les semi-conducteurs de prochaine génération, et bénéficier d'une coordination à l'échelle de l'écosystème qui ne se limite pas aux investissements. Les États-Unis ne manquent pas de capitaux, de talents ou de capacités d'innovation pour être un chef de file. Cependant, si les percées technologiques sont le moteur de la croissance à long terme, la politique économique doit aller dans la même direction, au lieu d'essayer de rétablir des conditions qui n'existent plus.

Croissance durable

Alcon, Verisk et Waste Connections possèdent les qualités que nous recherchons dans les sociétés et renforcent notre conviction que nous devons détenir des sociétés capables de surmonter les changements de régime politique sans compromettre la création de valeur à long terme.

Alcon (mandats canadien, nord-américain, américain et mondial) est un chef de file mondial des soins oculaires. La société possède un vaste portefeuille allant du matériel chirurgical, aux traitements ophtalmiques, en passant par les produits de soins de la vue, comme les lentilles de contact et des solutions bien connues du public. Elle exerce ses activités de base dans des marchés spécialisés axés sur les procédures où les barrières à l'entrée sont élevées et où la dynamique de la demande est stable. Sa récente acquisition de Lensar, une société qui met au point des systèmes assistés par laser pour les opérations de la cataracte, élargit les capacités d'Alcon dans le domaine de la robotique ophtalmique, un segment de la technologie des soins de santé en pleine croissance. Les systèmes de Lensar donnent des résultats cliniques largement comparables aux techniques traditionnelles, par contre, leurs flux de travail plus rapides et rationalisés peuvent accroître l'efficacité chirurgicale, la vitesse de traitement et, éventuellement, l'accès pour les patients. Cela cadre avec une tendance plus générale que nous avons observée dans d'autres sociétés que nous détenons, notamment Stryker et Intuitive Surgical : l'intégration de la robotique et des outils de précision aux pratiques cliniques établies permettent de rendre ces dernières plus évolutives, reproductibles et résilientes, sans nécessairement les réinventer. Alcon étant à la croisée de l'innovation et des besoins constants des patients, elle représente un placement à long terme intéressant au sein de notre portefeuille.

Verisk (mandats canadien, nord-américain, américain et mondial) est une entreprise affichant une grande durabilité, des avantages concurrentiels importants et une gamme de produits essentiels. La société joue un rôle fondamental dans l'écosystème de l'assurance de dommages, en aidant sa clientèle à évaluer plus précisément le risque, à gérer les sinistres plus efficacement et à détecter la fraude, autant de caractéristiques qui sont profondément intégrées dans les flux de travail de la clientèle. Plus de 80 % des revenus sont générés par des abonnements, tandis que la fidélisation de la clientèle est forte et que le modèle s'adapte exceptionnellement bien.

Nous avons récemment rencontré la direction, qui a confirmé notre point de vue selon lequel l'entreprise est l'un des titres les plus stables et l'une des sociétés à forte rentabilité les plus sous-évaluées de notre univers. Verisk tire parti de plusieurs décennies de données exclusives et étoffe ses capacités grâce à la mise au point de nouveaux produits et à l'IA. Elle cherche à générer une croissance interne constante d'environ 5 % à 9 % et une expansion des marges au moyen du levier d'exploitation, en plus d'affecter son capital avec rigueur. Étant donné qu'elle est peu exposée aux facteurs de risque macroéconomiques comme les droits de douane, que les coûts pour sa clientèle sont faibles et qu'elle a de nombreuses occasions de croissance supplémentaire, Verisk est un exemple remarquable du type de sociétés idiosyncrasiques de grande qualité que nous voulons détenir dans un climat d'incertitude.

Waste Connections (mandats canadien, nord-américain, américain et mondial) est le troisième fournisseur de services de gestion des déchets en Amérique du Nord et le meilleur exploitant du secteur. Il s'agit d'un titre défensif, peu sensible aux récessions, qui affiche des flux de trésorerie disponibles prévisibles et croissant. La société se concentre sur les marchés secondaires où elle peut dominer à l'aide de contrats exclusifs ou en contrôlant des infrastructures stratégiques, de sorte qu'elle se distingue dans le secteur par ses marges et son pouvoir de fixation des prix. Ce titre nous attire, parce qu'il est complètement à l'abri des droits de douane, qu'il a de longs antécédents de fusions et acquisitions réalisées avec rigueur et créatrices de valeur, et qu'il se démarque comme un titre à forte rentabilité idiosyncrasique dans une conjoncture macroéconomique autrement incertaine.

Modifications au portefeuille

Descartes Systems Group (Canada, prochaine génération) est un ajout récent au portefeuille canadien de croissance. La société se démarque par une forte rentabilité dans l'écosystème mondial des technologies de la logistique et des chaînes d'approvisionnement. La société propose des solutions essentielles par l'intermédiaire de Global Logistics Network (GLN), une plateforme fonduagique qui facilite la circulation des biens et de l'information entre différents modes de transport, régions et cadres réglementaires. Ses produits couvrent la gestion du transport, la conformité aux douanes et à la réglementation, l'entreposage et le commerce mondial – des infrastructures vitales pour des chaînes d'approvisionnement de plus en plus complexes et numérisées.

Le modèle d'affaires est très intéressant : plus de 80 % des revenus récurrents découlent de la nature essentielle de ses solutions qui sont profondément intégrées dans les flux de travail de ses clients, entraînant une forte fidélisation et un grand pouvoir de fixation des prix. Descartes a fait preuve d'une rigueur exceptionnelle en matière d'affectation du capital, et a une longue expérience d'acquisitions relatives de petite et moyenne taille qui ont élargi son réseau, ses capacités et sa clientèle.

Soulignons que Descartes exerce ses activités dans un marché fragmenté où les systèmes traditionnels et les processus manuels demeurent répandus, lui offrant de belles perspectives d'accroissement interne de la pénétration. Au moment où le commerce mondial se fragmente de plus en plus, à cause des tendances de démondialisation, de l'essor des politiques protectionnistes et de la formation de blocs régionaux, la proposition de valeur de Descartes revêt une importance grandissante, car elle permet aux clients de composer avec cette complexité. Globalement, Descartes allie facteurs structurels favorables, fidélité de la clientèle et excellence en matière d'affectation du capital d'une manière qui dissocie la croissance des aléas macroéconomiques. Rares sont les entreprises comme elle, dont la valeur s'accroît régulièrement, même lorsque la conjoncture est défavorable.

La **Banque TD** (Canada) a également été récemment ajoutée au portefeuille. Nous avons liquidé notre position en 2022 en raison des préoccupations liées aux failles de la direction et à leurs conséquences sur la culture d'entreprise, le moral du personnel et l'expérience client. Ces problèmes ont été exacerbés par de mauvaises décisions sur l'affectation du capital, en particulier l'acquisition proposée de First Horizon, qui, selon nous, ne présentait pas de valeur stratégique et financière, ainsi que par des erreurs opérationnelles à répétition, notamment des lacunes importantes en matière de lutte contre le blanchiment d'argent (LBA). Ensemble, ces éléments signalaient une défaillance dans la discipline et la gouvernance. Cela nous a incités à liquider notre placement, conformément au principe qui dicte nos ventes, à savoir que nous prenons la décision de vendre dès que la thèse de placement se détériore, peu importe la valorisation.

Depuis lors, les arguments en faveur du placement ont considérablement évolué. Nous estimons maintenant que la banque connaît une inflexion marquée. La nomination du nouveau chef de la direction, accompagnée d'un remaniement complet de l'équipe de direction et du conseil d'administration, dénote une nouvelle orientation stratégique. Fait important, la banque a

redressé la barre en ce qui concerne la LBA à l'échelle mondiale, ce qui a éliminé un risque majeur, et recentré le contexte d'exploitation et les responsabilités. Maintenant que les anciens problèmes ont été en grande partie résolus et qu'une structure de direction revitalisée est en place, nous croyons que la Banque TD est en bonne posture pour gagner en efficacité interne et favoriser la création de valeur durable.

Tout au long du processus, nous sommes restés d'avis que les activités canadiennes de base de la Banque TD sont fondamentalement solides. Nous continuons de privilégier les institutions financières qui font preuve de constance dans la souscription tout au long du cycle, qui disposent de solides plateformes de gestion de patrimoine (caractérisées par un rendement des capitaux propres élevé et une forte rentabilité du capital) et qui possèdent de solides franchises de dépôts, autant de caractéristiques que la Banque TD possède.

Nous reconnaissons que les dépenses élevées nécessaires pour se conformer à la réglementation pèseront sur les résultats à court terme, à mesure que la banque termine son plan de remédiation. Toutefois, nous nous attendons à ce que ces effets ne durent pas. À moyen et à long terme, nous croyons que la capitalisation des actifs aux États-Unis permettra d'investir dans des activités plus rentables ou d'effectuer des rachats d'actions, deux possibilités qui nous semblent relatives.

Conclusion

Bluewater se concentre sur un groupe restreint de sociétés mondiales qui se distinguent vraiment, parce qu'elles sont des chefs de file dans des secteurs structurellement attrayants, en bénéficiant d'avantages concurrentiels durables et de moteurs de croissance à long terme. Cette approche ciblée se traduit par un portefeuille ayant une importante part active et bien diversifié par rapport à l'ensemble du marché, ce qui le place dans une bonne position pour connaître une croissance composée plus résiliente et uniforme à long terme.

En sélectionnant des sociétés capables de faire fructifier leurs flux de trésorerie disponibles à des taux supérieurs à ceux du marché tout au long des cycles et en acquérant leurs actions selon une approche rigoureuse des valorisations, nous intégrons une protection contre les baisses au portefeuille. Ainsi, nous pouvons mieux gérer l'incertitude macroéconomique, la volatilité des



MACKENZIE

Placements

marchés et les baisses. La stratégie a constamment ajouté de la valeur en préservant le capital pendant les périodes difficiles, tout en générant des rendements composés pour les clients, ce qui se traduit finalement par un rendement corrigé du risque supérieur à long terme.

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

Le contenu de ce document (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 exhaustivité, nous ne sommes aucunement responsables de son utilisation.

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 par leur nature assujettis, entre autres, à des risques, incertitudes et hypothèses pouvant donner lieu à des écarts significatifs entre les résultats réels et ceux exprimés dans les présentes. Ces risques, incertitudes et hypothèses comprennent, 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 ou les catastrophes. Veuillez soigneusement prendre en compte ces facteurs et d'autres facteurs et ne vous fiez pas indûment aux énoncés prospectifs. Tout renseignement prospectif contenu dans les présentes n'est valable qu'au 3 avril 2025. Il ne faut pas s'attendre à ce que ces renseignements soient mis à jour, complétés ou révisés par suite de nouveaux renseignements, de circonstances changeantes, d'événements futurs ou pour d'autres raisons.