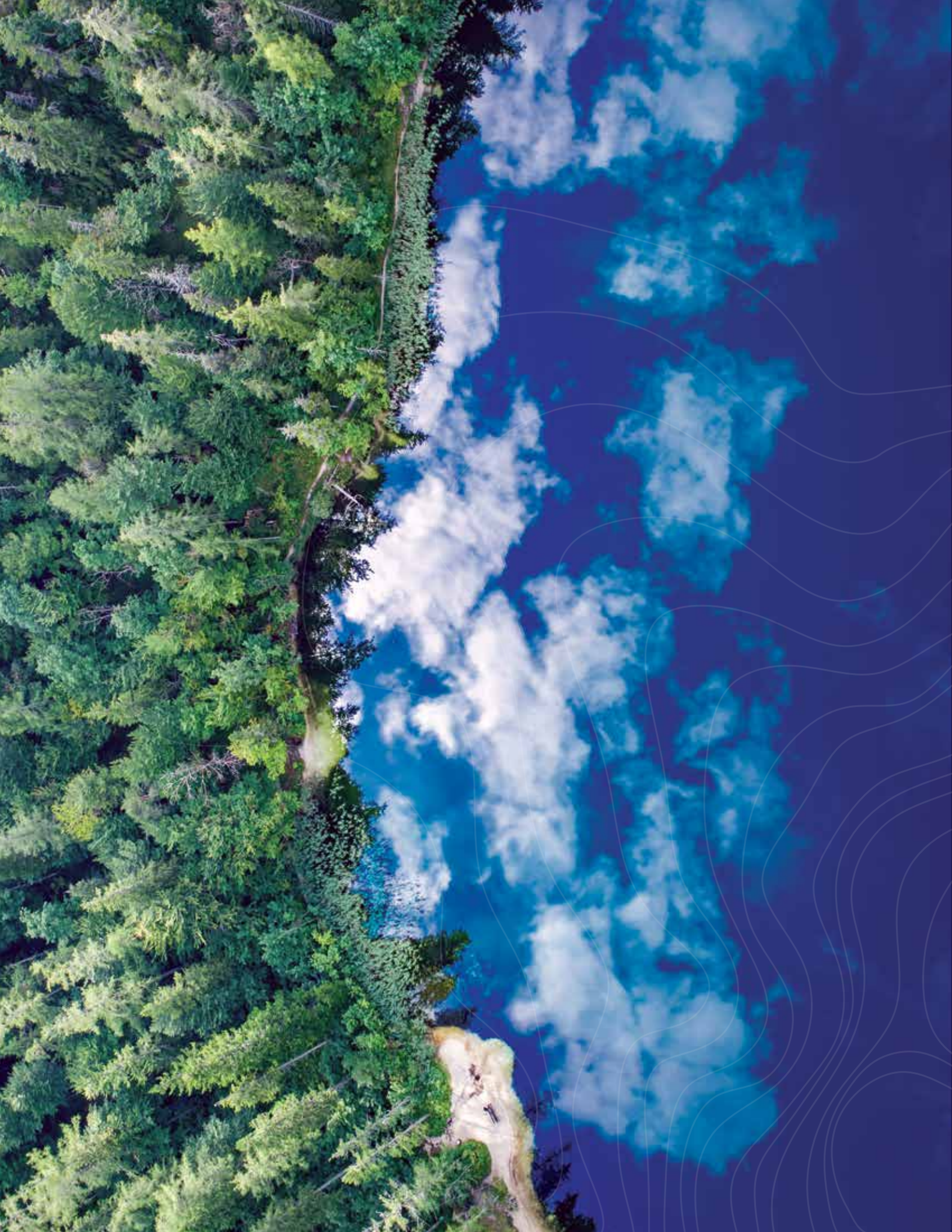


---

# First Eagle Reflections

Édition 2021–2022



# Contenu

|  |  |    |
|--|--|----|
|  | Bienvenue  | 01 |
|  | Suivre les directives  | 03 |
|  | Survivre la tempête de l'inflation   | 09 |
|  | Actions US Small Cap :<br>les opportunités offertes par<br>la volatilité                   | 17 |
|  | Les marchés du crédit peuvent-ils<br>voler de leurs propres ailes ?                        | 23 |
|  | Un itinéraire sélectif du<br>crédit négociable   | 27 |
|  | Développement durable : un<br>facteur essentiel pour les actions<br>d'exploitation de l'or | 35 |
|  | Responsabilité en paroles<br>et en actes   | 43 |
|  | À propos de First Eagle  | 49 |

# Bienvenue aux First Eagle Reflections

La plupart d'entre vous reconnaîtront les célèbres mots d'ouverture d'*Un Conte de Deux Cités (A Tale of Two Cities)* de Charles Dickens, mais combien d'entre vous se souviennent de la toute première phrase, assez longue, de ce roman ? « C'était le meilleur des temps, c'était le pire des temps, c'était l'âge de la sagesse, c'était l'âge de la folie, c'était l'époque de la croyance, c'était l'époque de l'incrédulité, c'était la saison de la lumière, c'était la saison des ténèbres, c'était la source de l'espoir, c'était l'hiver du désespoir, nous avions tout devant nous, nous n'avions rien devant nous, nous allions tous directement au paradis, nous allions tous dans l'autre sens - en bref, la période ressemblait tellement à la période actuelle, que certaines de ses autorités les plus bruyantes insistaient pour qu'elle ne soit reçue, pour le bien ou pour le mal, qu'au degré de comparaison superlatif. »



Écrivant depuis le point de vue du milieu des années 1800 à Londres, Dickens décrivait les origines de l'agitation sociale en 1775 en France et en Angleterre. Mais l'ouverture de son roman s'est avérée à la fois intemporelle, profonde et poignante ; en fait, il pourrait s'agir de l'état du monde aujourd'hui, en cette fin d'année 2021.

Si nous nous appuyons sur les marchés boursiers, dont beaucoup ont atteint de nouveaux sommets historiques en 2021, nous semblons vivre dans « le meilleur des temps ». D'un autre côté, les infections causées par le Covid-19 ayant touché plus de 260 millions de personnes dans le monde, fait 5,2 millions de morts et perturbé d'innombrables vies, peut-être vivons-nous dans « le pire des temps ».<sup>1</sup>

La sensibilisation croissante aux problèmes à grande échelle tels que le changement climatique et l'inégalité suggère que nous approchons de « l'âge de sagesse » ; il existe désormais un réel élan pour le changement à l'échelle mondiale, à la fois dans les secteurs public et privé, et nous voyons des solutions émerger au niveau des entrepreneurs, des scientifiques et du capital. Dans le même temps, nous n'avons pas perdu notre « folie » humaine de vouloir saisir la moindre panacée, en oubliant que les solutions réelles nécessitent des efforts soutenus dans le temps. Par exemple, une transition réussie vers des sources d'énergie plus durables nécessitera des investissements à long terme non seulement dans les énergies renouvelables, mais également dans les secteurs traditionnels, notamment le pétrole et le gaz, le nucléaire et même le charbon pour des pays comme la Chine. Pourtant, les discours publics contre les entreprises énergétiques traditionnelles pourraient nous faire croire qu'une transition énergétique est imminente. Il y a même eu des moments au cours des 24 derniers mois où ces actions ont été évaluées comme des « runoffs » ! De même, il est peu probable que les dépenses importantes du secteur public financées par une taxation massive constituent une solution miracle pour augmenter l'égalité au sein et entre les différentes puissances économiques.

Nous vivons dans une remarquable « époque de la croyance » dans le domaine de la science. Face au Covid-19, des équipes de scientifiques du monde entier ont exploité la technologie ARNm pour créer des vaccins très efficaces plus vite que jamais, ce qui a permis l'administration de plus de 7,9 milliards de doses à travers le monde et de sauver d'innombrables vies.<sup>2</sup> Dans le même temps, la vitesse des cycles d'innovation a également créé des poches profondes « d'incrédulité » au sein du public, dont beaucoup - représentés plus visiblement par le mouvement anti-vaccin - craignent que la rigueur scientifique ait été court-circuitée par la politique.

1. Source : FactSet, Johns Hopkins ; données au 30 novembre 2021.

2. Source : *The Wall Street Journal*, Bloomberg ; données au 30 novembre 2021.

C'est la première fois de l'histoire qu'autant de connaissances sont aussi facilement accessibles à tant de personnes ; nous vivons certainement en pleine « saison des lumières ». Par exemple, nos smartphones disposent d'une capacité de traitement plus d'un million de fois supérieure à celle de l'ordinateur utilisé pour envoyer la fusée Apollo 11 sur la lune. Pourtant, la polarisation sociale, en forte croissance, suggère que beaucoup sont enclins à utiliser ces dispositifs pour se réfugier dans les « ténèbres » des chambres d'écho en ligne qui alimentent la paranoïa et amplifient les vues extrêmes.

Comme ils l'ont fait pendant la période décrite dans *Un Conte de Deux Cités*, les voix les plus fortes et les plus extrêmes dominent le récit public d'aujourd'hui, et les marchés financiers n'ont pas été épargnés. D'un côté, certains participants estiment profondément que les actifs liés à la nouvelle économie - qu'il s'agisse des véhicules électriques, des logiciels comme service (« software as a service », SaaS), de l'économie de partage/des petits boulots, des crypto-monnaies, du Web 3.0 ou de nombreuses autres innovations de nouvelle génération - sont les seuls secteurs dignes d'investissement et que toutes les autres entreprises sont en train de périr. D'autre part, nous constatons l'utilisation généralisée de stratégies passives qui évitent toute discrétion fondamentale en matière d'investissement en choisissant plutôt d'imiter la composition d'un indice, y compris les risques liés aux actions uniques et aux secteurs, parfois des valorisations à couper le souffle et l'absence d'atténuation des tendances baissières qui leur sont inhérentes.

Bien sûr, les vedettes d'aujourd'hui peuvent rapidement devenir les perdants de demain et inversement. En 2021, par exemple, nous avons constaté des rebonds dans un certain nombre d'industries traditionnelles comme l'énergie, les services financiers et l'immobilier en raison d'une atténuation de l'obsession pour les secteurs plus spéculatifs du marché. Nous avons constaté que les valeurs mobilières ont surpassé la croissance pendant une grande partie de l'année après avoir été plombées par une marge historique en 2020.<sup>3</sup> En bref, comme d'habitude, les marchés ont été imprévisibles.

Chez First Eagle, nous croyons depuis longtemps que la meilleure façon de tracer un chemin stable face à un avenir incertain, y compris les périodes marquées par des polarités d'opinions tranchées et souvent changeantes, est de se concentrer sur les entreprises en possession d'actifs rares et durables qui, selon nous, ont le potentiel de générer des flux de trésorerie persistants au fil du temps. Soutenues par des équipes de gestion prudentes et des structures de capital robustes, ces sociétés se montrent généralement tenaces face aux courants changeants et, si elles sont acquises à un prix qui représente une « marge de sécurité »,<sup>4</sup> elles devraient être bien positionnées pour potentiellement offrir une valeur actionnariale sur le long terme et aider à éviter la dépréciation permanente de votre capital.

Cordialement,



Mehdi Mahmud  
Président-directeur général,  
First Eagle Investments  
Novembre 2021

Comme ils l'ont fait pendant la période décrite dans *Un Conte de Deux Cités*, les voix les plus fortes et les plus extrêmes dominent le récit public d'aujourd'hui. Les marchés financiers n'ont pas été épargnés par ce phénomène.

3. Source : FactSet ; données au 30 novembre 2021.

4. First Eagle définit « marge de sécurité » comme étant la différence entre le prix du marché d'une action et notre estimation de sa valeur intrinsèque.

# Suivre les directives

**Matt McLennan** et **Kimball Brooker**

Co-responsables de l'équipe Global Value

Un documentaire de 2013 intitulé *Le Vermeer de Tim* (Tim's Vermeer) raconte l'histoire d'un inventeur et amateur d'art, Tim, qui tente de décomposer *La Leçon de Musique* du grand peintre néerlandais du XVIIe siècle Johannes Vermeer. Tim cherchait à tester une hypothèse controversée circulant dans le monde de l'art selon laquelle l'étonnante capacité de Vermeer à capturer des dégradés de lumière et de couleur dans ses peintures pourrait être attribuée à son utilisation d'une *chambre noire*. Selon cette théorie, Vermeer aurait utilisé ce dispositif de projection rudimentaire en conjonction avec un miroir pour fournir un point de référence stable lorsqu'il peignait sur sa toile, contribuant ainsi à l'effet photo-réaliste de son travail.

Vous vous demandez probablement ce que *Le Vermeer de Tim* a à faire avec l'investissement. Nous pensons que, comme ce qui est avancé sur le processus de Vermeer dans le documentaire, les investisseurs peuvent bénéficier d'un point de référence stable pour mesurer les opportunités potentielles. C'était assez facile il y a 100 ans, lorsque l'or servait de monnaie et que, par définition, il ne pouvait pas être dilué. Plutôt que de considérer les mérites d'un possible investissement dans l'abstrait, ceux qui cherchent à développer leur patrimoine pourraient se concentrer sur le potentiel d'une entreprise à augmenter sa valeur à un rythme plus rapide que l'or.

La création d'argent  
relativement  
stable a cédé aux  
banques centrales  
qui peuvent  
imprimer autant  
de devises qu'elles  
le jugent nécessaire.

Des questions relativement simples ont alors suivi. Dans quelle mesure cette entreprise est-elle susceptible de perdre de la valeur, soit par épuisement des actifs, pressions concurrentielles, compression des marges ou contractions multiples ? L'équipe de direction est-elle capable de redéployer du capital de manière à générer un retour sur investissement adéquat ? Quelle est la probabilité de devoir liquider cet investissement avec une perte significative pendant une crise cyclique ?

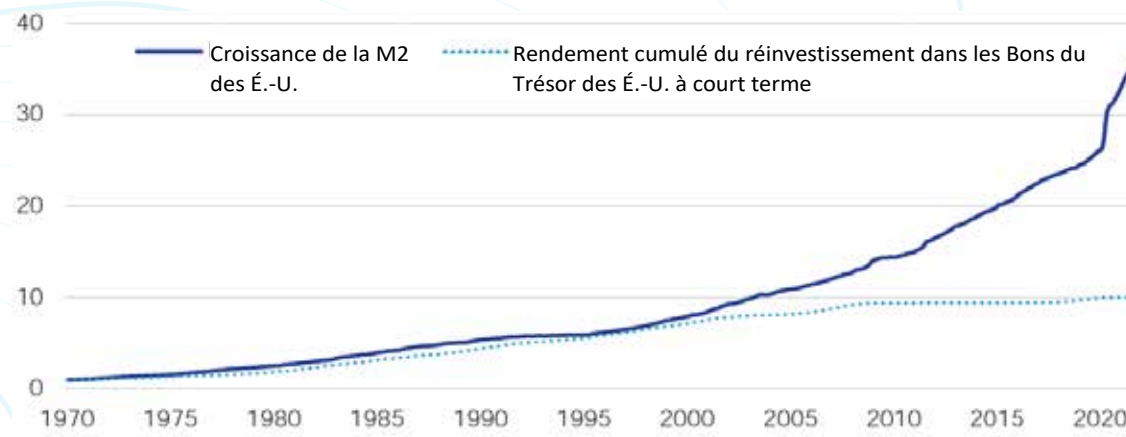
Étant donné que les investisseurs dans ce scénario historique pouvaient juger du résultat de leurs investissements potentiels par rapport à l'alternative stable de la détention d'or, ils ont exigé un rendement du flux de trésorerie disponible d'environ 5 % en échange du risque posé par l'exposition aux actions. Les investisseurs savaient que s'ils n'étaient pas à l'aise avec les risques d'une opportunité particulière, ils pouvaient toujours suivre le rythme de la valeur de la monnaie en conservant leur richesse en or. Cela, bien sûr, n'est plus une option dans un monde de

monnaie fiduciaire. La création d'une monnaie relativement stable a laissé place aux banques centrales qui peuvent imprimer autant de devises qu'elles le jugent nécessaire pour atteindre leurs objectifs économiques, la dévaluation étant un sous-produit inévitable de ces politiques.

Bien que l'étalon-or ait pris fin après la Première Guerre mondiale, la croissance de la masse monétaire est restée relativement mesurée dans le cadre du système Bretton Woods, adopté en 1945, où les devises mondiales étaient liées au dollar et le dollar était lié à l'or. Cependant, en 1971, les États-Unis ont unilatéralement résilié la convertibilité du dollar en or, mettant effectivement fin au système Bretton Woods et convertissant le dollar en monnaie fiduciaire. Sans ce lien à l'or, l'offre totale de dollars américains a commencé à augmenter, comme le montre la figure ci-dessous. Une stratégie de renouvellement des bons du Trésor à échéance a continué à offrir aux investisseurs un moyen sans risque de maintenir leur pouvoir d'achat comme la détention de l'or dans le passé, jusqu'au début des années 2000, moment auquel cette couverture a été rompue par une forte accélération de la croissance de la masse monétaire et une baisse structurelle des rendements souverains.

### La marée monétaire croissante a posé des défis aux investisseurs

De janvier 1970 à octobre 2021 ; indice, janvier 1970 = 1



Source : Haver Analytics, Département du Trésor américain, Bloomberg, First Eagle Investments ; données au 31 octobre 2021.

**Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs.**

En d'autres termes, pendant les 20 dernières années environ, les investisseurs ont été dépourvus « d'alternative sans risque » offrant un point de référence pour la prise de décisions concernant des investissements potentiels dans des actifs risqués. Sans l'option de préservation sans risque de leur pouvoir d'achat, les investisseurs doivent accepter un certain degré de risque d'investissement. Malheureusement, la rémunération progressive de toutes les formes de risque d'investissement a continuellement diminué.

Sans l'option de préservation sans risque de leur pouvoir d'achat, les investisseurs doivent accepter un certain degré de risque d'investissement.

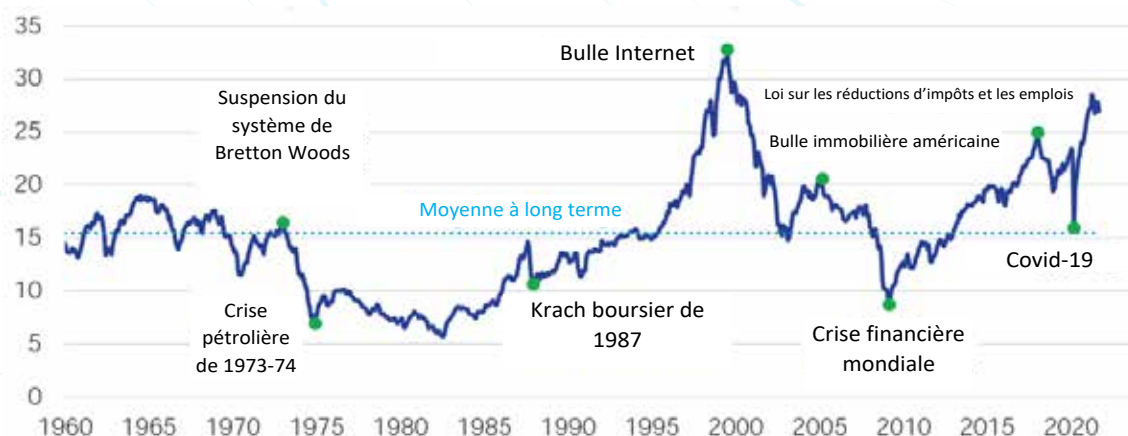
Si les investisseurs en obligations ont historiquement cherché des rendements plus élevés sur les titres qui offraient une certaine combinaison de risque de durée et/ou de crédit, les primes actuelles pour ces risques semblent très peu susceptibles d'atténuer le rythme de la dégradation des devises. Depuis leur creux record de 2020, les rendements à long terme de la courbe des bons du Trésor américains restent exceptionnellement bas par rapport aux 50 dernières années, et bien en dessous du taux de croissance à deux chiffres de la masse monétaire. De même, les investisseurs en crédit trouveront des écarts de rendements proches des plus bas historiques, à la fois

sur les marchés des obligations de qualité investissement (« investment grade ») et à rendements élevés (« high yield »).

Les marchés boursiers, quant à eux, semblent être évalués pour la perfection. Le coût du capital étant à un plus bas générationnel, il n'est guère surprenant que les multiples de valorisation soient à des sommets générationnels dans un certain nombre d'indices boursiers. Le graphique ci-dessous suit le prix de l'indice S&P 500 par rapport aux bénéfices les plus élevés des 12 derniers mois ajustés à l'IPC depuis 1960. Comme vous pouvez le voir, la bulle dot-com de la fin des années 1990 est la seule autre fois où cet indicateur a été aussi élevé qu'aujourd'hui. Les multiples élevés actuels impliquent que, à l'avenir, les rendements des marchés boursiers sont susceptibles d'être inférieurs aux 8 % environ atteints en moyenne au cours des 100 dernières années. Cela implique également qu'une exposition passive aux actions a peu de chances d'offrir une prime capable de suivre le rythme de la croissance de la masse monétaire.

### Les actuelles valorisations élevées menacent les rendements futurs

Ratio du prix du S&P 500 par rapport aux bénéfices les plus élevés des 12 derniers mois ajustés à l'IPC, janvier 1960 à octobre 2021



Remarque : Le point de données « Covid-19 » reflète le creux du S&P 500 atteint le 23 mars 2020.

Source : Standard & Poor's ; Robert J. Shiller, Université de Yale ; First Eagle Investments ; données au 31 octobre 2021.

### Maintenir un point de référence stable

Croissance rampante de la masse monétaire, taux souverains bas, écarts de crédit serrés et marchés boursiers fortement valorisés : ce scénario présente un dilemme pour les investisseurs. Mais bien que les marchés soient globalement coûteux, nous pensons qu'il y a des poches de valeur à trouver. Prenons l'exemple des marchés boursiers non américains, comme représenté par l'indice MSCI EAFE. Comme indiqué ci-dessous, le prix du MSCI EAFE par rapport au S&P 500 est actuellement inférieur à la moitié de la moyenne sur 50 ans. Alors que



l'univers des titres américains à croissance a été l'épicentre de l'enthousiasme des marchés boursiers pendant plus d'une décennie, les investisseurs mondialement diversifiés - comme First Eagle - peuvent être rassurés de savoir que l'écart considérable de performance peut représenter une opportunité de rattrapage de valorisation pour les actions internationales.

### Les actions non américaines affichent leur plus grand retard de l'histoire par rapport aux titres américains

Ratio des prix de l'indice MSCI EAFE par rapport à l'indice S&P 500, janvier 1970 à octobre 2021



Source : Bloomberg, First Eagle Investments ; données au 31 octobre 2021.

Des extrêmes historiques similaires peuvent également être observés dans le différentiel entre les actions de croissance et de valeur. Le coût du capital ayant chuté à un plus bas générationnel, les flux de trésorerie de longue durée - c'est le cas pour nombreuses actions à forte croissance, par exemple - étaient bien positionnés pour la surperformance. Plus encore, la valorisation croissante de l'indice Russell 1000 Growth par rapport à l'indice Russell 1000 Value qui en a résulté est bien supérieure à celle observée pendant la bulle dot-com. Il est raisonnable de penser que cet obstacle pour les actions de valeur pourrait se transformer en vent favorable si le taux d'escompte grimpeait à des niveaux plus normaux, un phénomène qui pourrait être précipité par une inflation élevée persistante, une augmentation des taux d'intérêt nominaux ou une augmentation des primes de risque en raison de préoccupations géopolitiques.

Des extrêmes historiques peuvent être observés dans les valorisations relatives des actions américaines par rapport aux actions non américaines et celles des actions de croissance par rapport aux actions de valeur.

### L'évaluation relative de la croissance par rapport à la valeur dépasse les sommets de l'ère « dot-com »

Ratio des prix de l'indice Russell 1000 Growth par rapport à l'indice Russell 1000 Value, janvier 1978 à octobre 2021



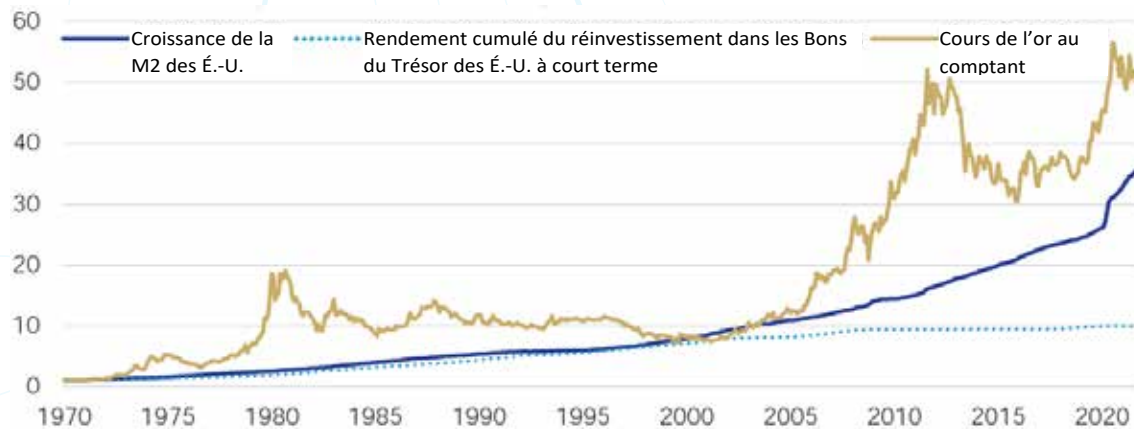
Source : Bloomberg, First Eagle Investments ; données au 31 octobre 2021.

L'or s'est révélé être une importante réserve de richesse pour les investisseurs cherchant à préserver leur pouvoir d'achat sur le long terme.

Si nous revenons à l'or, le point de référence de l'époque, le graphique ci-dessous décrit l'évolution des prix depuis ses premières négociations libres (avec la disparition du système Bretton Woods au début des années 1970), parallèlement à la croissance de la masse monétaire américaine et au rendement total cumulé du réinvestissement continu dans les bons du Trésor. Clairement plus volatile que les bons du Trésor, l'or s'est néanmoins révélé être une importante réserve de richesse pour les investisseurs cherchant à préserver leur pouvoir d'achat sur le long terme. De plus, son prix a augmenté parallèlement à l'accélération de la croissance de la masse monétaire au XXI<sup>e</sup> siècle. Bien que les périodes de sous-performance des prix, comme nous l'avons vu tout au long de 2021, ne soient pas rares, la croissance limitée de l'offre du métal jaune a aidé à épargner les portefeuilles détenant des titres liés à l'or face à l'envolée de la masse monétaire.

### Malgré sa volatilité, l'or a été une meilleure réserve de richesse

De janvier 1970 à octobre 2021 ; indice, janvier 1970 = 1



Source : Bloomberg, Haver Analytics, Réserve fédérale, First Eagle Investments ; données au 31 octobre 2021.

**Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs.**

### L'œil de l'observateur

Dans le documentaire, Tim finit par minutieusement créer une reproduction raisonnable de *The Music Lesson* (La Leçon de Musique) malgré son manque de formation à l'art, en s'appuyant simplement sur un système de technologies optiques pour guider son pinceau. Bien que les méthodes employées par Vermeer lui-même restent un mystère, la beauté des œuvres de l'artiste néerlandais est indéniable.

Notre point de référence est la préservation du pouvoir d'achat des clients au fil du temps.

Pour l'équipe Global Value, notre point de référence est la préservation du pouvoir d'achat des clients au fil du temps. Cela signifie que nous cherchons à obtenir un taux de rendement à long terme qui dépasse la croissance de la masse monétaire. Nous poursuivons cet objectif en détenant des entreprises qui, selon nous, incarnent une valeur de rareté. Ceci peut être complété dans certains portefeuilles par une allocation aux titres liés à l'or comme couverture potentielle. Alors que pendant une grande partie de la dernière décennie, la dynamique du marché n'a généralement pas favorisé notre style d'investissement, nous restons persévérants dans notre conviction qu'une approche prudente d'une création tenace de richesse finira par produire, si ce n'est un chef d'œuvre, des résultats dont nous sommes fiers.

## Actualités de l'équipe Global Value

First Eagle est convaincue qu'offrir des opportunités de croissance à des individus talentueux et renforcer continuellement la force de notre leadership permet à nos équipes d'investissement de mieux travailler pour le compte de nos clients. Ainsi, nous avons eu le plaisir d'annoncer un certain nombre de promotions et de missions au sein de l'équipe Global Value début 2021.

**Kimball Brooker** a été promu co-responsable de l'équipe Global Value aux côtés de Matt McLennan. Ayant 12 ans d'expérience chez First Eagle, Kimball a travaillé en étroite collaboration avec Matt en tant que directeur adjoint de Global Value au cours des sept dernières années, et son rôle a considérablement évolué au cours de cette période, parallèlement au développement continu de l'équipe en termes de capital humain et d'étendue des capacités.

Les membres de l'équipe Global Value, y compris Matt, Kimball et nos autres gestionnaires de portefeuille, sont avant tout des analystes de recherche. Afin de reconnaître la contribution soutenue de notre banc d'analystes expérimentés et de nous assurer que nous exploitons pleinement les diverses perspectives des professionnels de l'investissement au sein de l'équipe Global Value, nous avons ajouté de nouveaux gestionnaires de portefeuille à certaines stratégies et avons promu des gestionnaires de portefeuille associés. Nous pensons que confier à nos professionnels de l'investissement des responsabilités de gestion de portefeuille va contribuer à notre quête continue d'idées d'investissement de haute qualité, tout en améliorant nos décisions de positionnement. Cela va également booster nos efforts de mentorat et de développement sur l'ensemble de la plateforme, ce qui devrait, en retour, renforcer davantage notre banc d'analystes et former les leaders Global Value de demain.

- **Manish Gupta** a été promu de gestionnaire de portefeuille associé à gestionnaire de portefeuille de la stratégie Global Value.
- **Julien Albertini** a été nommé gestionnaire de portefeuille de la stratégie Global Value.
- **Christian Heck** a été promu de gestionnaire de portefeuille associé au poste de gestionnaire de portefeuille de la stratégie International Value.
- **Al Barr** a été promu de gestionnaire de portefeuille associé au poste de gestionnaire de portefeuille de la stratégie International Value.
- **Mark Wright** a été promu de gestionnaire de portefeuille associé au poste de gestionnaire de portefeuille de la stratégie US Value.
- **Idanna Appio** a été nommée gestionnaire de portefeuille de la stratégie Global Income et promue gestionnaire de portefeuille de la stratégie Capital Income, sur laquelle elle avait été gestionnaire de portefeuille associée.
- **George Ross** a été promu de gestionnaire de portefeuille associé au poste de gestionnaire de portefeuille de la stratégie Capital Income.

D'après notre expérience, offrir des opportunités de croissance pour les individus talentueux et booster continuellement la force de notre leadership permet à nos équipes d'investissement de mieux proposer une gestion prudente des actifs des clients sur le long terme. Cela améliore également notre capacité à être proactifs dans la réponse aux besoins identifiables du marché et à l'évolution des préférences des clients à mesure qu'ils émergent. Plus récemment, cela a inclus la création de portefeuilles qui représentent l'expression discrète de certains thèmes déjà présents dans nos stratégies d'investissement phares, en mettant l'accent sur des actifs physiques ou incorporels rares et durables, par exemple, ou sur la sensibilité environnementale, sociale et de gouvernance (ESG).

# Survivre la tempête de l'inflation

Face à une demande en hausse et une offre encore à la traîne suite aux perturbations créées par le coronavirus à travers le monde, les pressions inflationnistes qui étaient auparavant attendues de la part de beaucoup, y compris la Réserve fédérale américaine, se sont avérées assez tenaces. Bien que la situation ne soit pas sans risque, **Idanna Appio, PhD**, analyste souveraine principale et gestionnaire de portefeuille de l'équipe Global Value, pense que l'inflation est susceptible de diminuer par rapport aux niveaux très élevés actuels. Qu'elle se rapproche du taux-cible de 2 % de la Fed ou qu'elle reste bloquée à un niveau légèrement plus élevé, tout dépendra de l'évolution du marché du travail et des prévisions d'inflation. Deux facteurs que nous et la Fed surveillerons de très près.



## Tout ce qui est ancien renaît à nouveau

Environ 18 mois après le début de la pandémie de Covid-19 et l'intervention massive des banques centrales pour contenir son impact économique et sur le marché, un certain nombre d'indicateurs de l'inflation se trouvent à leurs plus hauts niveaux des dernières décennies. L'indice des prix à la consommation (IPC) aux États-Unis a augmenté de 6,2 % pour les 12 mois clos en octobre, tandis que l'IPC de base, qui exclut les prix de l'alimentation et de l'énergie, a affiché un bond de 4,6 % ; les deux représentent les plus fortes augmentations en 30 ans environ. L'indice des prix des dépenses de consommation personnelle (Personal Consumption Expenditures, PCE), la mesure de l'inflation préférée de la Réserve fédérale, a suivi une direction similaire, même s'il était de moindre ampleur.<sup>1</sup>

La persistance des pressions inflationnistes a pris un certain nombre d'observateurs par surprise.

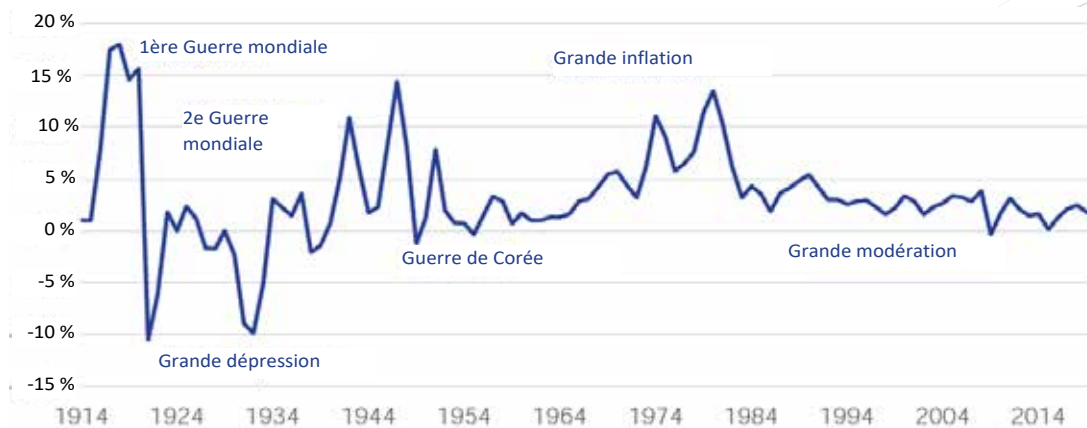
Bien que l'émergence de pressions inflationnistes soit peu étonnante compte tenu du mélange de forte demande des consommateurs, de perturbations de la chaîne d'approvisionnement, de soutien fiscal continu et d'effets de base importants, leur persévérance a pris un certain nombre d'observateurs par surprise. Ce n'est peut-être pas si étonnant. Le coronavirus a engendré un choc sans précédent pour l'économie et a présenté

de nombreuses caractéristiques idiosyncrasiques, alors que l'apparition ultérieure des variants Delta et Omicron a introduit d'autres complications. L'absence de précédent historique a contraint les économistes à faire des hypothèses sur les composantes disparates de la croissance économique et de l'inflation sans un solide cadre de référence pour les guider, ce qui entraîne une grande variabilité des prévisions.

Et bien qu'une inflation significative, quelle qu'en soit la nature, soit une nouveauté pour un grand nombre d'acteurs du marché, les niveaux de prix aux États-Unis et dans une grande partie des pays développés étaient assez volatils au cours d'une grande partie du vingtième siècle, comme indiqué ci-dessous. Cette volatilité a atteint des sommets en 1970 et au début des années 1980 en raison d'une confluence de facteurs - hausse des dépenses sociales, chocs des prix du pétrole et de l'alimentation, effondrement du système Bretton Woods, entre autres. Les décideurs politiques avaient alors été incapables de contenir les pressions inflationnistes que tous ces éléments avaient suscité. La forte inflation de plus de dix ans qui en a résulté s'est non seulement caractérisée par une hausse des prix, mais aussi un taux de chômage élevé, une croissance économique lente et une détérioration de la productivité (c'est-à-dire, stagflation), avant qu'un resserrement extrême de la masse monétaire permette enfin de réduire l'inflation au milieu des années 1980. Les pressions sur les prix sont restées limitées pendant la période de la Grande Modération qui a suivi, malgré certains défis comme la bulle dot-com, le 11 septembre et la crise financière mondiale.

### Aucune inflation significative n'avait été observée au cours des dernières décennies...

Variation annuelle moyenne en pourcentage de l'indice des prix à la consommation, de 1914 à 2020 ; Indice, 1982-84 = 100

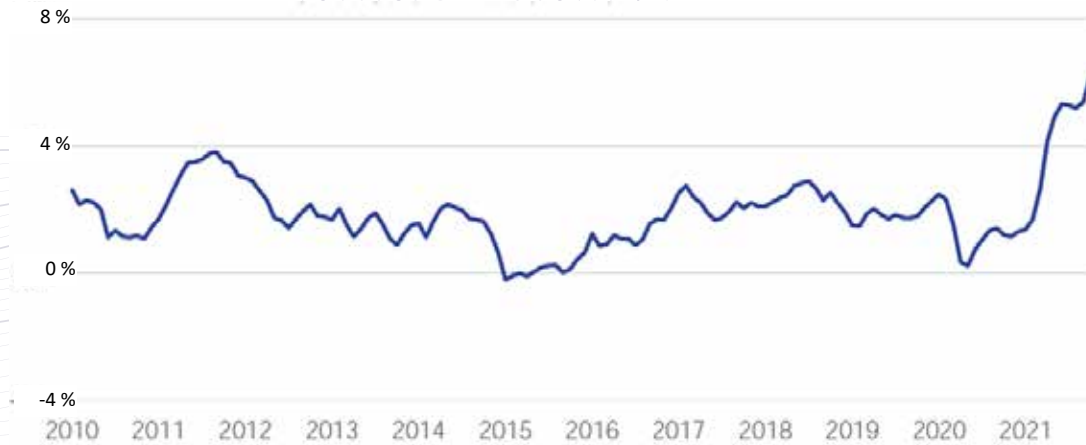


Source : Bureau of Labor Statistics ; données au 31 décembre 2020.

1. Source : Bureau d'analyse économique ; données au 29 octobre 2021.

## ...jusqu'aux bouleversements économiques du coronavirus

Variation mensuelle en pourcentage de l'indice des prix à la consommation d'il y a un an, janvier 2010 à octobre 2021 ; Indice, 1982-84 = 100



Source : Bureau of Labor Statistics ; données au 31 octobre 2021.

La Fed attribue une grande partie de la stabilité des prix évidente au cours des dernières décennies à son ancrage des anticipations d'inflation à long terme grâce à un meilleur ciblage de l'inflation et à la gestion des anticipations du secteur privé. Cependant, le succès de l'ancrage de la Fed a également rendu difficile la hausse de l'inflation lorsque cela était nécessaire. C'est l'une des raisons citées par la banque centrale lors de sa décision en août 2020 de passer à un ciblage de l'inflation moyenne, un changement significatif de la politique de la Fed.<sup>2</sup> Pour maintenir la crédibilité de ses attentes, depuis les années 1980, la Fed a rarement toléré une inflation au-dessus de son objectif de 2 % et elle est intervenue pour refroidir l'économie dès que les taux approchaient

de ce niveau. Il est raisonnable de penser qu'une période d'inflation supérieure au taux-cible pourrait pousser les attentes à des niveaux modérément plus élevés, ou, dans le pire des cas, les désancrer.

Il est raisonnable de penser qu'une période d'inflation supérieure au taux-cible pourrait pousser les attentes à des niveaux modérément plus élevés.

## La Fed et les marchés en désaccord sur le timing et l'amplitude des hausses de taux

Bien que cela puisse être douloureux, ce que nous voyons aujourd'hui, c'est l'inflation qui fait son travail. La hausse des prix sert à réaffecter la demande de certaines parties de l'économie où l'offre est limitée (principalement les marchandises) aux zones où elle est plus abondante (principalement les industries de services). Le graphique de la page suivante décrit les changements de dynamique des prix depuis 2000. Les prix des biens durables ont augmenté depuis l'épidémie initiale de Covid-19, reflétant une forte demande et un approvisionnement limité. Les pressions sur les prix ici sont probablement transitoires, à notre avis. L'augmentation des prix des biens durables devrait freiner la demande. Nous nous attendons à ce que les conditions s'améliorent du côté de l'offre, car des prix plus élevés sont une forte incitation pour les entreprises à régler leurs problèmes logistiques ; bien sûr, le

calendrier de toutes ces évolutions est incertain et le nouveau variant Omicron pourrait retarder davantage le processus.

Bien que cela puisse être douloureux, nous sommes témoins de l'inflation qui fait son travail.

2. David Altig, Jeff Fuhrer, Marc P. Giannoni et Thomas Laubach, « L'examen de la politique monétaire de la Réserve fédérale : Une feuille de route », Notes FEDS (août 2020).

Le secteur des services, qui comprend les deux tiers du PCE, pourrait être une source de pressions inflationnistes plus durables. Les niveaux d'inflation ont retrouvé leurs plus hauts d'avant la crise financière mondiale, en partie en raison de disparités sur le marché du travail.<sup>3</sup> Bien qu'il y ait quatre millions d'Américains en moins sur le marché du travail, par rapport à avant la pandémie,<sup>4</sup> le nombre de postes vacants et de démissions sont à des niveaux élevés, tandis que les salaires augmentent.<sup>5</sup> Le risque ici, même si la dynamique du marché du travail s'améliore, est que la hausse actuelle de l'inflation s'infilte dans les attentes de futurs changements de prix et incite les investisseurs, les entreprises et les consommateurs à ajuster leurs comportements en conséquence, créant

un cycle auto-entretenu composé d'une variété d'effets secondaires potentiels. En outre, il est possible que certaines données importantes de l'inflation, comme le logement ou les salaires, restent potentiellement plus élevées pendant plus longtemps, même si d'autres facteurs diminuent.

Le secteur des services pourrait être une source de pressions inflationnistes plus durables.

### L'inflation des biens durables a bondi après le coronavirus et l'inflation des services est en train de grimper

Variation mensuelle en pourcentage des dépenses de consommation personnelle d'il y a un an, janvier 2000 à octobre 2021 ; Indice, 1982-84 = 100



Source : Bloomberg ; données au 31 octobre 2021.

Reconnaissant les nouvelles distorsions de l'offre et de la demande, tout au long de l'année 2021 la Fed a progressivement augmenté ses prévisions de croissance de l'inflation des PCE. Les prévisions les plus récentes publiées en septembre ont annoncé une hausse de 4,2 % de l'inflation en 2021, contre 2,4 % prévu en février. Cependant, les prévisions d'inflation de 2,2 % pour 2022 et 2023 suggèrent que la banque centrale continue de s'attendre à ce que les pressions actuelles soient transitoires et modérées.<sup>6</sup> Bien que la dynamique de l'inflation évolue rapidement, il semble très possible que la Fed revoie ces prévisions à la hausse lors de la publication de son prochain Résumé des Projections économiques (Summary of Economic Projections) le 15 décembre.

La rhétorique récente de la Fed suggère une plus grande inquiétude quant au fait que les pressions inflationnistes sont de plus en plus répandues et persistantes.

Citant les progrès de l'économie, la Fed a annoncé le 3 novembre qu'elle réduirait ses achats d'actifs de 15 milliards de dollars par mois (10 milliards de dollars en bons du Trésor et 5 milliards de dollars en titres adossés à des créances hypothécaires), un rythme qui mettrait fin à son programme d'achat d'obligations d'ici aux alentours de juin 2022.<sup>7</sup> Cependant, dans ses commentaires au Sénat le 30 novembre dernier, le président de la Fed, Jerome Powell,

3. Source : Bureau of Economic Analysis ; données au 24 novembre 2021.

4. Mary C. Daly, « L'élaboration de la politique en période d'incertitude », Remarques devant le Commonwealth Club de Californie (16 novembre 2021).

5. Source : Bureau of Labor Statistics ; données au 12 novembre 2021.

6. Source : Réserve fédérale ; données au 22 septembre 2021.

7. Source : Réserve fédérale ; au 3 novembre 2021.



a suggéré que la banque centrale était disposée à accélérer le rythme de la diminution progressive de son programme, ce qui pourrait potentiellement y mettre fin quelques mois plus tôt que ce qui avait été indiqué précédemment. Cela implique que la banque centrale s'inquiète peut-être davantage de voir des pressions inflationnistes plus répandues et potentiellement plus persistantes par nature.<sup>8</sup>

Bien que Powell ait précédemment minimisé le lien entre la fin du programme d'achats d'actifs et le début d'un cycle de hausse des taux d'intérêt – précisant qu'une hausse des taux nécessiterait « un test différent et plus strict »<sup>9</sup> – nous interprétons la réduction accélérée du programme de la Fed comme un moyen pour celle-ci de s'offrir une plus grande flexibilité dans le timing des relèvements des taux d'intérêt. Le diagramme de points (« dot plot ») de mi-décembre sera un signal important. Si le communiqué de septembre n'a

La réduction accélérée du programme d'achat d'actifs offre à la Fed une plus grande flexibilité dans le timing des hausses de taux.

montré aucun consensus quant aux hausses de taux en 2022, nous pensons que le nouveau dot plot indiquera probablement un changement en faveur d'une action.<sup>10</sup>

Le marché s'attend depuis longtemps à ce que la Fed agisse de manière plus agressive en 2022 – pour l'heure, les contrats à terme sur les fonds fédéraux pointent vers au moins trois hausses d'ici fin 2022, la première étant possible dès le mois de mai – puis une politique plus restreinte par la suite.<sup>11</sup> Le décalage entre le marché et la Fed semble suggérer que les investisseurs s'attendent à une erreur de politique ; à savoir, que la banque centrale sera

obligée d'augmenter les taux plus tôt qu'elle ne le souhaite, ce qui entraverait alors la croissance économique et obligerait la Fed à revenir à une position plus accommodante. Les prix du marché ont maintenu les rendements réels des bons du Trésor à 10 ans à des niveaux très bas d'environ -1 %, apportant un soutien ferme aux actifs à risque.<sup>12</sup>

Nous trouvons ce positionnement particulièrement étrange compte tenu du ciblage de l'inflation moyenne de la Fed. Si la banque centrale est, selon sa politique déclarée, prête à laisser l'inflation grimper pendant un certain temps pour atteindre ses objectifs de plein emploi et d'inflation à 2 % sur le long terme, plusieurs hausses des taux en 2022 impliqueraient qu'il existe des préoccupations graves – préoccupations qui ont peu de chances de disparaître avec quelques augmentations symboliques du taux actuel par rapport à leur niveau actuel proche de zéro. Il nous semble que toute erreur de politique prendrait probablement la forme d'un manquement à agir plutôt que d'une action trop précoce. Quoi qu'il en soit, la divergence entre les attentes du marché et les prévisions de la Fed est source de volatilité.

Une autre source potentielle de volatilité est la réaction des marchés à un resserrement des conditions financières. Au cours du précédent cycle de resserrement de la Fed à la fin des années 2010-2019, une combinaison de hausses lentes et mesurées des taux et de baisse des actifs du bilan a fini par placer la structure financière mondiale dans un goulot d'étranglement en 2019 et a poussé la Fed et d'autres banques centrales à privilégier à nouveau l'assouplissement – qui est passé à la vitesse supérieure suite à l'apparition du coronavirus. Cette fois-ci, l'inversion de la politique pourrait s'avérer plus difficile compte tenu des chiffres élevés de l'inflation. Ceci dit, parier contre un « Fed put » a été une stratégie perdante depuis son entrée dans le domaine de l'investissement au milieu des années 1990 sous la présidence Alan Greenspan.

## Un accent mis sur la résilience dans un avenir incertain

Nous pensons que 2022 sera une année intéressante. L'inflation devrait rester élevée au moins jusqu'à la deuxième moitié de l'année, potentiellement à des niveaux au-delà des taux récents de plus de 6 %. La Fed préférerait probablement rester patiente et faire preuve d'analyse dans ses prochaines décisions, parallèlement à la baisse progressive des achats d'actifs, on ne sait pas si la banque centrale aura ce luxe face aux pressions du marché. Même si les origines structurelles d'une inflation élevée commencent à s'estomper, les discordances sur les marchés financiers ou de plus en plus d'anticipations de l'inflation basées sur les marchés pourraient forcer la main de la Fed, bien que nous n'ayons pas encore vu les signes de l'une ces hypothèses.

Les entreprises et les consommateurs pourraient bien augmenter leurs dépenses pour combler l'écart, pendant

que les décisionnaires politiques redonnent progressivement les rênes de l'économie au secteur privé, comme prévu, mais la transition ne se fera pas sans heurts. Il est plus probable que nous constatons d'importantes fluctuations de la croissance économique et de la performance des entreprises d'un trimestre à l'autre, dans la quête d'un nouvel équilibre post-crise.

Compte tenu de l'éventail des résultats potentiels, où les investisseurs peuvent-ils se tourner ? L'estimation du comportement potentiel d'un actif dans divers scénarios d'inflation nécessite non seulement une analyse ascendante, mais également la capacité à accepter que ni le pire scénario ni le meilleur ne pourraient se concrétiser. C'est pourquoi l'équipe Global Value de First Eagle cherche à bâtir des portefeuilles de « tout temps » qui, selon nous,

8. Source : Réserve fédérale ; au 30 novembre 2021.

9. Source : Réserve fédérale ; données au 22 septembre 2021.

10. Source : Réserve fédérale ; données au 22 septembre 2021.

11. Source : Outil FedWatch CME, Réserve fédérale de San Francisco ; données au 17 novembre 2021.

12. Source : Département du Trésor américain ; données au 30 novembre 2021.

ont le potentiel d'offrir des rendements réels attrayants à travers une variété de régimes économiques. Pour ce faire, nous ciblons de manière sélective les entreprises qui, selon nous, ont un potentiel de bénéfices persistants en raison du fait qu'elles possèdent un actif rare et durable, soit un facteur tangible ou intangible qui offre un avantage opérationnel à long terme et qui est très difficile à reproduire par d'autres entreprises.

Pour les actifs corporels, nous recherchons des entreprises disposant de ressources physiques bien situées par rapport à leur concurrence – comme la capacité à générer constamment de solides revenus ou à maintenir des coûts bas – et dotées d'une longue durée naturelle. C'est-à-dire, des actifs capables de générer un écart par rapport à l'actif moyen dans le même secteur.

Pour les actifs corporels, nous recherchons des entreprises disposant de ressources physiques qui sont bien situées par rapport à leur concurrence et qui ont une longue durée naturelle.

Les valeurs immobilières, par exemple, pourraient augmenter parallèlement à d'autres prix dans un environnement inflationniste, mais les propriétés de qualité supérieure dans les zones de premier ordre sont susceptibles de s'apprécier à un rythme plus rapide que la moyenne tout en générant des loyers plus élevés. Equity Residential, par exemple, contrôle près de 80 000 appartements sur les marchés urbains et de banlieue des principales villes américaines, offrant ainsi à l'entreprise des revenus locatifs supérieurs à la moyenne et une conversion de trésorerie disponible plus élevée.<sup>13</sup> Par ailleurs, étant donné la durée relativement courte des baux de location résidentiels, par rapport aux baux sur les bureaux ou les propriétés industrielles, les sociétés comme Equity Residential peuvent rapidement ajuster leurs prix dans un environnement inflationniste, bien que le Covid-19 et son impact incertain sur les futurs comportements vie/travail des Américains ne facilite pas la prévision des prix de location.

Loin des centres de population ciblés par Equity Residential, vous trouverez les mines de potasse de Nutrien, basé à Saskatoon au Canada. Nutrien, plus grand producteur mondial de cet engrais-clé et un acteur majeur dans le domaine de l'azote et du phosphate, maintient un réseau de mines de haute qualité à faible coût, ce qui permet une option de croissance flexible. C'est également le plus grand détaillant agricole au monde, avec plus de 2 000 magasins et une forte présence en ligne. Le modèle commercial intégré de Nutrien permet à l'entreprise d'exploiter la demande d'engrais sur l'ensemble de la chaîne de valeur agricole, bien que les prix des cultures, et donc

la demande d'engrais, tendent à être cycliques et sensibles aux ralentissements de l'activité économique.<sup>14</sup>

La clé des actifs incorporels est une position de marché avantageuse, qui est souvent liée à la taille relative d'une entreprise dans son secteur. Les acteurs dominants dans leur espace peuvent être difficiles à déloger, ce qui se traduit par une longue durée de vie sous la forme de fidélisation de la clientèle, d'un fort pouvoir de fixation des prix et d'un flux de trésorerie stable.

Prenez le groupe LVMH, dont l'acronyme ne rend pas justice à toute l'étendue des 75 maisons de luxe qu'il possède dans les secteurs de la mode, de l'alcool et de la bijouterie, entre autres, y compris certaines des marques les plus prisées au

Une position de marché avantageuse est essentielle pour les actifs incorporels.

monde pour lesquelles, aux yeux de son public cible, il n'existe aucun substitut. Alors que le pouvoir de fixation des prix de ces produits à forte demande représenterait un facteur défensif face aux pressions inflationnistes soutenues, les pressions de la chaîne d'approvisionnement demeurent une préoccupation dans tous les segments de la distribution.

Alors que les logiciels d'entreprise peuvent manquer du cachet de la gamme de *maisons LVMH*, l'échelle et l'expertise d'Oracle lui ont permis de maintenir des taux de renouvellement des clients très enviables, supérieurs à 90 %, et un flux de trésorerie récurrent basé sur des contrats de services de longue durée avec sa base de clients de multinationales de premier ordre.<sup>15</sup> Ceci, combiné à son bilan bien géré, a aidé Oracle dans la migration continue de ses 40 années d'expertise en bases de données vers le cloud, bien que l'exécution continue de cette transition demeure un risque.

Nous remarquons également les opportunités potentielles qui peuvent être découvertes le long de la chaîne de valeur entre les entreprises et leurs consommateurs finaux. Celles-ci comprennent une variété d'« intermédiaires » qui gagnent des commissions pour la fourniture de services allant de la logistique à l'emballage en passant par la distribution. Les environnements inflationnistes peuvent offrir à ces intermédiaires des opportunités de bénéficier d'une partie de l'augmentation des valeurs de transaction dans les secteurs qu'ils desservent sans augmentation majeure de leurs propres coûts d'intrants et de transport d'actifs.

13. Source : Rapports de l'entreprise ; au 30 septembre 2021.

14. Source : Rapports de l'entreprise ; au 30 septembre 2021.

15. Source : Rapports de l'entreprise ; au 30 septembre 2021.

C.H. Robinson, le plus grand courtier de fret d'Amérique du Nord, profite généralement lorsque la demande des consommateurs pour les biens matériels augmente et stimule la demande de véhicules pour transporter ces biens des producteurs aux détaillants ou aux consommateurs finaux. Bien sûr, l'entreprise a tendance à avoir plus de difficultés pendant les périodes d'affaissement de la demande. En reliant les entreprises de tous les secteurs aux fournisseurs de transport, mais sans posséder les camions, les voitures de train ou les avions qui font le transport, C.H. Robinson maintient un modèle d'entreprise léger qui peut s'adapter rapidement aux changements dans l'environnement de tarification. En revanche, Brenntag en Allemagne,

le leader mondial de la fonction hautement spécialisée de la distribution de produits chimiques, maintient un modèle d'entreprise plus exigeant en actifs. Avec sa vaste empreinte (670 sites dans 78 pays) et sa clientèle diversifiée (automobile, cosmétique, pharmaceutique et bien d'autres), nous pensons que Brenntag est positionnée pour bénéficier potentiellement de la hausse des prix dans une variété d'industries et de régions. Comme avec C.H. Robinson, Brenntag est sensible aux fluctuations de la demande sur les marchés finaux qu'elle dessert.

## Actifs réels en quête de rendements réels

**Historiquement, les investisseurs se sont souvent tournés vers des actifs réels à la recherche de rendements réels pendant les périodes d'inflation plus élevée. Cela comprend à la fois les actifs physiques et les actions d'entreprises impliquées dans leur propriété ou leur production, à savoir des entreprises dans des industries comme les matériaux de base, les produits chimiques, l'énergie, l'infrastructure, l'immobilier et les services publics. Ici aussi, la sélectivité est essentielle.**

Par exemple, alors que l'énergie était une bonne couverture dans les années 1970 compte tenu des perturbations massives de l'approvisionnement, son bêta élevé pour l'activité commerciale pourrait être un obstacle dans les environnements marqués par une baisse de l'activité commerciale, en particulier pour les opérateurs ayant des coûts élevés par baril. Timberland, un autre géant des matières premières, a également servi de couverture efficace contre l'inflation dans le passé et peut maintenant compter sur une source de demande supplémentaire à mesure que le marché des crédits d'émissions de carbone se développe. Les valeurs immobilières peuvent augmenter parallèlement à d'autres prix de l'économie étant donné la nature à long terme des baux commerciaux. Cependant, un bien immobilier résidentiel bien situé peut être mieux placé pour bénéficier d'une évolution plus élevée des prix que l'espace de bureau.

First Eagle a une longue histoire d'exploration dans l'espace des actifs réels pour trouver des opportunités qui répondent à nos critères d'investissement. Plus particulièrement, bon nombre de nos portefeuilles chez First Eagle ont une allocation stratégique à l'or, par le biais de lingots, de mineurs et d'entreprises de streaming/redevance, comme couverture potentielle de longue durée et qui, selon nous, peut offrir aux portefeuilles une source de résilience dans une grande variété de circonstances défavorables tout en soutenant un pouvoir d'achat réel quels que soient les cycles de marché.



**Les titres mentionnés dans cet article ne doivent pas être considérés comme une recommandation d'acheter, de détenir ou de vendre des titres.**



# Actions US Small Cap : les opportunités offertes par la volatilité

En avril 2021, First Eagle a créé une nouvelle équipe Small Cap composée du gestionnaire de portefeuille **Bill Hensch**, des gestionnaires de portefeuille associés **Suzanne Franks** et **Rob Kosowsky**, et de l'analyste de recherche principal **Adam Mielnik**. Bien qu'elle soit nouvelle, cette équipe est bien établie dans l'industrie, ses membres ayant précédemment travaillé ensemble sur une stratégie d'actions à faible capitalisation dans une autre entreprise. Ci-dessous, les membres de notre nouvelle équipe Small Cap parlent de leur approche éprouvée pour exploiter les opportunités sur le marché des actions à faible capitalisation et de la manière dont ils approchent l'environnement incertain d'aujourd'hui.

## Q :

### Pourquoi les actions à faible capitalisations ?

#### Bill :

Les actions à faible capitalisation représentent un segment particulièrement volatile et mal valorisé du marché boursier américain. Nous sommes convaincus que ces dynamiques peuvent créer des opportunités pour des gestionnaires d'investissement actifs disciplinés d'identifier les faibles capitalisations sous-évaluées dans le but de générer des rendements attractifs pour les investisseurs à long terme grâce à des portefeuilles diversifiés.

Des milliers d'entreprises à faible capitalisation et à micro-capitalisation sont cotées en bourse à travers les États-Unis et participent à un large éventail de secteurs, mais elles ont un certain nombre de caractéristiques communes qui les distinguent des grandes entreprises et favorisent une plus grande volatilité des prix. Les petites entreprises ont tendance à offrir une gamme de produits ou de services relativement étroite, la plupart (mais

Notre stratégie vise à bâtir des portefeuilles d'actions diversifiés qui non seulement se négocient à un niveau que nous estimons être une décote de leur valorisation normalisée, mais qui ont également un catalyseur visible et fondamentalement sain pour l'amélioration des prix.

pas toutes) étant concentrées sur le marché américain, ce qui se traduit par une source limitée de revenus et de bénéfices. Alors que de nombreuses petites entreprises ont des équipes de gestion de haute qualité, elles ont tendance à manquer de profondeur organisationnelle, faisant du risque de personne-clé une préoccupation plus importante. Elles ont généralement un accès plus limité aux marchés de capitaux que les grandes entreprises, ce qui peut se traduire par des bilans vulnérables. Par ailleurs, leurs actions sont souvent peu négociées et ont une couverture limitée par les analystes de Wall Street. Ces risques sont encore plus prononcés dans l'espace des micro-capitalisations, où, en tant que véritables spécialistes dans ce domaine, nous nous sentons chez nous.

En raison de leur risque inhérent plus élevé, les actions à faible capitalisation ont historiquement surperformé les actions à forte capitalisation. La stratégie de notre équipe repose sur l'hypothèse que nous pouvons élargir davantage cet écart de performance en créant des portefeuilles d'actions diversifiés qui non seulement se négocient avec

ce que nous pensons être une décote de leur valorisation normalisée, mais disposent également d'un catalyseur visible et fondamentalement solide d'amélioration des prix.

## Q :

### Comment la recherche d'opportunités dans l'univers des petites capitalisations diffère-t-elle du marché pour les actions à forte capitalisation ?

#### Suzanne :

Comme Bill l'a mentionné, les actions à faible capitalisation ont tendance à disposer d'une couverture limitée par les analystes de Wall Street, ce qui, selon nous, est une raison majeure pour laquelle le prix du marché de sociétés individuelles peut parfois être largement déconnecté de leurs valeurs normalisées. Cela s'explique pour un certain nombre de raisons, selon nous. La première relève du fait que certaines sociétés sont simplement évaluées de manière inefficace par le marché, généralement en raison d'une sous-estimation de la valeur de la somme des parties. D'autres entreprises représentent des scénarios de redressement classiques dans lesquels certains événements indésirables comme la perturbation de la demande ou un échec de la gestion diminuent le prix d'une action jusqu'à ce qu'une solution puisse être mise en œuvre et que les améliorations soient reconnues par le marché. Enfin, nous avons des entreprises dont les qualités, qu'il s'agisse d'accélérer le potentiel de croissance, l'efficacité de leurs opérations ou une position avantageuse dans l'industrie, semblent sous-estimées par le marché.

Les entreprises ayant des avantages concurrentiels, quelle que soit leur taille, ont tendance à se négocier avec une prime par rapport à leurs concurrents de moindre qualité.

Malgré leurs nombreuses différences, l'un des points communs entre les sociétés à forte et à faible capitalisation est que les entreprises offrant des avantages concurrentiels, quelle que soit leur taille, ont tendance à être négociées avec une prime par rapport à leurs concurrents de moindre qualité. À la lumière de ces éléments, nous recherchons des entreprises dont le prix est à un plus bas historique ou de leur secteur d'activité, puis nous cherchons à comprendre pourquoi le prix est aussi bas et si c'est réparable. Si nous estimons que la faiblesse actuelle est due à un problème transitoire, nous recherchons un catalyseur spécifique à l'horizon qui pourrait servir à normaliser la valeur boursière de l'action. Ces catalyseurs peuvent inclure une nouvelle direction, un cycle commercial plus favorable, l'innovation produit et l'amélioration de la marge, et ils sont essentiels pour éviter les « pièges de valeur » nous faisant croire que les actions à bas prix sont bon marché pour une raison particulière.

### **Rob :**

Dans l'équipe, nous disons toujours « aucun prix n'est trop bas ». Sur le marché des petites capitalisations en particulier, les prix peuvent chuter indépendamment des fondamentaux simplement parce qu'il n'y a pas d'acheteur de l'autre côté de la transaction. Nous avons une approche très disciplinée pour profiter de ces opportunités. Au lieu d'essayer d'identifier le plancher d'une action, qui tend à être illusoire, nous établissons une position à un niveau que nous trouvons attrayant et nous y ajoutons progressivement afin d'obtenir le meilleur prix moyen possible. Cette patience a tendance à porter ses fruits lorsque les marchés changent et que les prix se normalisent. Notre discipline de vente est la même, mais à l'inverse. Nous fermons lentement nos positions à un prix que nous trouvons suffisamment gratifiant et à un rythme qui peut être absorbé par le marché sans affecter indûment le prix.

Investir dans l'espace des petites capitalisations est un cycle continu de vente d'actions et de redéploiement des bénéfices dans de nouvelles positions. Nous ne voulons pas détenir indéfiniment un panier d'actions de valeur. Nous voulons que les actions que nous achetons surmontent leurs problèmes et deviennent attrayantes pour les investisseurs en actions à faible capitalisation ou de croissance. Avec l'amélioration des fondamentaux, la décote peut éventuellement rétrécir, voire disparaître. Une fois que notre cas d'investissement sur une action est réalisé, nous passons à la prochaine opportunité.

### **Q :**

**Comment votre équipe reste-t-elle au fait de toutes les entreprises de l'univers vaste et moins couvert des petites capitalisations ?**

#### **Suzanne :**

Honnêtement, c'est beaucoup de travail. Mais la beauté de ce travail, c'est qu'avec chaque actions que nous possédons, nous nous concentrons sur un problème défini et sur ce que l'entreprise fait pour le résoudre. Nous observons plus de 1 000 rapports de résultats par an, mais nous n'avons pas besoin de nous pencher sur tous les détails individuels de la performance d'une entreprise ; nous sommes principalement intéressés par les progrès qu'elle fait pour surmonter l'obstacle identifié à l'appréciation des prix.

Pour chaque action que nous détenons, nous nous concentrons sur un problème défini et sur ce que l'entreprise fait pour le résoudre.

#### **Adam :**

Les quatre membres de l'équipe US Small Cap sont des analystes, et nous sommes tous des généralistes. Nous présentons tous des investissements potentiels provenant d'un grand éventail de secteurs et d'industries, et lorsqu'une entreprise entre dans le portefeuille, nous effectuons une rotation de la couverture primaire de cette entreprise au fil du temps. Nous nous réunissons chaque matin pour parcourir le portefeuille de haut en bas, de la plus grande position à la plus petite, et nous avons ainsi un forum pour discuter des actualités de l'un des titres du portefeuille. Ces actualités peuvent être une annonce concernant une offre d'actions, une acquisition, les bénéfices, la volatilité des prix... Vraiment tout.

Nous pensons que cette approche permet à chacun d'entre nous de rester à jour concernant tous les noms du portefeuille tout en favorisant un ensemble plus large d'opinions et une attache moins personnelle à des actions individuelles.

#### **Suzanne :**

En termes de génération de nouvelles idées d'investissement, nous filtrons très peu, ce qui est surprenant pour certaines personnes. Nous préférons lire le plus possible – pas seulement les informations générales du marché ou macroéconomiques, mais également des publications spécifiques à l'industrie comme *Women's Wear Daily*, *Automotive News* ou *Semiconductor Review*, dans l'espoir de trouver des idées de recherches supplémentaires. Nous écoutons également beaucoup ; nous avons environ 1 400 échanges par an avec les directions d'entreprise, par le biais de conférences, de réunions en tête-à-tête, de discussions sur les résultats, etc.

**Bill :**

Avant le Covid, nous participions régulièrement à des conférences de l'industrie et nous pouvions assister aux présentations de 10 ou 12 entreprises à faible capitalisation au cours d'une seule journée ; la plupart de ces entreprises n'étaient pas nécessairement dans le domaine visé du point de vue de la tarification, mais nous les avons quand-même toutes considérées. Pendant des années, je me suis rendu à une conférence annuelle des consommateurs en Floride où j'échangeais avec les représentants de tout un tas de restaurants à faible capitalisation qui ne répondaient pas à nos critères d'investissement. Avec l'apparition du coronavirus et ses perturbations sur les marchés et l'économie, en particulier dans l'espace des restaurants, ces noms sont soudainement devenus des options viables pour notre stratégie.

**Rob :**

Nous travaillons tous dans l'espace des faibles capitalisations depuis un certain temps et dans diverses capacités, et nous avons tous une histoire avec ces entreprises. Un grand nombre de nos idées d'investissement impliquent des sociétés dans lesquelles nous avons investi ou sur lesquelles nous avons effectué des recherches. Encore une fois, il s'agit de petites entreprises avec des ressources limitées par rapport aux sociétés à capitalisation plus importante. Parfois, un problème est résolu puis réapparaît plus tard, ou un autre problème se pose et altère l'évaluation du marché. Il peut également s'agir d'une entreprise cyclique dont le prix fluctue avec les conditions de son secteur. Nous nous considérons comme des actionnaires à long terme et, dans la pratique, les représentants de beaucoup de nos sociétés de portefeuille, passées et présentes, ont tendance à venir nous voir une fois par an pour nous tenir au courant de leurs opérations.

**Q :**

**Intégrez-vous des considérations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) dans votre analyse ?**

**Rob :**

Nous avons toujours estimé que la prise en compte des facteurs ESG était à bien des égards implicite dans notre recherche et les types d'opportunités d'investissement que nous ciblons. Les revirements commerciaux, par exemple, sont souvent dus à des améliorations de la gouvernance d'entreprise. Les entreprises dont la croissance s'accélère pourraient saisir des opportunités dans le domaine des énergies renouvelables pour stimuler cette croissance. La capacité à gérer des facteurs sociaux peut avoir un impact significatif sur les opérations de toute entreprise.

Cependant, en 2020, lorsque nous travaillions pour une autre entreprise, nous avons commencé à formaliser la manière dont les considérations ESG sont intégrées dans notre recherche, et l'analyse ESG est désormais une partie explicite de notre processus. Nous étudions et documentons les facteurs ESG pertinents pour chaque nouvelle action que nous examinons, en observant les notations de tiers, les déclarations d'entreprise et les rapports de développement durable, afin de déterminer les risques et les opportunités que ces facteurs représentent pour l'entreprise. Nous n'excluons personne, mais nous entrons dans chaque nouvel investissement avec une bonne compréhension de l'emplacement d'une entreprise du point de vue ESG et de la manière dont cela peut avoir un impact sur sa capacité à améliorer sa valorisation de marché.

Bien que nous ayons toujours senti que la prise en compte des facteurs ESG était à bien des égards implicite dans notre processus, en 2020, nous avons formalisé la manière dont ces préoccupations sont intégrées dans nos recherches.

**Bill :**

Il est intéressant de noter que, il y a seulement six mois, il était difficile d'obtenir des informations ESG explicites et détaillées de la part des sociétés à faible capitalisation ; ce n'était tout simplement pas quelque chose qu'elles se sentaient obligées de fournir. Cependant, le vent a rapidement tourné et l'ESG semble désormais faire partie de tous les rapports de résultats que nous examinons. Même les petites entreprises reconnaissent l'impact que ces questions peuvent avoir sur la performance et le sentiment des investisseurs.

**Q :**

**Votre stratégie détient généralement 150 à 300 actions. Quels sont les avantages d'une telle diversification ?**

**Rob :**

La diversification, parallèlement à la valorisation, est un élément-clé de notre gestion des risques de portefeuille. Cela est, en partie, inhérent au marché des petites capitalisations lui-même. N'oubliez pas, ces sociétés sont petites, parfois très petites. Un portefeuille concentré d'actions à faible capitalisations peut finir par détenir une part plus importante que souhaité d'une société individuelle en mettant simplement les actifs au travail. De plus, la liquidité quotidienne de ces titres tend à être limitée, de sorte que même lorsque nous bâtissons nos positions relativement petites, nous le faisons lentement afin de ne pas influencer indûment sur le cours des actions. Comme je l'ai mentionné précédemment, cela nous aide à obtenir un meilleur prix moyen sur les actions que nous achetons.

Notre large diversification nous aide également à gérer les flux de trésorerie des clients. En cas de souscription ou de rachat important, il est beaucoup plus efficace pour nous d'acheter ou de vendre 5 000 actions de 200 positions différentes plutôt que d'acheter ou de vendre 500 000 actions d'un seul nom, compte tenu du manque général de liquidité du marché des petites capitalisations, comme noté précédemment. Mais cela est aussi lié aux facteurs de risque accrus auxquels les petites entreprises sont confrontées ; une vente massive peut punir les actions indépendamment de leur valeur fondamentale, et nous serions réticents à réduire significativement une position dans laquelle nous continuons à croire simplement pour lever des fonds.

La diversification est un élément-clé de la gestion des risques de notre portefeuille. Tout a plus de poids pour une petite entreprise et même un événement indésirable assez mineur pourrait potentiellement être fatal.

**Suzanne :**

Tout a plus de poids pour une petite entreprise. Un événement indésirable qui constitue un problème pour un titre du S&P 500 pourrait potentiellement être fatal pour l'une de nos sociétés, étant donné les caractéristiques des petites sociétés dont nous avons parlé précédemment. Bien que nous nous attendions à ce que chaque action que nous achetons soit gagnante, nous savons qu'en fin de compte certaines de nos théories d'investissement ne se concrétiseront pas. Du point de vue de la gestion des risques, nous pensons qu'il est logique de ne pas avoir tous nos œufs dans un nombre limité de paniers. Un portefeuille concentré est faisable, mais cela s'accompagne d'un profil risque-rendement très différent.

**Q :**

**Où voyez-vous des opportunités sur le marché actuel des petites capitalisations ?**

**Bill :**

Notre sélection des actions est ascendante, mais nous sommes parfois capables d'identifier plusieurs entreprises au sein du même secteur d'activité qui, selon nous, sont sous-évaluées et ont le potentiel de bénéficier des mêmes catalyseurs. Un exemple actuel en est dans le secteur du matériel d'équipement pour semi-conducteurs. À notre avis, le développe-

ment de la capacité de fabrication de semi-conducteurs en Asie, en Amérique du Nord et même en Europe est susceptible de générer une demande significative pour les produits fabriqués par une poignée d'entreprises disposant d'une expertise technique hautement spécialisée. Nous pensons qu'un certain nombre d'actions bénéficieront de cette demande, y compris les entreprises qui conçoivent et créent des systèmes de fabrication de semi-conducteurs pour ceux qui fournissent l'équipement et les services destinés à tester et inspecter les puces.

Notre sélection des actions est ascendante, mais il arrive que plusieurs entreprises dans le même secteur semblent avoir le potentiel de bénéficier des mêmes catalyseurs.

**Adam :**

Nous avons également ajouté des positions dans des entreprises tout au long de la chaîne d'approvisionnement aérospatiale, un autre segment de l'économie desservi par les sociétés à faible capitalisation où l'expertise est primordiale et les obstacles à l'entrée sont importants. L'aviation commerciale se remet tout juste des effets du coronavirus et il n'y a qu'une poignée d'entreprises que nous considérons comme ayant les compétences



nécessaires pour répondre à la demande de normalisation pour les matériaux, composants et systèmes essentiels utilisés dans les applications aérospatiales au coût de défaillance élevé.

Un autre domaine que nous aimons beaucoup est celui des constructeurs de maisons. Nous comprenons que cela puisse être un peu controversé, car la forte hausse des prix du logement au cours de la dernière année pourrait suggérer que les implications du coronavirus ont fait bondir la demande. Ceci dit, nous continuons à voir beaucoup de raisons de rester optimistes quant à la demande de logements. Lorsque nous examinons les données normalisées de l'offre et de la demande pour le logement aux États-Unis, le pays manque encore de centaines de milliers de logements. Dans le même temps, les taux d'intérêt restent bas, l'emploi s'améliore et les salaires ont augmenté. Et malgré l'augmentation des prix des logements, l'indice d'accessibilité à la propriété est bien inférieur aux niveaux de l'année précédente.<sup>1</sup> À notre avis, tout cela devrait se traduire par un cycle plus long que prévu.

**Q :**  
**À quoi vous attendez-vous dans l'espace des petites capitalisations à l'avenir ?**

**Bill :**

Il se passe toujours quelque chose dans l'espace des petites capitalisations mais, de nos jours, nous devons filtrer beaucoup de bruit pour trouver des signaux significatifs. Cela est en grande partie lié à l'impact des perturbations de la chaîne d'approvisionnement et de la demande liées au coronavirus sur une grande variété d'industries. Prenez les vélos, par exemple. Les vélos sont difficiles à trouver depuis plus d'un an maintenant en raison de l'augmentation de la demande et d'une variété de complications de la chaîne d'approvisionnement. Mais le récent pic des ventes de vélos représente-t-il un changement durable de la demande susceptible de générer des revenus et des bénéfices dans l'ensemble de l'industrie pour une période prolongée ? Nous tendons à penser que non, mais cela ne signifie pas que des opportunités d'investissement à des prix attractifs ne peuvent pas émerger dans ce domaine.

Et bien que nous soyons des sélectionneurs d'actions, nous n'ignorons pas l'état du monde. Qu'il s'agisse des variants du coronavirus, de problèmes géopolitiques, des prix des matières premières ou de toute autre préoccupation, nous devons tenir compte de l'impact potentiel des risques systémiques sur les entreprises dans l'espace des petites capitalisations. Mais notre processus d'investissement est conçu pour ce type d'environnement. Ces risques à court terme, même graves, peuvent créer des opportunités pour nous permettre d'investir de manière sélective dans des sociétés qui, selon nous, ont le potentiel de générer des rendements supérieurs au marché à long terme, et nous poursuivrons agressivement ces opportunités à mesure qu'elles émergent.

En d'autres termes, il s'agit d'un processus laborieux. Il faut vraiment aimer faire tout ce travail.

De nos jours, il semble que nous devons filtrer beaucoup de bruit sur les marchés pour trouver des signaux significatifs. Mais notre processus d'investissement est conçu pour ce type d'environnement.

1. Source : Association nationale des agents immobiliers ; données au 12 août 2021. L'indice d'accessibilité à la propriété mesure si une famille typique gagne ou non suffisamment de revenus pour pouvoir prétendre à un prêt hypothécaire sur une maison typique aux niveaux national et régional en fonction des données les plus récentes sur les prix et les revenus.

An aerial, high-angle photograph of a modern city with numerous skyscrapers and dense urban development. In the lower right foreground, a large, circular, metallic structure, possibly a dome or a large architectural feature, is visible. The image is overlaid with a semi-transparent white box containing text.

# Les marchés du crédit peuvent-ils voler de leurs propres ailes ?

Le soutien rapide et étendu des banques centrales et d'autres organismes gouvernementaux a permis à un certain nombre d'entreprises d'éviter les problèmes de liquidité, et potentiellement la faillite, pendant les pires perturbations économiques du coronavirus, et cela a stimulé des rebonds significatifs sur les marchés du crédit. Nous nous sommes entretenus avec **Ed Meigs** et **Sean Slein**, **gestionnaires** de portefeuille de l'équipe Global Value, pour comprendre comment le soutien des banques centrales a stabilisé les marchés obligataires et comment la réduction progressive de ce soutien pourrait les affecter à l'avenir.

**Q :**

**Dans notre dernière édition de *Reflections*, vous avez parlé de l'impact puissant de l'intervention des banques centrales sur les marchés obligataires, paralysés par la récession provoquée par la pandémie. Est-ce que ce soutien gouvernemental continue de diriger ces marchés ?**

**Ed :**

En bref, oui. La Réserve fédérale et d'autres banques centrales ont fourni des liquidités lorsqu'il n'y avait pas assez d'acheteurs pour répondre aux besoins des vendeurs ; elles sont intervenues et ont empêché les prix de baisser davantage. En servant de filets de sécurité, les banques centrales ont donné aux investisseurs la confiance nécessaire pour pénétrer à nouveau un marché dont la dynamique fondamentale du risque avait profondément changé. Ce faisant, elles ont changé la nature des marchés des titres à revenu fixe. Elles ont également devancé la période de « nettoyage » typique des virages cycliques au cours de laquelle les crédits et modèles commerciaux les plus faibles – qui n'ont pas accès au capital dans un environnement de souscription compétitif – échouent. Cela a placé le marché du haut rendement dans un état inconnu où l'abondance de liquidités se traduit par des évaluations agressives.

L'hypothèse selon laquelle les banques centrales seront prêtes à fournir des liquidités si nécessaire a eu un effet prévisible sur le comportement des investisseurs.

De nombreux investisseurs obligataires semblent supposer que la Fed et d'autres banques centrales seront disposées à intervenir à nouveau si des liquidités s'avéraient nécessaires. Cette hypothèse a eu un effet prévisible sur le comportement des investisseurs ; avec des taux d'intérêt bas sur les placements à revenu fixe, de nombreux investisseurs avides de rendements ont accepté les risques qu'ils auraient probablement évités par le passé, sachant qu'ils seront protégés par les autorités monétaires dans toutes crises futures. Bien que l'effet de levier reste élevé sur les marchés des obligations à haut rendement et des prêts largement syndiqués, les investisseurs ne s'inquiètent que peu du risque de crédit ou du risque de défaut. Compte tenu de la répression des rendements, la qualité du crédit a diminué. Ce marché est devenu très complaisant.

**Sean :**

La confiance des investisseurs dans les banques centrales pourrait s'avérer justifiée ou mal placée. Le temps nous le dira. Étant intervenue à plusieurs reprises depuis le milieu des années 1990 et la naissance du « Fed put », la banque centrale pourrait se sentir obligée d'intervenir à nouveau si les marchés se figent. Ceci dit, la Fed serait-elle disposée à socialiser les pertes d'investissement potentielles, tout en laissant des gains entre les mains privées, si une situation exigeait des multiples du capital qui a été déployé en 2020 ? Pourrait-elle réintroduire le concept de danger moral sur les marchés ?

**Q :**

**Comment la complaisance des investisseurs a-t-elle affecté les marchés des titres à revenu fixe ?**

**Sean :**

Le premier endroit où l'on constate cet impact est le marché obligataire principal. Les nouvelles émissions américaines à haut rendement ont atteint un niveau record en 2020, puis elles ont dépassé ce niveau en 2021.<sup>1</sup> Les émissions d'entreprises de qualité investissement ont également atteint un nouveau record en 2020, puis elles ont ralenti en 2021. Les sociétés de qualité investissement disposaient généralement de beaucoup de liquidités et, en 2020, elles ont été prudentes quant à l'augmentation de leurs charges de dette. En revanche, les sociétés à haut rendement ayant besoin de liquidités en 2020 ont été agressives dans leurs émissions d'obligations malgré des taux élevés et, en 2021, certaines ont lancé des appels d'offres en vue de réduire leurs coûts de financement.

Les nouvelles émissions américaines à haut rendement ont atteint un niveau record en 2020, puis ont dépassé ce niveau en 2021.<sup>1</sup>

1. Source : Bloomberg ; données au 9 novembre 2021.

Dans leur quête de rendements, les investisseurs ont manifesté un vif appétit pour les obligations, en particulier les obligations de faible qualité, et ils étaient prêts à fournir un capital abondant. Les émetteurs à haut rendement n'ont pas hésité à emprunter cet argent, que ce soit pour renforcer leurs bilans, refinancer des dettes plus chères ou, plus récemment, financer des rachats à effet de levier (« finance leveraged buyouts », LBO). La dette à haut rendement émise à cette fin a augmenté en 2021 et elle est en bonne voie pour dépasser les émissions des années 2018 à 2020 combinées.<sup>2</sup> Historiquement, une hausse du financement LBO a souvent été le signe d'un marché étendu. Nous nous demandons si les coupons actuels compensent de manière adéquate les investisseurs pour ce que nous pensons être des risques de défaut de paiement importants parmi ces questions liées aux LBO, dont beaucoup relèvent des obligations les moins bien notées.

#### Ed :

Les investisseurs ont généralement été prêts à absorber les émissions massives. Avec des taux de trésorerie constamment inférieurs aux niveaux d'avant Covid, malgré les préoccupations au sujet de l'inflation, les personnes avides de rendements ont peu d'endroits où se tourner ; elles ont cherché des rendements là où elles pouvaient les trouver, y compris dans divers types de papier à effet de levier. Pour les investisseurs offshore, les faibles coûts de couverture dus à la baisse des taux d'intérêt ont été une autre incitation à investir sur le marché américain du haut rendement. Ces facteurs, renforcés par la confiance dans le soutien des autorités monétaires, ont permis de soutenir le marché.

Pour les investisseurs offshore, les faibles coûts de couverture ont été une autre incitation à investir sur le marché américain du haut rendement.

#### Q :

**Initialement, la performance des titres à revenu fixe était axée sur des questions de qualité. Est-ce toujours le cas ?**

#### Ed :

Les investisseurs favorisaient le papier de qualité investissement durant le rebond initial en 2020, puis ils ont de plus en plus migré vers les marchés du crédit à effet de levier et, dans le cadre du crédit à effet de levier, vers les émissions à plus faible notation. Les obligations souveraines à long terme, par exemple, sont passées du secteur le plus performant du marché des titres à revenu fixe en 2020 au plus mauvais, du début de l'année 2021 jusqu'à la fin du mois de novembre, et les marchés de qualité investissement ont été globalement négatifs sur cette période.<sup>3</sup> D'un autre côté, les performances des obligations à effet de levier ont été positives sur l'ensemble du spectre des notations en 2021 et les obligations<sup>4</sup> notées CCC ont presque triplé la performance des obligations BB depuis le début de l'année.<sup>5</sup>

Dans le même temps, les rendements absolus des obligations sur l'ensemble du spectre du crédit ont diminué. Les écarts ajustés en fonction des options sont en train de se rapprocher des creux records de 2007 sur les marchés de qualité investissement et de haut rendement, tandis que les plus bas rendements (« yield-to-worst ») des obligations de haut rendement sont passés bien en-dessous des creux récents.<sup>6</sup> La compensation par tour d'effet de levier sur le marché des obligations à haut rendement est très proche des plus bas historiques.<sup>7</sup>

#### Sean :

L'amélioration des fondamentaux a quelque peu soutenu le resserrement. Le taux de défaut de l'émetteur – un indicateur de crédit à la traîne – et le ratio de détresse – un indicateur principal – sont tous deux revenus à leurs niveaux d'avant Covid, alors que le marché primaire largement ouvert a fourni aux émetteurs en difficulté, entre autres, l'accès au refinancement.<sup>8</sup> Les agences de notation ont rapidement réévalué les émissions qu'elles avaient récemment révisées à la baisse, et le ratio de révisions à la hausse/à la baisse a augmenté.<sup>9</sup> Avec la baisse de la dette agrégée et la hausse du BAIIA (bénéfice avant

2. Source : S&P Global LCD ; au 12 novembre 2021.

3. Source : FactSet ; données au 30 novembre 2021.

4. Une notation de crédit, telle que représentée ici, est une évaluation fournie par une organisation de notation statistique reconnue au niveau national (« nationally recognized statistical rating organization », NRSRO) sur la solvabilité d'un émetteur en ce qui concerne ses obligations de dette, y compris des titres spécifiques, des instruments du marché monétaire ou d'autres obligations. Les notations sont mesurées sur une échelle qui varie généralement de AAA (la plus élevée) à D (la plus faible) ; les notations sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Non évalué (« Not Rated », NR) indique que le débiteur n'a pas été noté et cela ne doit pas être interprété comme indiquant une qualité médiocre. Pour plus d'informations sur la méthodologie de notation de Standard & Poor's, veuillez consulter [standardandpoors.com](http://standardandpoors.com) et sélectionner « Comprendre les notations » dans Ressources de notation.

5. Source : FactSet ; données au 31 octobre 2021.

6. Source : JPMorgan ; données au 30 septembre 2021.

7. Source : Morgan Stanley Research, Bloomberg, S&P LCD ; données au 30 septembre 2021.

8. Source : S&P Global Ratings ; données au 30 septembre 2021.

9. Source : Moody's Investors Service ; données au 30 septembre 2021.

intérêts, impôts et taxes et amortissement ou « earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization », EBITDA), l'effet de levier brut du marché du haut rendement s'est quelque peu amélioré, bien qu'il soit resté à des niveaux élevés suggérant une période post-récession plutôt que le milieu d'un cycle de crédit haussier.<sup>10</sup>

**Q :**

**Quel est le rôle de l'inflation dans tout cela ?**

**Ed :**

L'inflation est un risque que nous surveillons de près. La perturbation des chaînes d'approvisionnement n'a pas été facile à réparer ; de nombreux navires ne peuvent toujours pas s'amarrer sur la côte ouest, et des piles de conteneurs attendent toujours d'être livrés dans des centres de transport à travers les États-Unis. Même le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, qui a longtemps soutenu que les pressions sur les prix étaient temporaires, est devenu de plus en plus agressif. Début novembre, la Fed a annoncé un plan visant à réduire progressivement ses achats d'obligations à un rythme qui permettrait au programme de prendre fin à la mi-2022.<sup>11</sup> Toutefois, à la fin du mois, Powell disait au Sénat que la banque centrale pourrait avoir besoin d'accélérer le rythme de cette baisse, soulignant que les pressions inflationnistes devenaient une préoccupation plus importante, en particulier avec l'émergence du variant Omicron. Le dernier dot plot des prévisions de la Fed, publié en septembre, suggérait que les décisionnaires étaient divisés sur la nécessité de relever les taux en 2022, mais qu'ils devaient agir en 2023. Il est probable que le prochain dot plot, publié le 15 décembre, implique une action à court terme de la part de la banque centrale.

Nous pensons que les risques posés par l'inflation et le potentiel de hausse des rendements des bons du Trésor soulignent la nécessité de rester prudents concernant les investissements sur les marchés obligataires, en particulier en raison des valorisations exagérées actuelles. Une augmentation mesurée des taux directeurs peut être absorbée par les marchés du crédit. Cependant, les choses pourraient devenir très problématiques si le marché perdait confiance dans la capacité de la Fed à contrôler l'inflation et que les « justiciers » du marché des obligations décidaient de pousser les prix à la hausse.

Nous pensons que les risques posés par l'inflation et le potentiel de hausse des rendements des bons du Trésor soulignent la nécessité de rester prudents.

**Q :**

**Comment investissez-vous dans cet environnement complexe ?**

**Sean :**

Il est vraiment difficile d'envisager des problèmes dans un environnement de soutien monétaire abondant et de soutien implicite de la Fed. Mais comme Ed aime le dire, « C'est toujours la balle que vous ne voyez pas qui vous tue ».

Les spreads sont compressés et il y a beaucoup de transactions d'achat. Pour nous, cela signifie que la tendance haussière du marché est limitée. Nous recherchons des opportunités de déployer du capital tout en réduisant les risques pour lesquels nous ne sommes pas rémunérés. Comme toujours, nous gérons le risque de manière ascendante, en recherchant des obligations qui offrent un profil risque-rendement attrayant et où les émetteurs peuvent sortir potentiellement gagnants à mesure que le cycle du crédit se poursuit. Nous avons fait preuve d'une qualité irréprochable et nous avons renforcé la structure du capital tout en recherchant des opportunités d'échanger des obligations remboursables contre de nouvelles émissions. Notre profil de durée jusqu'à la fin octobre était plus court que celui du marché, mais une régression des rendements des bons du Trésor pourrait entraîner une réévaluation du risque et offrir des opportunités d'extension.

10. Source : Morgan Stanley Research ; données au 30 septembre 2021.

11. Source : Réserve fédérale ; données au 3 novembre 2021.

**La notation des titres à haut rendement est plus faible que celle des titres de qualité investissement, car il existe une plus grande possibilité pour l'émetteur de ne pas pouvoir payer les intérêts et le principal sur ces titres. Les titres à haut rendement comportent un risque plus élevé que les titres mieux notés et les portefeuilles qui investissent dans ces titres peuvent être soumis à des niveaux de risque de crédit et de liquidité plus élevés que les portefeuilles qui ne le font pas.**



---

# Un itinéraire sélectif du crédit négociable

L'équipe Alternative Credit de First Eagle a démarré l'année 2021 pleine de confiance quant aux perspectives de crédit négociable, compte tenu de l'impressionnante reprise du marché au cours du deuxième semestre 2020, et notre confiance a été récompensée par des performances positives dans l'ensemble des industries en 2021. Bien qu'il y ait des raisons de croire que le marché des prêts va rester robuste dans l'année à venir, nous pensons que la sélectivité du crédit pourrait à nouveau devenir un facteur-clé de réussite en 2022.

Ci-dessous, trois membres de l'équipe Alternative Credit, **Brian Murphy**, directeur des marchés de capitaux et principal gestionnaire de portefeuille ; **Steve Krull**, responsable de la négociation et gestionnaire de portefeuille ; et **Trevor Dieckmann**, gestionnaire de portefeuille, présentent leurs points de vue sur les conditions fondamentales et techniques qui prévalent sur les risques susceptibles de faire dérailler leur dernière série de victoires. Suite à cet aperçu, les leaders de nos cinq secteurs verticaux de l'industrie offrent un regard sur leurs domaines d'expertise.

## L'offre et la demande de prêts se sont rapidement remises des bouleversements du coronavirus

Les marchés du crédit se sont presque immobilisés vers la fin du premier trimestre 2020 puisque l'épidémie de Covid-19 a favorisé une période prolongée d'inactivité économique. Les entreprises en quête désespérée de liquidité sur les marchés publics se sont confrontées à des investisseurs non réceptifs et la Réserve fédérale a réagi rapidement et avec vigueur, en déployant toutes les mesures mises en œuvre en réponse à la crise financière mondiale, y compris des taux directeurs proches de zéro et un assouplissement quantitatif massif, ainsi que de nouvelles mesures spécifiquement destinées à soutenir les marchés obligataires d'entreprises primaires et secondaires aux États-Unis. Le filet de sécurité offert par la Fed a eu l'effet souhaité et les investisseurs ont rapidement refait surface, ce qui s'est traduit par des spreads nettement plus serrés pour les titres de toutes qualités et pour toutes les structures de capital.

La dynamique économique et l'amélioration considérable des fondamentaux du crédit en 2021 ont davantage ravivé l'appétit pour le risque des investisseurs avides de rendements.

Plus d'un an plus tard, la demande renouvelée d'obligations offrant toute forme de hausse significative des rendements est toujours là. Plus encore, la dynamique économique et l'amélioration considérable des fondamentaux du crédit en 2021 ont même ravivé l'appétit pour le risque des investisseurs avides de rendements dans un monde à taux d'intérêt très bas. Ces dynamiques ont contribué à soutenir une solide performance du crédit à effet de levier au cours d'une année difficile pour les marchés obligataires

de qualité investissement. Jusqu'à la fin octobre, l'indice Credit Suisse Leveraged Loan a généré un rendement total de 5,0 %, tandis que l'indice Barclays US Corporate High Yield a progressé de 4,4 %, dépassant facilement les rendements de -1,6 % et de -4,3 % des indices Barclays US et Global Aggregate, respectivement.<sup>1</sup>

L'année n'est même pas terminée et 2021 a déjà été une année record en termes d'émission cumulée de crédits à effet de levier. Contrairement à 2020, où les obligations avaient l'attention d'émetteurs autres que ceux de qualité investissement, les prêts ont été le moyen de financement privilégié cette année, et les 505 milliards USD d'émissions de nouveaux prêts jusqu'à la fin septembre constituent un nouveau record annuel pour cette classe d'actifs.<sup>2</sup> Cette émission provient principalement d'entreprises soutenues par des capitaux privés (« private equity », PE). À 319 milliards USD depuis le début de l'année, le volume soutenu par les PE dépasse déjà de 8 % celui de l'exercice précédent.<sup>3</sup>

Historiquement, la demande de prêts a toujours été stimulée par une combinaison d'obligations structurées adossées à des emprunts (« collateralized loan obligation », CLO) et de fonds de détail, la première de ces catégories étant généralement le plus grand contributeur. Les investisseurs institutionnels – souvent des compagnies d'assurance, des fonds communs de placement, des banques et autres institutions financières – sont les principaux investisseurs en CLO. Le rythme de la création de CLO en 2021 a été remarquable et a fourni suffisamment de carburant pour l'émission de prêts. À 131 milliards USD du début de l'année à la fin du troisième trimestre, les ventes CLO ont déjà atteint le record de l'exercice complet précédent.<sup>4</sup> Bien que la formation CLO reste le principal moteur de la demande de prêts, les 40 milliards USD de flux nets dans les fonds communs de placement de prêts et les fonds négociés en bourse au cours des 10 premiers mois de 2021 ont été les bienvenus.<sup>5</sup>

## Les fondamentaux sont restés favorables, mais certains risques persistent

Les fondamentaux des entreprises sont restés solides, alors que les mesures continues de relance monétaire et budgétaire ont clairement contribué à améliorer les conditions économiques. La qualité du crédit sur le marché des prêts est restée stable, l'effet de levier est resté raisonnable et les révisions à la hausse des notations ont dépassé les révisions à la baisse. La liquidité élevée du système financier et un accès facile au crédit ont entraîné une forte baisse des mesures de détresse des marchés ; à 0,2 %, le dernier taux de défaut sur 12 mois par montant

principal est à un plus bas record, et les 14 milliards USD de prêts négociés à des niveaux très bas représentent un creux pluriannuel.<sup>6</sup> Nous pensons que ces conditions sont susceptibles de persister et, combinées à des échéances peu menaçantes par rapport à d'autres cycles, elles représentent un environnement d'investissement relativement bénin pour les prêts largement syndiqués.

1. Source : FactSet ; données au 31 octobre 2021.
2. Source : S&P Global LCD ; données au 14 septembre 2021.
3. Source : S&P Global LCD ; données au 30 septembre 2021.
4. Source : Bloomberg ; données au 30 septembre 2021.
5. Source : S&P Global LCD ; données au 30 septembre 2021.
6. Source : Crédit Suisse ; données au 31 octobre 2021.



Bien que le marché semble globalement assez sain, il n'est pas sans risques. Les pressions des coûts restent l'une de nos plus grandes préoccupations. Une inflation plus élevée était largement attendue cette année, étant donné les effets de base et les impacts des perturbations des chaînes d'approvisionnement. Ces prévisions se sont révélées justes et elles ont même été dépassées. L'indice global des prix à la consommation (IPC) a augmenté de 6,2 % au cours des 12 mois clos en octobre, tandis que l'IPC principal, qui exclut les prix volatiles des denrées alimentaires et de l'énergie, a augmenté de 4,6 % ; ces deux indicateurs ont atteint leurs plus hauts niveaux en 30 ans.<sup>7</sup> Bien que, jusqu'à récemment, la Réserve fédérale avait décrit ces chiffres élevés de l'inflation comme « transitoires », elle a adopté une position résolument plus agressive au cours des derniers mois en raison des chiffres de l'inflation tenaces et de l'émergence du variant Omicron.

Nous pensons qu'il est très probable que les impacts des pressions inflationnistes, s'ils ne sont pas déjà évidents, seront largement observés dans les marges bénéficiaires des entreprises au cours des prochains mois. Étant donné la diversité du marché du crédit, nous pourrions observer une certaine divergence des modèles commerciaux à travers les secteurs. Les entreprises prospères seront celles qui seront mieux à même de transmettre des coûts d'intrants plus élevés à leurs clients, soit par le biais d'un pouvoir de fixation des prix ou d'arrangements contractuels, et de maintenir ainsi leurs revenus, bénéfices et marges.

L'approvisionnement – et la qualité de cet approvisionnement – en nouvelles émissions est une autre variable que nous surveillons de très près. Nous nous attendons à ce que la demande d'obligations à taux flottant reste forte pour les deux à trois prochaines années, ce qui va forcer les garants sur le terrain à trouver de nouvelles idées de financement. Les prêts émis pour financer des fusions et

acquisitions (« mergers and acquisitions », M&A) ou des rachats par endettement (« leveraged buyouts », LBO) représentent, à notre avis, un papier de qualité. Lorsque cette source d'approvisionnement commencera à diminuer, d'autres utilisations moins attrayantes des bénéfices – comme des prêts émis pour financer les dividendes, les rachats d'actions et les réévaluations – vont augmenter pour répondre à la demande persistante du marché. Bien sûr, les contrats M&A and LBO peuvent devenir un peu houleux dans un environnement très exigeant comme celui que nous voyons aujourd'hui, soulignant l'importance d'une discipline rigoureuse en matière de souscription.

Les pressions des coûts font encore partie de nos plus grandes préoccupations et pourraient entraîner des divergences des modèles commerciaux.

Une vague de réévaluation est toujours une préoccupation sur le marché du prêt à effet de levier. Ces prêts peuvent faire l'objet d'un remboursement au pair, ce qui signifie que les emprunteurs dont les prêts se négocient à ou au-dessus de ce niveau peuvent profiter de taux d'intérêt bas pour refinancer leur dette en circulation et réduire leur coût du capital. Aujourd'hui, environ 40 % des prêts en circulation sur le marché sont négociés au-dessus du pair.<sup>8</sup> Historiquement, les choses se sont un peu compliquées lorsque ce niveau atteignait entre 50 et 60 %, car le volume élevé de refinancements des emprunteurs obligeait un nombre élevé d'investisseurs à se battre pour de nouvelles obligations. Nous n'y sommes pas encore, mais nous nous en rapprochons.

**Nous avons demandé aux principaux analystes de crédit dans chacun des cinq marchés verticaux couverts par l'équipe Alternative Credit de First Eagle de nous faire part de leurs réflexions sur l'environnement actuel dans leurs domaines de couverture et sur ce que l'avenir pourrait nous réserver. Leurs réponses sont ci-dessous.**

### **Zoltan Donovan – Consommateur**

De nombreux secteurs en contact avec les consommateurs, comme la vente au détail, les jeux et l'hébergement, ont été particulièrement affectés par les fermetures liées au coronavirus. Les entreprises de consommation ne sont pas comme l'industrie ou les services publics, où il y a toujours une sorte d'activité, même dans les pires moments. La population américaine étant plus ou moins confinée à la maison, les magasins de détail (à l'exception notable des supermarchés) étaient fermés ou vides, tout comme les hôtels et les casinos.

Dans le même temps, ces entreprises ont tendance à avoir des structures de capitaux assez agressives, chargées d'obligations et de prêts qui doivent être gérés malgré le manque de flux de trésorerie provenant de leurs opérations. À leur crédit, les emprunteurs dans ce domaine ont su reconnaître le besoin de financement des liquidités et les garants de PE ont réagi en offrant plus de capitaux aux entreprises de leurs portefeuilles. Ce bond de l'activité d'emprunt a fourni une variété d'opportunités aux prêteurs. Lors de l'examen de ces transactions, nous avons tenté d'évaluer l'impact du coronavirus sur les flux de trésorerie et pendant combien

7. Source : Bureau of Labor Statistics ; données au 31 octobre 2021.

8. Source : Crédit Suisse ; données au 31 octobre 2021.

de temps cet impact était susceptible de durer. Combien ces entreprises ont-elles brûlé d'argent chaque semaine/mois/trimestre ? Et combien de temps pourraient-elles continuer à le faire sans rien gagner ?

Nous avons été impressionnés par la capacité des entreprises axées sur le consommateur à réduire les coûts lorsque le coronavirus a immobilisé l'économie. Bien qu'il y ait toujours un certain degré de dépenses en immobilisations pour les travaux de maintenance, une pause dans le cycle des dépenses d'investissement peut offrir aux entreprises une opportunité de préserver ou même d'augmenter leurs marges si elles sont prudentes avec leurs dépenses de vente, générales et administratives (« selling, general and administrative », SG&A). L'industrie des jeux, par exemple, a augmenté ses marges pendant cette période ; la fermeture des casinos et des hôtels a mis de nombreux employés au chômage technique, tandis

Globalement, nous sommes constructifs sur les activités expérientielles de vente au détail, mais nous nous attendons à voir les vendeurs de biens durables affronter quelques obstacles.

que l'avenir incertain et les contrats de crédit ont limité les investissements stratégiques en immobilisations.

### Jeff Kovanda – Santé, aérospatiale et logement

En bref, le coronavirus n'a pas eu d'impact négatif considérable sur le secteur des soins de santé, qui est largement non discrétionnaire et défensif d'un point de vue cyclique. Si nous regardons l'année 2020, les performances des obligations du secteur de la santé ont été brièvement négatives en avril et mai, alors que certaines procédures électives lucratives ont été considérablement réduites en raison des mesures de confinement et du fait que les hôpitaux faisaient avant tout face à la demande de services liés au coronavirus. Une fois que ces procédures ont repris, l'industrie des soins de santé a rebondi largement, même dans des secteurs comme le secteur dentaire qui, selon nous, auraient été considérés comme plus discrétionnaires. Le vieillissement de la population américaine suggère que les tendances démographiques resteront favorables aux entreprises du secteur de la santé sur le long terme, et nous continuons d'avoir des perspectives positives pour cet espace.

Comme nous le savons maintenant, l'activité a rebondi assez rapidement par rapport aux bouleversements initiaux. Les entreprises dotées de plateformes d'e-commerce solides ont été les premières à se rétablir, bien que la reprise se soit élargie à mesure que la fatigue de la quarantaine s'est installée et que les restrictions gouvernementales ont commencé à s'apaiser. La forte demande de crédit a permis à de nombreuses entreprises de refinancer leurs provisions en liquidités d'urgence dans des conditions plus attrayantes, d'accéder au marché du haut rendement et/ou d'émettre des titres.

Pour ce qui est de l'avenir, la vente au détail de produits de consommation est confrontée à un monstre à deux têtes sous la forme d'une inflation en hausse et de problèmes de chaînes d'approvisionnement. Les consommateurs ayant un pouvoir d'achat réduit seront confrontés à des prix plus élevés sur une large gamme de biens et services. Les détaillants, qui ont fait des remises agressives ces dernières années pour augmenter les volumes de ventes, peuvent avoir amélioré leur pouvoir de fixation des prix, mais ils auront également moins de produits à vendre ; même à plein prix, les ventes pourraient souffrir. Les rapports d'entreprise couvrant la saison des fêtes de 2021 seront intéressants à lire.

D'une manière générale, nous sommes constructifs sur les entreprises de vente au détail expérimentales, les théâtres, les promoteurs de concerts, les ventes de billets, les croisières, les jeux, les voyages et autres, car ils continuent de bénéficier de vents favorables. En revanche, les vendeurs de biens durables comme la décoration d'intérieur, les vêtements et l'artisanat pourraient rencontrer des difficultés puisque les consommateurs vont sans doute éviter d'encombrer davantage leurs lieux de vie après deux ans de confinement.

La législation fédérale constitue un risque potentiel pour les revenus des soins de santé. Les dépenses de santé aux États-Unis représentent près de 18 % du PIB et ce chiffre est en hausse constante.<sup>9</sup> Bien que les Démocrates contrôlent la Maison Blanche et les deux chambres du Congrès, tout changement transformationnel du système de santé – « Medicare for All », par exemple – semble improbable dans un avenir proche, compte tenu des petites majorités dont dispose le parti démocrate à la Chambre et au Sénat, en plus des divisions idéologiques qui existent au sein de ces majorités.

L'industrie des soins de santé a nettement rebondi et nous maintenons une perspective positive pour cet espace.

9. Source : Bureau of Labor Statistics ; données de décembre 2020.

Contrairement aux soins de santé, les entreprises aérospatiales et de défense ont connu des perturbations importantes et persistantes liées au coronavirus, en particulier au niveau des compagnies aériennes commerciales. Les volumes de passagers ont chuté de 90 %, au pire moment de ces perturbations, et des inquiétudes ont été exprimées tout au long de l'année 2020 quant à la possibilité de voir certains grands noms faire faillite.<sup>10</sup> Les compagnies aériennes ont pu lever les liquidités nécessaires pour traverser ce cycle de dépenses d'argent sans revenus, en émettant des actions, en concluant de nouvelles transactions de dette, et en sécurisant et en finançant leurs programmes de fidélité. Par conséquent, certaines sont sur le point de générer des flux de trésorerie positifs, et même certains des retardataires semblent à l'abri de la faillite. Dans le même temps, les volumes des compagnies aériennes nationales américaines dépassent à nouveau 80 % des niveaux d'avant Covid,<sup>11</sup> et la suspension récente de l'interdiction de voyager aux États-Unis a ouvert le pays à des visiteurs de 33 pays, dont le Royaume-Uni et une grande partie de l'Europe, bien que l'émergence du variant Omicron représente un nouvel obstacle à la reprise.<sup>12</sup> Le secteur des compagnies aériennes semble bien capitalisé et prêt à en bénéficier à mesure que les volumes reviennent à des

## Robert Willis – Services industriels et commerciaux

Pour intégrer ce que nous voyons aujourd'hui dans l'industrie – ce qui, aux fins de mes recherches, comprend l'automobile, l'activité manufacturière, les produits chimiques et un certain nombre d'autres industries – je pense qu'il est important de revenir aux jours précédant le coronavirus. Les attentes d'une demande plus faible avaient commencé à se répercuter sur l'écosystème industriel au sens large au début de l'année 2019, et à la fin de l'année, de nombreuses entreprises dans ce domaine avaient stratégiquement réduit leurs stocks. Les inventaires automobiles ont également été réduits par la grève syndicale United Auto Workers dans les usines GM à travers le pays en septembre/octobre 2019, ce qui a coûté à la société environ 300 000 unités.<sup>13</sup> Les débuts de la pandémie au premier trimestre 2020 ont alors entraîné une nouvelle diminution des stocks, en particulier dans les secteurs de l'automobile, des produits chimiques et de l'activité manufacturière, où de nombreuses entreprises ont cherché à augmenter leur liquidité en convertissant leurs fonds de roulement et où la pandémie a forcé la fermeture d'infrastructures sur l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement.

La demande, bien sûr, a fait son retour depuis, mais à des rythmes différents selon les industries. L'automobile a été un bénéficiaire notable, car les voitures ont été pour la réouverture post-Covid ce qu'était la rénovation intérieure à la période initiale du confinement. Cependant, les pénuries sur toute la chaîne d'approvisionnement, des semi-conducteurs à la peinture en passant par les

niveaux normaux, ce qui peut encore prendre quelques années.

En examinant la chaîne d'approvisionnement aérospatiale, les entreprises ayant une exposition significative aux compagnies aériennes commerciales ont souffert. Cependant, comme leurs clients, beaucoup ont assez facilement réussi à lever les fonds nécessaires en attendant que les conditions s'améliorent. Les entreprises ayant la flexibilité de réaffecter leur capacité vers les marchés publics ont pu tirer parti de dépenses significatives dans le domaine de la défense.

Le coronavirus a servi de vent favorable à beaucoup d'acteurs de l'industrie de l'approvisionnement en bâtiments, en particulier ceux exposés aux travaux de rénovation et de réparation, car les restrictions de circulation ont incité de nombreux Américains à améliorer les habitations dans lesquelles ils étaient enfermés. Le secteur des produits de construction demeure assez cyclique, et une partie du boost de l'année dernière a déjà commencé à s'estomper à mesure que les gens ont pu recommencer à se déplacer plus librement. Nous pensons que la normalisation des tendances de la demande devrait se poursuivre, et nous restons prudents dans ce domaine.

amortisseurs, ont empêché les constructeurs automobiles d'accélérer la production pour répondre à la nouvelle demande. Ces dynamiques ont provoqué l'explosion des valeurs résiduelles des véhicules d'occasion, ce qui a notamment aidé les sociétés de location de voitures.

Les entreprises chimiques ont également rencontré des difficultés à ramener la production à des niveaux pré-Covid, en particulier dans des installations plus grandes et plus complexes. Des événements météorologiques graves sur la côte américaine du Golfe du Mexique sur les 12 derniers mois ont ajouté aux défis, entraînant des arrêts progressifs et retardant les activités de reprise. Ces facteurs ont entraîné des augmentations continues des prix et une disponibilité limitée des produits chimiques sur l'ensemble de la chaîne de valeur, de

Les entreprises de nombreux segments industriels ont rencontré des difficultés à répondre au rebond de la demande.

l'emballage et du plastique aux peintures et engrais. Nous pensons qu'un grand nombre de ces contraintes de capacité opérationnelles devraient se résoudre pendant l'année 2022 et que les pressions sur les prix devraient en conséquence s'atténuer.

10. Source : Transportation Security Administration ; données au 31 mai 2021.

11. Source : Département des transports des États-Unis ; données au 31 août 2021.

12. Source : *The New York Times* ; au 8 novembre 2021.

13. Source : CNBC ; au 29 octobre 2021.

L'inflation a été évidente dans le domaine de l'activité manufacturière, ce qui n'est pas surprenant compte tenu de la reprise de la demande et des inventaires limités sur l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement. Nous avons été quelque peu surpris par la capacité de ces entreprises à répercuter les coûts sur leurs clients, ce qui témoigne de la force de la demande actuelle. Les problèmes de main-d'œuvre peuvent être une préoccupation plus importante que le coût des matériaux. L'absentéisme est en hausse dans

## David Lauschke – Technologie

L'industrie technologique a assez bien traversé la pandémie, en raison en partie du chiffre d'affaires contractuel récurrent dont dépendent de nombreuses entreprises dans ce domaine. Dans le domaine des logiciels, par exemple, nous recherchons généralement des emprunteurs qui dérivent environ 70 % de leur chiffre d'affaires de contrats récurrents (abonnements, licences temporaires

Les sociétés de logiciels ont bénéficié de chiffres d'affaires contractuels récurrents pendant le coronavirus et, depuis, elles ont augmenté leurs dépenses pour faire de nouvelles affaires.

ou maintenance), avec des taux de rétention sur ce chiffre d'affaires d'environ 85 % à plus de 100 %. Ce niveau élevé de revenus récurrents nous permet d'avoir une bonne visibilité sur les flux de trésorerie futurs. D'une manière générale, les entreprises les plus touchées par les perturbations du coronavirus étaient celles dont les revenus non récurrents étaient plus importants ou qui étaient fortement exposées à des segments de clients finaux en difficulté. Cependant, ces quelques noms ont trouvé des garants prêts à offrir un soutien supplémentaire sous la forme de facilités de capitaux ou de liquidités.

Dans l'ensemble, la pandémie a souligné l'importance de la transformation numérique dans tous les secteurs, ce qui a été une aubaine pour la grande majorité de nos crédits du secteur des logiciels. Ces sociétés aident les entreprises et numérisent des informations papier, déplacent les données des systèmes sur site existants vers des systèmes basés sur le cloud ou des systèmes plus généralement disponibles, et permettent un travail à distance et des flux de travail qui sont essentiels pour la réussite des entreprises d'aujourd'hui.

Le rebond des nouvelles réservations a été significatif. Les sociétés de logiciels, qui voient le potentiel de conquérir de nouvelles affaires, ont augmenté leurs investissements dans les capacités de produits, la capacité de la force de

de nombreuses entreprises avec lesquelles nous sommes en contact, et l'augmentation de la mobilité des travailleurs s'accompagne de coûts de formation importants pour les entreprises et des goulots d'étranglement au niveau de la production. Pour les produits chimiques et autres sociétés industrielles lourdes en particulier, les conditions de travail difficiles proposées aux employés représentent un obstacle supplémentaire sur un marché du travail tendu.

vente et les frais de déplacement et de divertissement – domaines où les dépenses avaient été réduites aux tous débuts du coronavirus. Bien que nous ayons constaté une certaine compression des marges parmi nos emprunteurs par rapport à 2020, nous sommes convaincus que cette augmentation des investissements devrait avoir un impact positif au cours des prochains trimestres. Nous restons constructifs sur l'industrie logicielle en général.

Les sociétés de logiciels ont généralement une certaine protection contre le risque d'inflation via les « remonteurs » d'IPC intégrés dans de nombreux contrats de revenus récurrents. Cependant, les pressions des coûts de main-d'œuvre représentent un défi, car la bataille pour les talents d'ingénierie et de vente est devenue de plus en plus compétitive. Un certain nombre d'entreprises ont réagi en délocalisant certains projets de développement vers des centres d'excellence dans des régions à moindre coût comme l'Inde ou le Mexique, ce qui a réduit les coûts moyens de rémunération par ingénieur.

Les problèmes de chaîne d'approvisionnement ont un impact plus important sur les crédits du secteur des semi-conducteurs. Alors que la demande en puces des consommateurs et des entreprises a augmenté rapidement avec la numérisation croissante d'une large gamme de produits (tels que les automobiles, les biens durables, etc.), les fabricants de semi-conducteurs cherchent globalement à augmenter leur capacité pour suivre le rythme. Cette tendance constitue un fort potentiel pour les fabricants d'équipements de fabrication de tranches (« wafer-fabrication equipment », WFE) qui représentent une portion démesurée de notre exposition à l'industrie des semi-conducteurs. Nous nous attendons à ce que cette expansion des capacités continue pendant les prochains trimestres.

Même les fabricants de WFE sont confrontés à des délais d'approvisionnement croissants pour les composants utilisés dans leurs produits. Cependant, nous continuons à surveiller les perturbations des chaînes d'approvisionnement pour comprendre comment les crédits gèrent l'augmentation des coûts d'expédition et des délais. Jusqu'à présent, c'est un problème courant chez les fournisseurs de WFE et les fabricants travaillent en étroite collaboration avec les fournisseurs pour s'assurer que la livraison de WFE soit conforme à leur planification d'expansion des capacités.

## Matthew Hawk – Médias et télécommunications

Le secteur du câble et des télécommunications ont fait preuve d'une résilience impressionnante pendant la pandémie du coronavirus, soulignant l'importance de l'accès à domicile aux données haut débit pour le travail à distance et le divertissement en streaming. Les fournisseurs s'y attendaient peut-être puisque la transition vers une prestation haut débit à marge élevée – s'éloignant des services vidéo à faible marge – était déjà évidente avant la pandémie. Nous nous attendons à ce que cette tendance se poursuive, bien que la concurrence entre fournisseurs de câble et de télécommunications pour les abonnés à large bande risque de s'intensifier, d'autant plus qu'un grand cycle de mise à niveau de la fibre optique va bientôt toucher à sa fin.

Les dépenses consacrées à la publicité, qui est assez cyclique dans des circonstances normales, sont un facteur de revenus important pour les sociétés médiatiques. Alors que les dépenses publicitaires ont connu un énorme recul avec l'émergence du coronavirus, elles sont revenues à leurs niveaux de 2019 dans la plupart des secteurs d'activité et elles sont encore meilleures dans certaines poches spécifiques. Bien sûr, la reprise des dépenses publicitaires a varié selon l'industrie. L'automobile, par exemple, dépense toujours à des niveaux inférieurs à 2019, ce qui n'est pas surprenant compte tenu des problèmes de capacités. Les jeux ont pris beaucoup de poids, car les paris sportifs et les jeux d'argent en ligne sont devenus plus répandus. Dans le même temps, les divisions politiques aux États-Unis seront favorables aux dépenses publicitaires politiques en 2022, en particulier à l'approche des élections de mi-parcours en novembre. La demande de contenu a constitué un autre vent favorable pour les sociétés médiatiques, car la prolifération des services de streaming a fait monter les prix des programmations originales, ce qui pourrait attirer des abonnés supplémentaires.

Les événements en direct ont été le segment le plus lent à rebondir. Ceci dit, de nombreuses équipes de direction avec lesquelles nous avons parlé s'attendent à ce que 2022 soit une grande année pour les concerts. Certaines sociétés prévoient presque de doubler leur activité de 2019. Il y a beaucoup de demande pour des événements en direct et nous sommes constructifs sur cet espace.

La capacité de rétention des abonnements au câble et aux télécommunications facilite la répercussion des augmentations de coûts aux consommateurs.

Alors que l'augmentation des coûts de main-d'œuvre a un impact sur les médias et les télécommunications, les pressions inflationnistes plus larges ne sont pas toutes aussi importantes. La capacité de rétention des abonnements au câble et aux télécommunications permet à ces entreprises de répercuter facilement les augmentations de coûts d'entrée aux consommateurs sans que cela n'entraîne un gros impact sur le nombre d'abonnés. Alors que les prix publicitaires peuvent être affectés par la dynamique sectorielle idiosyncrasique (par exemple, les baisses de la production automobile), la tarification globale et la demande dépendent principalement de la santé de l'économie. Les promoteurs d'événements en direct peuvent être confrontés à des problèmes de personnel ou de salaire, mais cela représente un faible pourcentage de leur structure de coûts globale.

# Développement durable : un facteur essentiel pour les actions d'exploitation de l'or

Dans l'industrie de l'extraction aurifère, la réponse d'une entreprise aux risques environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) peut être une clé de sa résilience à long terme. **Thomas Kertsos**, co-gestionnaire de portefeuille de la stratégie Gold, et **Max Belmont**, gestionnaire de portefeuille associé de la même stratégie, expliquent pourquoi les facteurs ESG sont un élément essentiel dans leur analyse des mines d'or. Outre la qualité des actifs d'une société minière, sa solidité financière et les compétences de son équipe de direction, les facteurs ESG peuvent offrir des informations importantes sur les mérites économiques d'un tel investissement.

## Q :

### Pourquoi les questions ESG sont-elles importantes pour vous ?

#### Thomas :

Nous utilisons l'or comme couverture potentielle contre la dislocation des marchés financiers, et non comme actif de spéculation. En bâtissant cette couverture potentielle, nous incluons à la fois des lingots – qui ont déjà été traités et stockés – et de l'or qui est encore dans le sol. Nous accédons à l'or sur le terrain en achetant des actions dans des sociétés minières et des sociétés de redevance. Étant donné que nous ne savons pas quand notre couverture potentielle peut être nécessaire et que nous ne prédisons pas le prix de l'or, nous voulons qu'il s'agisse d'entreprises ayant de solides perspectives à long terme. Dans ce secteur, l'engagement d'une entreprise envers des pratiques responsables peut être la clé d'un succès à long terme. C'est pourquoi, en évaluant la qualité d'une société minière d'or, nous évaluons son efficacité dans les domaines environnementaux, sociaux et de gouvernance.

Nous pensons que le développement durable doit être une priorité pour les sociétés d'extraction de l'or, car elles ont besoin d'une licence gouvernementale pour exploiter leurs mines et d'une licence sociale pour opérer<sup>1</sup> dans un endroit particulier. En demandant sa licence gouvernementale, nous pensons qu'une société minière d'or doit s'efforcer d'être équitable et reconnaître que l'esprit de l'accord peut être plus important que la lettre. Pour obtenir l'acceptation des parties prenantes locales

– dont les gouvernements, membres de la communauté, syndicats et employés – les entreprises minières doivent les informer des avantages que leurs mines peuvent apporter. Elles doivent également faire preuve de respect pour les droits et les besoins de la population locale et protéger l'environnement à la fois pendant les opérations

Nous pensons que le développement durable doit être une priorité pour les sociétés d'exploitation de l'or, car elles ont besoin d'une licence gouvernementale et d'une licence sociale pour opérer.<sup>1</sup>

minières et après la fermeture de leurs mines.

Un cadre de l'exploitation minière nous a dit : « Si nos parties prenantes locales sont satisfaites, alors nos actionnaires le seront également. » Nous sommes enclins à être d'accord. D'après notre expérience, les entreprises minières qui investissent dans une licence sociale d'exploitation ont souvent été des investissements attractifs.<sup>2</sup>

## Q :

### Comment pouvez-vous savoir si une entreprise fait ce qu'il faut pour maintenir sa licence sociale d'exploitation ?

#### Max :

Nous posons une série de questions. La société a-t-elle une bonne communication avec les parties prenantes locales ? Est-ce qu'elle embauche localement ? Soutient-elle la communauté environnante avec des investissements dans l'éducation, la santé, le développement économique ou l'infrastructure ? Quel est son bilan de sécurité ? Est-ce qu'elle fournit un effort sérieux pour réduire son impact environnemental ? Est-ce qu'elle se conforme au droit local et international ?

Les hauts dirigeants des sociétés minières doivent maintenir des lignes de communication ouvertes avec les communautés locales. Ils doivent savoir comment

leurs entreprises sont perçues et si le sentiment change. Si l'opinion publique devient négative, des idées fausses peuvent se propager par le biais des réseaux sociaux, de reportages locaux ou par le bouche-à-oreille avant que les cadres supérieurs ne sachent ce qui se passe. Si les responsables sont lents à répondre, un petit problème pourrait vite se transformer en crise. Pour rester informées des opinions émergentes, certaines équipes peuvent commander des enquêtes indépendantes. D'autres peuvent inviter les parties prenantes à visiter leurs opérations ou elles peuvent aller à la rencontre des dirigeants locaux.

1. « Une licence sociale d'exploitation existe lorsqu'un projet d'exploration minière ou d'exploitation est considéré comme ayant reçu l'approbation, l'acceptation globale de la société pour mener ses activités... Cette acceptabilité doit être obtenue à de nombreux niveaux, mais elle doit commencer par, et être fermement ancrée dans, l'acceptation sociale du développement des ressources par les communautés locales. » Susan Joyce et Ian Thomson, *Bulletin CIM*, 2000.
2. **Les performances passées ne constituent pas un indicateur fiable des résultats futurs.**

**Les questions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) peuvent être des facteurs, parmi beaucoup d'autres, qui sont considérés comme faisant partie de notre processus de recherche fondamentale. Cependant, nos choix d'investissements ne se font pas selon les performances d'une entreprise en matière d'ESG.**

## Thomas :

Nous pensons que l'embauche locale est également essentielle. Pour promouvoir la croissance économique, certaines sociétés minières s'engagent sérieusement à former et à employer des personnes de la communauté environnante, et elles font appel à des fournisseurs locaux dans la mesure du possible. Nous préférons voir plus d'employés locaux que d'expatriés à tous les niveaux d'une entreprise, y compris la direction. Nous voulons investir dans des entreprises qui sont équitables et respectueuses dans leur traitement des

employés et qui attendent de leurs fournisseurs qu'ils respectent également des normes élevées.

Nous examinons également les antécédents d'une société minière dans les domaines environnementaux. Nous considérons cela comme une mesure importante de ses compétences en gestion. Tout dommage à l'environnement peut provoquer une réponse forte et rapide de la part de la communauté locale.

## Q :

**De nombreuses mines d'or sont situées dans des régions isolées. Comment les sociétés minières peuvent-elles contribuer aux efforts de développement communautaire ?**

## Max :

Une société minière a construit plus de 30 écoles dans des pays en voie de développement, mais elle reconnaît également que cela ne suffit pas. Son objectif réel est de fournir une éducation de qualité. Certaines de ses mines sont situées loin des centres éducatifs, dans des zones avec peu d'enseignants. La société en question a alors construit des maisons et remis les clés aux enseignants prêts à s'installer dans ces zones. Pour rendre les emplois plus attrayants, elle a également contribué aux salaires des enseignants. L'entreprise mesure son succès par les résultats des élèves dans ses écoles, et ses initiatives ont donné de bons résultats.

Certaines sociétés minières tournées vers l'avenir s'efforcent également de soutenir les économies locales après la fermeture de leurs mines. Nous connaissons des exemples où des cadres supérieurs de l'exploitation minière ont invité des entreprises d'autres secteurs associés à venir s'établir dans la même région.

Engager de l'argent pour ces types d'initiatives sociales peut être une utilisation saine des ressources d'une entreprise. En investissant dans la communauté locale, une société d'extraction d'or peut contribuer à garantir qu'elle sera la bienvenue non seulement dans ses emplacements actuels, mais également dans les emplacements futurs où elle souhaiterait ouvrir des mines.

## Q :

**Comment les mineurs d'or ont-ils réagi à l'émergence et au défi continu du coronavirus ?**

## Max :

Les sociétés minières ont ressenti les effets de la pandémie, et certaines ont dû fermer des mines ou réduire leurs opérations, volontairement ou par décret gouvernemental. Malgré tout, l'industrie a globalement fait preuve de ténacité en cette période de crise – en partie parce que les opérations minières sont facilement compatibles avec les exigences de distanciation sociale et en partie parce que les dirigeants de beaucoup de ces entreprises ont pris des mesures précoces contre la pandémie. Un autre facteur important est la géographie peu commune de l'industrie de l'extraction d'or. Avec de nombreuses mines situées dans des parties du monde menacées par le virus Ebola, la tuberculose et d'autres crises sanitaires, les opérateurs ont longtemps voulu maintenir une infrastructure médicale sur site et des protocoles de santé complets. Ceux-ci ont fourni les outils et l'expérience nécessaires pour préparer une réponse coordonnée aux risques posés par le coronavirus. Dans certaines situations, les sociétés minières ont mis leur infrastructure médicale à la disposition des gouvernements et des communautés locales.

Dans ce secteur, la pandémie a souligné l'importance des facteurs ESG. Les mineurs sont forcés d'exploiter des mines dans diverses juridictions en fonction des endroits où se trouve l'or. Cela nécessite l'adhésion de la communauté locale et du gouvernement. La gestion des risques environnementaux et sociaux n'est pas une nouveauté pour les sociétés minières d'or ; en fait, nous pensons qu'il s'agit des aspects les plus importants de leur réussite.

Étant donné leurs emplacements souvent isolés, de nombreuses mines d'or maintiennent leur propre infrastructure médicale sur site.



**Q :**

**Comment la sécurité minière entre-t-elle dans votre évaluation des actions minières ?**

**Thomas :**

Souvent, les problèmes de sécurité que nous rencontrons sont liés aux pratiques de gestion. Un cadre de l'exploitation minière nous a dit la chose suivante : « Là où la sécurité est mauvaise, les opérations sont aussi généralement mauvaises. » Cependant, il existe également des cas où la détérioration de la qualité des actifs contribue à une mauvaise expérience en matière de sécurité.

Dans les années à venir, les innovations technologiques joueront un rôle important dans l'exploitation aurifère. Nous pensons que l'équipement autonome et d'autres nouvelles technologies permettront d'améliorer la sécurité et les performances opérationnelles. Bien sûr, ces technologies peuvent également nécessiter de nouvelles compétences pour les employés, un problème

que les responsables d'entreprises d'extraction de l'or vont devoir résoudre par le biais de programmes de formation et de reconversion.

Un cadre de l'exploitation minière nous a dit la chose suivante : « Là où la sécurité est mauvaise, les opérations sont aussi généralement mauvaises ».

**Max :**

Certaines sociétés minières utilisent déjà des technologies innovantes pour améliorer la sécurité de leurs opérations. Les exploitations minières comptent sur un équipement très lourd et la fatigue des travailleurs peut constituer un danger grave. Nous connaissons une société minière qui a installé des moniteurs de fatigue et ceux-ci ont considérablement réduit les accidents liés à la fatigue.

Même une entreprise qui possède des actifs de haute qualité et emploie une excellente équipe de direction est

confrontée au risque d'accidents imprévus. Lorsque cela se produit, nous pensons qu'une entreprise doit être considérée responsable de toute erreur qu'elle a commise. Elle doit communiquer immédiatement et clairement avec les actionnaires et les autres parties prenantes sur ce qui s'est passé exactement et ce qu'elle prévoit de faire pour empêcher qu'une telle situation se reproduise. Nous aimons savoir que le conseil d'administration d'une société tient compte du bilan de sécurité lorsqu'elle fixe la rémunération des cadres supérieurs.

**Q :**

**Nous entendons beaucoup parler du risque politique dans l'industrie de l'extraction aurifère. Quelle est l'importance de ce problème ?**

**Thomas :**

Le risque politique dans l'exploitation aurifère est souvent sur le devant de la scène, surtout ces derniers temps. Nous pensons que le risque politique est souvent un risque de gestion. L'aptitude opérationnelle à extraire l'or n'est que l'une des compétences dont les cadres supérieurs ont besoin pour réussir dans l'industrie de l'extraction de l'or. Certaines équipes de direction ont réussi à éviter les risques politiques dans

des juridictions difficiles, et d'autres ont été confrontées à des problèmes politiques graves dans des juridictions relativement bénignes.

Lorsqu'on envisage d'investir ou non dans un site, nous pensons que les dirigeants d'exploitation minière doivent aller au-delà des filtres génériques du marché qui répertorient les pays comme sûrs ou dangereux pour les opérations minières. Nous pensons plutôt que les dirigeants doivent déterminer à l'avance s'ils ont les compétences spécifiques dont ils auront besoin pour obtenir une licence sociale pour opérer dans le pays particulier qu'ils envisagent. Les conseils d'administration et les équipes de direction doivent être tenus responsables des décisions concernant l'endroit où investir, en particulier si leur entreprise n'a pas tiré les leçons de ses erreurs passées.

L'aptitude opérationnelle n'est que l'une des compétences dont les cadres supérieurs ont besoin pour réussir dans l'industrie de l'exploitation aurifère.

**Q :**

**Que peuvent faire les sociétés d'extraction de l'or pour aider à atténuer le risque politique ?**

**Max :**

Le maintien d'une licence sociale pour opérer est l'un des moyens les plus importants d'aider à réduire le risque politique. Toutes les initiatives dont nous avons discuté, à savoir l'embauche locale, l'investissement dans l'éducation et le développement économique local, la gestion d'une mine sûre, la protection de l'environnement, la planification pour la période suivant la fin des opérations, peuvent améliorer la réputation d'une entreprise et en faire un atout pour la communauté. Toutes ces mesures pourraient aider à protéger une société aurifère contre d'éventuels changements préjudiciables de la politique gouvernementale.

L'exécution opérationnelle d'une entreprise est également extrêmement importante. Un grand nombre des avantages qu'une société d'extraction de l'or offre au gouvernement local sont de nature financière : impôts sur les sociétés, paiements de redevances, dividendes et participations directes minoritaire au niveau des actifs. Lorsqu'une entreprise cherche à obtenir une licence pour une nouvelle mine, nous

**Thomas :**

La qualité des actifs peut également être essentielle pour maintenir une bonne relation avec un gouvernement. Pour s'acquitter de ses responsabilités locales et récompenser ses actionnaires non locaux, une société d'exploitation aurifère doit être capable de générer de bons bénéfices tout au long du cycle. Elle doit disposer d'actifs de bonne qualité et d'une équipe de gestion axée sur la durabilité, non seulement pendant les marchés haussiers de l'or, mais également pendant les marchés baissiers.

Nous reconnaissons, bien sûr, que certains gouvernements nationaux, en raison de politiques fiscales

**Q :**

**Maintenant que nous avons abordé les questions environnementales et sociales, pourriez-vous parler davantage de la gouvernance au niveau du conseil d'administration ? Comment évaluez-vous la gouvernance d'une société minière ? Quels sont les éléments-clés que vous voulez voir ?**

**Thomas :**

Si une entreprise doit fournir un effort sérieux à long terme pour traiter les parties prenantes locales équitablement dans les régions où elle extrait de la valeur, elle doit bénéficier du plein soutien de son conseil d'administration. Dans le même temps, le conseil d'administration doit s'engager pleinement à maximiser la valeur pour les actionnaires. Nous préférons voir des membres du conseil d'administration d'origines diverses qui ont un éventail de compétences – financières, minières, gouvernementales/réglementaires, de relations de

travail et juridiques, entre autres – qu'ils peuvent appliquer lors de la définition des politiques et de l'évaluation de l'équipe de direction. Nous pensons que

Nous favorisons les entreprises qui négocient de manière équitable et réfléchie avec le gouvernement et d'autres parties prenantes.

pensons que son plan minier devrait être basé sur des estimations réalistes des flux de trésorerie que la mine est susceptible de générer à différents niveaux du prix de l'or. Après avoir reçu sa licence, l'entreprise devrait commencer à livrer son plan minier. S'il s'est basé sur un prix de l'or trop élevé ou surestimé la production de la mine, les recettes fiscales générées sont susceptibles de décevoir le gouvernement. Cela pourrait entraîner des problèmes financiers, une atteinte à la réputation et, dans certains cas, la perte de sa licence.

déséquilibrées, imposent de nouvelles exigences aux entreprises opérant sur leur territoire. Nous pensons que ce modèle sera plus fréquent dans les années à venir. Lorsque cela se produit, nous favorisons les entreprises qui essaient de protéger leurs actionnaires en négociant de manière équitable et réfléchie avec le gouvernement et d'autres parties prenantes. Si les demandes du gouvernement sont déraisonnables, nous voulons voir des signes indiquant que l'entreprise a une vision réaliste des risques et des avantages liés au maintien de sa licence d'exploitation dans le pays.

Un conseil d'administration doit être tenu responsable de ses performances.

les membres du conseil d'administration devraient être des actionnaires importants de l'entreprise.

Les décisions d'allocation de capital d'un conseil d'administration doivent créer de la valeur plutôt que d'éroder la valeur par des acquisitions non rentables ou des dépenses excessives sur des projets nouveaux. Un conseil d'administration doit s'efforcer de restituer le capital aux actionnaires et de les protéger contre la dilution en gérant le nombre d'actions en circulation.

Une exécution opérationnelle solide et une gestion des risques efficace doivent être des priorités élevées, et le conseil d'administration doit créer des systèmes appropriés de rémunération, d'audit et de gestion des risques pour guider l'entreprise sur la voie qu'elle a choisie. Un conseil d'administration doit être tenu responsable de sa performance et il doit faciliter l'évaluation de sa propre efficacité, ainsi que celle de ses membres individuels et des comités.

**Q :**

**Compte tenu des risques inhérents à l'environnement, l'exploitation aurifère peut-elle vraiment être décrite comme une activité de « développement durable » ?**

**Thomas :**

L'industrie de l'extraction d'or a une histoire de 5 000 ans, ce qui, pour nous, est une bonne preuve de durabilité. Nous estimons que l'utilité de l'or dans une société est de fournir des conditions monétaires stables. À maintes reprises, nous avons vu les systèmes monétaires basés sur l'argent artificiel conduire à un résultat final de volatilité monétaire aux conséquences économiques et sociales négatives. Les avantages de l'impression d'argent sont très directement observés

– des prix robustes des actifs, par exemple – mais les risques à long terme ne sont pas apparents immédiatement. C'est l'inverse avec l'exploitation aurifère, où les risques à court terme sont facilement visibles, mais les bénéfices à long terme sont plus indirects et conceptuels. Nous pensons que les risques directs de l'exploitation minière doivent être comparés aux avantages sociaux à long terme de l'or et aux risques sociaux indirects de l'impression d'argent.

**Q :**

**Quel poids accordez-vous aux problèmes de développement durable lorsque vous prenez des décisions d'investissement ?**

**Thomas :**

Le développement durable fait partie intégrante de notre processus d'investissement. Qu'il s'agisse de la stratégie Gold ou de la portion « or » d'autres portefeuilles First Eagle, nous avons l'intention d'utiliser les lingots d'or et des titres aurifères comme couverture potentielle contre de graves perturbations des marchés financiers. Nous visons à réaliser des investissements à long terme dans des sociétés durables. Notre première priorité relève des mérites économiques d'un investissement : la qualité des actifs d'une société minière, sa solidité financière et les compétences de son équipe de direction. Mais nous savons également que les considérations de développement durable sont une clé de sa viabilité à long terme. Par conséquent, les questions de développement durable sont essentielles à notre analyse de la qualité d'une entreprise, et elles ont un impact sur nos décisions d'acheter et de vendre des actions.

Étant donné notre objectif d'investir à long terme dans des entreprises résilientes, les questions de développement durable sont au cœur de notre analyse.



First Eagle estime que nous pouvons tous être attentifs à la gestion de notre impact environnemental individuel. Ci-dessous, certains de nos collègues ont partagé ce qu'ils font pour promouvoir un avenir durable.

« Vélo toute l'année, avec l'équipement approprié pour les conditions météorologiques de Chicago. »

**Andrew Scaife**

Vice-président,  
Équipe Alternative Credit

**John Masi**

Gestionnaire de portefeuille  
et principal analyste de recherche,  
Équipe Global Value

« Cultiver notre propre jardin de légumes. »

« Mes enfants m'ont incité à acheter plus de nourriture localement et à éviter d'acheter de l'eau dans des bouteilles jetables. »

**Kevin Kuzio**

Gestionnaire de portefeuille  
associé et principal analyste de  
crédit, Équipe Global Value

**Keith Pettit**  
Négociant de prêts,  
Équipe Alternative Credit

« Recycler lorsque c'est possible et chercher de produits plus naturels. »

« Utiliser un service pour calculer notre impact carbone et acheter des fonds de compensation carbone. »

**Adam Mielnik**

Principal analyste de recherche,  
Équipe Small Cap

**Suzanne Franks**  
Gestionnaire de portefeuille adjointe,  
Équipe Small Cap

« Réutiliser et réaffecter ! »



---

# Responsabilité en paroles et en actes

Les individus et les organisations exigent une plus grande responsabilisation au niveau des comportements non essentiels des entreprises avec lesquelles ils s'engagent commercialement, qu'il s'agisse d'un restaurant fast-food, d'un détaillant de vêtements ou d'un gestionnaire d'investissement. Beaucoup de ces comportements relèvent de la responsabilité sociale des entreprises (RSE). La directrice administrative **Melanie Dow** explique que pour qu'une déclaration publique d'intention sur les questions de RSE ait un impact réel, elle doit refléter de manière authentique la culture d'une entreprise.



**Q :**

**Comment First Eagle perçoit-il sa responsabilité envers la société ?**

**Mélanie :**

First Eagle s'engage à exercer une influence positive sur les communautés dans lesquelles nous vivons et travaillons, l'industrie dans laquelle nous opérons et le monde dans son ensemble. Cela est vrai pour nous en tant qu'entreprise et aussi dans la manière dont nous nous conduisons en tant qu'individus.

Nous comprenons que tout changement véritablement significatif intervient lentement et nécessite un engagement à long terme. Dans le même temps, nous savons que nous pouvons voir l'impact tangible à court terme de nos efforts grâce à une action coordonnée autour des facteurs que nous pouvons contrôler.

Cela comprend le fait d'être un employeur responsable et éthique, un promoteur de dons et de bonnes œuvres, et un citoyen d'entreprise sensible à l'environnement.

Un changement véritablement significatif nécessite un engagement à long terme.

**Q :**

**Nous entendons beaucoup parler de « la guerre des talents », en particulier après la pandémie de Covid-19. Que faites-vous pour vous assurer que First Eagle reste compétitif sur le plan du capital humain ?**

**Mélanie :**

L'un de nos principes fondamentaux chez First Eagle est que les clients passent toujours en premier. Attirer, développer et conserver une main-d'œuvre talentueuse et inclusive, et adopter une diversité de pensée et d'expérience est essentiel pour servir au mieux nos clients.

Adopter une diversité de pensée et d'expérience est essentiel pour mieux servir nos clients.

Le secteur de l'investissement dans son ensemble reconnaît la nécessité d'une plus grande inclusion. First Eagle a développé des programmes spécifiquement destinés à s'assurer que nous restons un environnement attrayant pour les employés actuels et potentiels à tous les niveaux d'expérience. Par exemple, notre programme Future Financial Leaders offre aux professionnels en début de carrière une introduction transversale à l'activité de gestion des investissements. Les candidats à ce programme proviennent d'une variété d'écoles, y compris d'universités où historiquement la majorité des étudiants est issue de la communauté noire, d'universités réservées aux femmes et d'autres écoles qui ne figurent généralement pas sur la liste privilégiée de Wall Street. Chaque année, nous accordons une récompense d'aide financière basée sur le mérite à un étudiant du programme d'investissement de valeur de la Columbia Business School, ce qui rend cette formation spécialisée

plus largement accessible. La bourse comprend un stage dans notre équipe Global Value et la possibilité de rejoindre l'équipe après l'obtention du diplôme.

Pour attirer des demandeurs d'emploi expérimentés, nous avons réinventé notre processus de recrutement afin de nous assurer que tous les candidats qualifiés considèrent First Eagle comme une destination attrayante, et nous utilisons un logiciel d'analyse de texte spécialisé pour éliminer de nos offres d'emploi tout préjugé implicite qui pourrait décourager des candidats potentiels. Des changements de processus relativement simples comme ceux-ci ont permis d'améliorer la représentation des candidats de sexe féminin et d'origines ethniques diverses parmi nos nouvelles recrues en 2021.

Pour conserver une main-d'œuvre talentueuse et maintenir notre culture de haute performance, nous offrons une grande variété de programmes de soutien et de parrainage éducatifs. Tous les deux ans, nous choisissons un groupe de 25 employés très performants pour participer à un programme rigoureux sur mesure de 18 mois de développement du leadership, conçu avec la Columbia Business School et notre Comité de gestion. Ce programme fournit aux participants la formation et l'expérience pratique nécessaires pour mieux se comprendre eux-mêmes, influencer et inspirer efficacement les autres, et diriger l'organisation. Des modules sur les avantages de l'inclusion et du respect sont intégrés au programme, ce qui, nous l'espérons, contribuera à créer un cycle vertueux au sein de l'organisation.



## Q :

**Comment faites-vous pour promouvoir et maintenir une culture d'inclusion et de respect ?**

### Mélanie :

Nous voulons que nos collègues se sentent suffisamment à l'aise pour rester authentiques chez First Eagle. De nombreuses études académiques ont révélé que l'authenticité est liée à un éventail de résultats positifs sur le lieu de travail, y compris une meilleure performance au travail et de meilleures relations interpersonnelles.

Il est de notre responsabilité de maintenir un lieu de travail dans lequel chacun est traité avec respect et dignité.

D'un point de vue organisationnel et en tant que responsable, je crois pleinement qu'il est de notre responsabilité de maintenir un lieu de travail dans lequel chacun est traité avec respect et dignité. Cela implique évidemment de s'assurer que les employés ne sont soumis à aucune forme de préjugé, de discrimination ou de harcèlement. Mais il est tout aussi important qu'ils se sentent entendus, valorisés et responsabilisés. Nous promovons la communication à deux sens et la transparence entre la direction et les employés, en tirant parti d'une variété de canaux formels et informels par lesquels nous pouvons interagir et apprendre les uns des autres. Il s'agit de comités formels d'employés et de réunions générales (« All Hands ») régulières animées par notre PDG, ou d'une politique informelle de porte ouverte qui illustre notre environnement de travail collégial.

## Q :

**La pandémie a introduit une multitude de facteurs de stress personnels et professionnels. Qu'a fait First Eagle pour aider ses employés à faire face ?**

### Mélanie :

Notre programme d'avantages sociaux a été structuré pour promouvoir la santé et le bien-être de nos collègues et de leurs familles, et les défis du coronavirus ont souligné la valeur de certaines de ses caractéristiques.

Le bien-être mental de nos collègues et de leurs familles a longtemps été un élément-clé de notre gamme d'avantages sociaux. En réponse aux défis posés par la pandémie, nous avons régulièrement fait appel à des experts médicaux pour fournir aux employés des informations sur le virus et les mesures prises pour le combattre. Nous avons également introduit des programmes pour aider à soulager le stress lié aux difficultés rencontrées dans l'environnement de travail et personnel qui ont découlé de la pandémie. Nous avons accueilli des intervenants externes sur des sujets allant des meilleures pratiques de travail à distance au conditionnement mental et à la résilience.

Notre série de Défis bien-être (« Wellness Challenge »), lancée avant le Covid pour promouvoir l'activité physique et créer de la camaraderie entre collègues, a été particulièrement bénéfique pour nos employés travaillant à distance compte tenu de la fermeture des salles de sport et d'autres établissements de remise en forme, en particulier en conjonction avec l'indemnité versée pour l'achat de biens et services liés au fitness. Les équipes les plus performantes de ces défis ont gagné un certificat de subvention à attribuer à l'association caritative de leur choix.

Les défis du coronavirus ont mis en évidence certaines des caractéristiques de notre régime d'avantages sociaux des employés.

## Q :

**Au sujet d'organisations caritatives, quel rôle joue la philanthropie chez First Eagle ?**

### Mélanie :

La First Eagle Investments Foundation a été créée en 2012 pour institutionnaliser les efforts caritatifs de longue date de First Eagle. Avec un conseil d'administration composé exclusivement d'employés de First Eagle, cette fondation promeut un esprit d'engagement philanthropique de haut en bas en cherchant des moyens de nous améliorer en tant qu'individus tout en ayant un impact positif sur les communautés dans lesquelles nous vivons, travaillons et investissons. L'un des objectifs clés de la Fondation est de rendre les

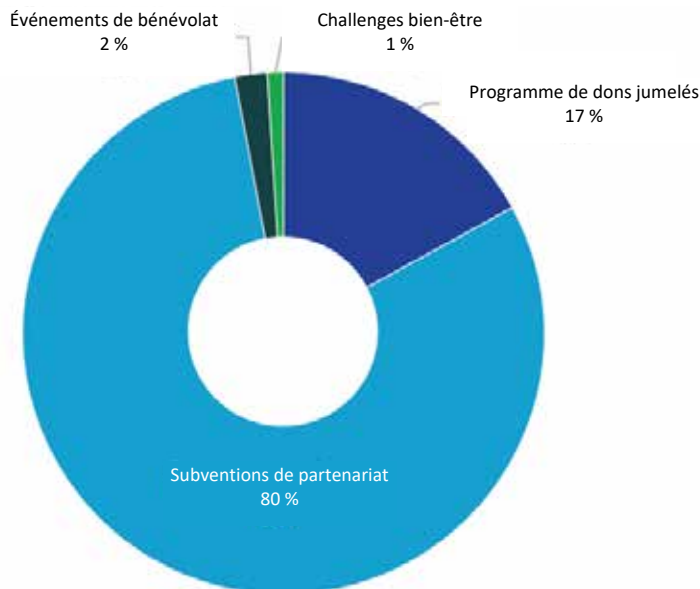
dons caritatifs moins abstraits pour nos collègues en combinant un soutien financier avec des opportunités de bénévolat qui nous permettent d'entrer en contact avec des organisations à un niveau plus significatif et d'avoir un impact plus important.

Depuis sa création, la Fondation a généré 8,3 millions USD en dons dans cinq domaines clés : Arts et Culture, Développement communautaire, Éducation, Environnement et Santé. Un certain nombre de caractéristiques de différenciation permettent d'élargir l'impact de notre philanthropie. Notre Programme de dons jumelés a été structuré pour amplifier les budgets de dons caritatifs des employés de toutes tailles, y compris les subventions en espèces qui correspondent à des dons non monétaires, comme le temps consacré bénévolement et les cadeaux matériels comme la nourriture ou les vêtements. En 2020, 1 \$ de chaque montant de 5 \$ engagé par la Fondation a été dirigé par les employés de First Eagle, et l'activité de subvention était étroitement liée aux dons dirigés par les employés.

Un objectif clé de la First Eagle Investments Foundation est de rendre les dons caritatifs moins abstraits pour nos collègues.

### 1 \$ de chaque montant de 5 \$ engagé par la First Eagle Investments Foundation a été dirigé par des employés

Dons de l'année 2020 complète par type de programme



**Q :**

**Les considérations environnementales font-elles partie du processus décisionnel de First Eagle ?**

**Mélanie :**

Dans le secteur de la gestion des investissements, nous pouvons et devons faire notre part pour gérer notre empreinte environnementale dans la conduite quotidienne de nos activités. De l'utilisation des fournitures de bureau aux politiques de voyage, First Eagle vise à être réfléchi et intentionnel pour minimiser son empreinte environnementale. Nous comprenons également l'intérêt des clients pour nos comportements environnementaux et nous nous efforçons d'améliorer nos conventions de divulgation à mesure que les meilleures pratiques en matière de développement durable évoluent.

Nous visons à exercer une influence positive sur les actions de nos collègues, dans leur vie non professionnelle comme au bureau. Notre défi bien-être le plus récent, par exemple, portait principalement sur le développement durable.

Dans le secteur de la gestion des investissements, nous pouvons et devons faire notre part pour gérer notre empreinte environnementale.

---

**Q :**

**Où se dirige la RSE à First Eagle ?**

**Mélanie :**

Dans le cadre des principes directeurs de First Eagle, nous visons l'excellence dans tout ce que nous faisons. Cela s'applique autant à nos efforts de RSE qu'à nos activités d'investissement. Avec le temps et en étroite coordination avec les collègues de toute l'entreprise, nous continuerons à faire évoluer nos politiques d'entreprise.

Nous sommes fiers de la culture que nous avons créée chez First Eagle. Préserver et promouvoir cette culture exige une vigilance constante et un apprentissage et une adaptation continus. Il n'y a pas de date de fin pour ce projet.

La responsabilité sociale d'entreprise est un projet sans date de fin.



Notre déclaration de responsabilité sociale d'entreprise est disponible sur [firsteagle.com](https://firsteagle.com).

# À propos des investissements First Eagle

Patience. Humilité. Conviction.

First Eagle Investments est une société de gestion d'actifs privée indépendante\* dédiée à répondre aux besoins d'investissement des particuliers et des institutions du monde entier. Tout au long de l'histoire de l'entreprise, nous avons cherché à atténuer les facteurs disparates qui érodent le pouvoir d'achat des clients au fil du temps, une tradition qui reste au cœur de notre mission aujourd'hui. Nos portefeuilles actifs, axés sur le rendement absolu, sont enracinés dans la recherche fondamentale et s'efforcent de générer des rendements réels attractifs tout au long des cycles économiques tout en maintenant une forte priorité sur l'atténuation du risque de baisse. Nos équipes d'investissement gèrent un éventail de stratégies d'actions ou axées sur les actions, de crédit public et privé, multi-actifs et alternatives, caractérisées par une réflexion disciplinée et non conventionnelle, une perspective mondiale et un alignement sur des intérêts à long terme.

109 mil-  
liards \$

dans les actifs sous  
notre gestion

Une société de gestion d'actifs  
privée et indépendante dotée  
d'un héritage qui remonte à

1864

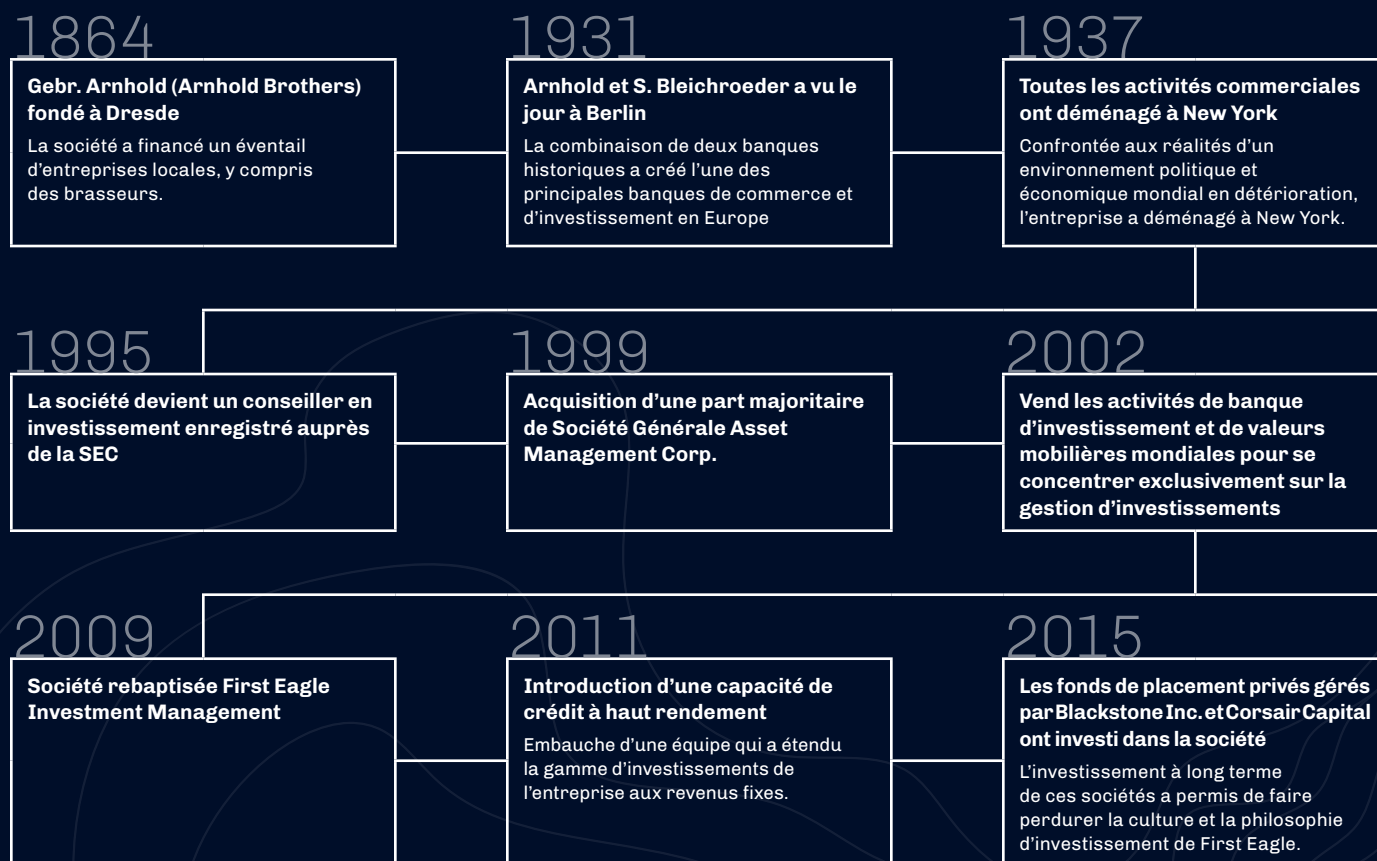
427

employés, dont 91 profes-  
sionnels de l'investisse-  
ment

10

bureaux à travers le monde  
et un siège social à New York

## Préservation de richesses depuis 1864



Source : First Eagle Investments ; données au 30 septembre 2021.

\* Les fonds de placement privés indirectement contrôlés par Blackstone Inc. et Corsair Capital LLC, ainsi que certains co-investisseurs, détiennent indirectement une participation majoritaire dans First Eagle Investment Management, LLC.

L'agilité a une fois de plus été un attribut-clé en 2021, car le secteur de la gestion des investissements a dû faire face à une nouvelle année d'ajustements continus face à des défis personnels, professionnels et des marchés financiers en constante évolution. Nous sommes fiers d'annoncer que l'accent mis par nos collègues sur nos clients a été inébranlable. Sur les deux pages suivantes, vous trouverez des exemples qui ont aidé à soutenir nos professionnels dans ces moments difficiles.

Chez First Eagle, les clients sont la priorité, toujours. Pour respecter cet engagement, nous pensons qu'il est de notre responsabilité en tant qu'organisation de cultiver une culture de haute performance qui attire, développe et conserve une main-d'œuvre talentueuse et inclusive, et qui nourrit les talents individuels de nos employés tout en les inspirant à donner le meilleur d'eux-mêmes. En bref, nous voulons que First Eagle soit une destination de choix pour les professionnels de la gestion des investissements qui partagent nos principes fondamentaux en matière d'investissement.

Cela implique en partie d'offrir des opportunités de croissance aux individus talentueux et de renforcer continuellement notre leadership. Au sein de l'équipe Global Value, par exemple, Kimball Brooker a été nommé co-responsable aux côtés de Matt McLennan, reconnaissant ainsi l'évolution de son rôle au fil du temps à mesure que l'équipe s'est développée. L'équipe a également annoncé un certain nombre d'autres promotions internes, ajoutant de nouveaux gestionnaires de portefeuille à certaines stratégies et stimulant les gestionnaires de portefeuille associés dans d'autres pour s'assurer que nous tirons pleinement parti des perspectives diverses de nos professionnels de l'investissement et que nous encourageons les chefs d'équipe Global Value de demain. Vous trouverez plus d'informations sur ces promotions à la page 8.

Bien entendu, First Eagle a été et continuera d'être intéressé par le développement de l'ensemble des solutions d'investissement différenciées que nous sommes en mesure d'offrir à nos clients. L'exemple le plus récent s'est produit au deuxième trimestre 2021, lorsque nous avons créé une nouvelle équipe d'investissement Small Cap et avons fait appel à quatre personnes expérimentées pour la gérer. Le gestionnaire de portefeuille Bill Hench, les gestionnaires de portefeuille adjoints Suzanne Franks et Rob Kosowsky, ainsi que l'analyste de recherche Adam Mielnik, qui avaient précédemment travaillé ensemble chez Royce Investment Partners, recherchent des sociétés américaines sous-évaluées à petite capitalisation dotées d'un catalyseur potentiel d'amélioration des fondamentaux. L'équipe parle de leur approche opportuniste et ascendante de l'espace des petites capitalisations à la page 17.

Ces améliorations, ainsi que d'autres améliorations apportées à notre activité ces dernières années, nous ont incités à reconsidérer la manière dont nous présentons la marque First Eagle sur le marché. En décembre, notre nom est devenu First Eagle Investments. Selon nous, ce nom capte mieux les offres de produits élargies de l'entreprise sur les canaux de vente au détail et institutionnels, ainsi que notre portée géographique croissante et l'étendue de notre investissement. En conjonction avec ce changement, nous avons également introduit une nouvelle identité visuelle pour l'entreprise, y compris un nouveau logo et une apparence et une convivialité actualisées pour le contenu destiné au marché comme notre site Web. Bien que ce changement vise à véhiculer une image plus moderne, intemporelle et axée sur le numérique pour First Eagle, notre engagement envers l'offre de valeur fondamentale que vous attendez de nous reste intact.

2020

**Acquisition du gestionnaire de crédit alternatif THL Credit pour former l'équipe Alternative Credit**

Cette acquisition a renforcé la position de First Eagle en tant que l'un des principaux gestionnaires de stratégies de prêts largement syndiqués et de prêts directs.

2021

**Établissement de l'équipe Small Cap**

Cette équipe expérimentée apporte une approche opportuniste et éprouvée de gestion active dans un marché particulièrement inefficace.

Décembre

2021

**Rebaptisé First Eagle Investments**

**First Eagle**   
Investments

» Au cours des 12 derniers mois, qu'est-ce qui a contribué à apaiser votre...

### ...Esprit ?

*Pappyland : Une histoire de famille, de bourbon et de tout ce qui perdure*  
par **Wright Thompson**

**Daniel Schwarz**  
Associé principal,  
Équipe Alternative Credit

**Christian Champ**  
Directeur général,  
Équipe Alternative Credit

*Braquage Sweetgrass : La sagesse indigène, la connaissance scientifique et les enseignements des plantes*  
de **Robin Wall Kimmerer**

*Atomic Habits : Une façon facile et éprouvée de créer de bonnes habitudes et de briser les mauvaises habitudes*  
par **James Clear**

**Manish Gupta**  
Gestionnaire de portefeuille et principal analyste de recherche, Équipe Global Value

**Jake Szymczak**  
Associé,  
Équipe Alternative Credit

*Barbarian Days : Une vie de surf*  
par **William Finnegan**

*The Great Bridge*  
de **David McCullough**

**Rob Kosowsky**  
Gestionnaire de portefeuille adjoint,  
Équipe Small Cap

### ...Esprit ?

« Se rendre en voiture à Hilton Head Island, en Caroline du Sud, avec nos six enfants pour se marier »

**Steven Krull**  
Directeur général,  
Équipe Alternative Credit

**Craig Hawkins**  
Vice-président,  
Équipe Alternative Credit

« Mon fils ; il m'encourage à ralentir, à prendre du recul et à respirer profondément, et à profiter simplement de la famille, du travail et de la vie en général »

Les livres mentionnés ne sont pas approuvés par First Eagle Investments. Ils sont mentionnés à titre d'information uniquement.

## ...Corps ?

« Toute forme de nourriture grecque – préparée par la famille ! »

**Luke Psychojos**  
Associé principal,  
Équipe Alternative Credit

**Adam Mielnik**  
Principal analyste de recherche,  
Équipe Small Cap

« Plongée sur épave aux îles Vierges britanniques »

« Pho au poulet avec bouillon épicé »

**Varun Varma**  
Associé principal,  
Équipe Alternative Credit

**Suzanne Franks**  
Gestionnaire de portefeuille adjointe, Équipe Small Cap

« « Randonnée au Glacier National Park dans le Montana » »

« Tous les hivers, je revisite ma passion pour la découverte du chili parfait ; je m'en rapproche petit à petit »

**John Masi**  
Gestionnaire de portefeuille et principal analyste de recherche, Équipe Global Value

« Ma famille et comment elle a réagi aux circonstances difficiles »

**Idanna Appio**  
Gestionnaire de portefeuille et principale analyste en dette souveraine, Équipe Global Value

**Kevin Kuzio**  
Gestionnaire de portefeuille associé et principal analyste de crédit, Équipe Global Value

« Une semaine pour aider immédiatement après la naissance de notre nouvelle petite-fille »

« Venir au travail ; content d'être de retour au bureau »

**Adrian Jones**  
Gestionnaire de portefeuille et principal analyste de recherche, Équipe Global Value

**L'indice Bloomberg Global Aggregate** est une mesure phare de la dette mondiale de qualité investissement sur 28 marchés de devises locales. Cet indice de référence multi-devises comprend des bons du Trésor, des obligations gouvernementales, d'entreprises et titrisées à taux fixe d'émetteurs de marchés développés et émergents.

**L'indice Bloomberg US Aggregate Bond** est un indice de référence phare à large échelle qui mesure le marché des obligations imposables à taux fixe libellées en dollar américain, de qualité investissement. L'indice comprend les bons du Trésor, les obligations gouvernementales et de sociétés, les MBS d'agence à taux fixe, les ABS et les CMBS (agence et non-agence).

**L'indice Bloomberg US Corporate High Yield Bond** mesure le marché des obligations d'entreprises à taux fixe libellées en USD, à haut rendement. Les titres sont classés comme titres à haut rendement si la notation moyenne de Moody's, Fitch et S&P est Ba1/BB+/BB+ ou inférieure.

**L'indice Credit Suisse Leveraged Loan** est un indice rééquilibré mensuel conçu pour refléter l'univers d'investissement du marché des prêts à effet de levier libellé en USD.

**L'indice MSCI EAFE** est un indice de rendement total non géré, rapporté en dollars américains, basé sur les cours des actions et les dividendes nets réinvestis d'environ 1 100 sociétés de 22 pays et il pas disponible à l'achat.

**L'indice Russell 1000 Growth** mesure la performance du segment de croissance des titres à forte capitalisation de l'univers des actions américaines. Il comprend les sociétés Russell 1000 dont les ratios cours/valeur comptable sont relativement plus élevés, la croissance à moyen terme (deux ans) des prévisions I/B/E/S est plus élevée et la croissance historique des ventes par action est aussi plus élevée (cinq ans). L'indice Russell 1000 Growth est conçu pour servir de baromètre complet et impartial du segment de croissance des titres à forte capitalisation.

**L'indice Russell 1000 Value** mesure la performance du segment de valeur des titres à forte capitalisations de l'univers des actions américaines. Il comprend les sociétés Russell 1000 dont les ratios cours/valeur comptable sont relativement plus faibles, la croissance à moyen terme (deux ans) des prévisions I/B/E/S est plus faible et la croissance historique des ventes par action est aussi plus faible (cinq ans). L'indice Russell 1000 Value est conçu pour servir de baromètre complet et impartial du segment de valeur des titres à forte capitalisation.

**L'indice S&P 500** est un indice non géré largement reconnu, comprenant un échantillon représentatif de 500 sociétés de premier plan dans les principaux secteurs de l'économie américaine. Bien que l'indice S&P 500 se concentre sur le segment des grandes capitalisations du marché, avec une couverture d'environ 80 % des actions américaines, il est également considéré comme une référence pour l'ensemble du marché.

## Divulgations des risques

### Risques du crédit alternatif

Les investissements alternatifs peuvent être spéculatifs et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les investissements alternatifs sont uniquement destinés aux investisseurs expérimentés et sophistiqués qui sont disposés à et capables de supporter les risques économiques élevés associés à de tels investissements. Les investisseurs doivent examiner attentivement et envisager les risques potentiels avant d'investir. Certains de ces risques comprennent :

- Perte de l'ensemble ou d'une partie substantielle de l'investissement ;
- Manque de liquidité dans la mesure où il peut n'y avoir aucun marché secondaire ou d'intérêt dans la stratégie et que rien de cela n'est prévu à l'avenir ;
- Volatilité des retours ;
- Risque de taux d'intérêt ;
- Restrictions sur le transfert d'intérêts dans une stratégie d'investissement privé ;
- Manque potentiel de diversification et risque potentiel plus élevé résultant de la concentration dans un ou plusieurs secteurs, industries, pays ou régions ;
- Absence d'informations concernant les évaluations et les prix ;
- Structures fiscales complexes et retards des déclarations fiscales ;
- Moins de réglementation et des frais plus élevés que pour les fonds communs de placement ;
- Utilisation d'un effet de levier qui amplifie le potentiel de gain ou de perte sur les montants investis et qui est généralement considéré comme une technique d'investissement spéculative et augmente les risques associés à l'investissement dans la stratégie ;
- Un intérêt porté qui peut entraîner une stratégie d'investissements plus spéculatifs aux risques sont plus élevés qu'en l'absence de tels arrangements ; et
- Des prêts de niveau inférieur à la qualité investissement qui peuvent être défaillants et affecter défavorablement les rendements.

**Actifs réels.** Dans le cas d'un ralentissement des industries liées aux actifs réels, l'impact serait plus important sur les portefeuilles investissant dans des actifs réels. Les facteurs qui peuvent affecter ces industries comprennent, sans s'y limiter, la réglementation ou la déréglementation gouvernementale, la conservation de l'énergie et l'offre/la demande, les prix des matières premières, la réglementation des matières premières, le coût du transport, le coût du travail, les taux d'intérêt et les développements économiques généraux tels que la croissance ou la contraction sur différents marchés, les changements d'évaluation des devises et les décisions des banques centrales.

**Les titres à haut rendement** ont des notations inférieures à celles des titres de qualité investissement, car il existe une plus grande possibilité que l'émetteur soit incapable de payer les intérêts et le montant principal sur ces titres. Les titres à haut rendement comportent un risque plus élevé que les titres à notation plus élevée, et les portefeuilles qui investissent dans ceux-ci peuvent être soumis à des niveaux de risque de crédit et de liquidité plus élevés que les autres portefeuilles.

**Les investissements aurifères et liés à l'or** présentent certains risques, y compris des risques politiques et économiques affectant le prix de l'or et d'autres métaux précieux, comme des changements de la législation américaine ou étrangère sur les impôts, les devises ou l'exploitation minière, l'augmentation des coûts environnementaux, les politiques monétaires et politiques internationales, les conditions économiques au sein d'un pays individuel, les déséquilibres commerciaux et les restrictions commerciales ou monétaires entre les pays. Le prix de l'or est susceptible d'affecter les prix du marché des titres de sociétés qui exploitent ou traitent l'or et, par conséquent, la valeur des investissements dans ces titres peut également être affectée. Dans leur ensemble, les investissements liés à l'or n'ont pas connu d'aussi bonnes performances que celles du marché boursier en général pendant les périodes où le dollar américain était fort, l'inflation était faible et les conditions économiques générales étaient stables. En outre, les rendements des investissements liés à l'or ont traditionnellement été plus volatils que les investissements sur des marchés d'actions ou de dettes plus larges. Les investissements dans l'or et les investissements liés à l'or peuvent être spéculatifs et peuvent être soumis à une plus grande volatilité des prix que les investissements dans d'autres actifs et types de sociétés.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management au 30 novembre 2021.

Les points de vue exprimés concernant les tendances économiques et de marché sont ceux de l'auteur et pas nécessairement ceux d'Amundi Asset Management, et sont susceptibles d'être modifiés à tout moment en fonction des conditions du marché et d'autres conditions, et il ne peut y avoir aucune garantie que les pays, marchés ou secteurs se comporteront comme prévu. Ces opinions ne doivent pas être considérées comme des conseils d'investissement, des recommandations de titres ou comme une indication de négociation pour le compte d'un produit Amundi Asset Management. Il n'y a aucune garantie que les prévisions du marché discutées seront réalisées ou que ces tendances se poursuivront. Les investissements impliquent certains risques, y compris les risques politiques et de change. Les rendements d'investissements et les valeurs nominales peuvent baisser ou augmenter et cela peut entraîner la perte de tous les capitaux investis. Le présent document ne constitue pas une offre d'achat ou une sollicitation de vente d'unités d'un fonds d'investissement ou de services. La diversification ne garantit pas de profits ou la protection contre les pertes. **Les performances passées ne sont pas une garantie ou une indication des résultats futurs.**

First Eagle Investments est le nom de marque de First Eagle Investment Management, LLC et de ses filiales de conseil en investissement. First Eagle Alternative Credit est le nom de marque des conseillers en investissement de ces filiales engagés dans l'activité de crédit alternatif.

© 2022 First Eagle Investments. Tous droits réservés.

ID de document : 1954510

W-BR-NPD-REFL21-P-L





**First Eagle Investments** 

---

Axé sur les actions

---

Revenu fixe et  
Crédit négociable

---

Alternatifs

---

Multi-Actifs