



PERSPECTIVES
SECUAIRES

JUIN 2022

En quête de résilience

Face à la volatilité, à l'inflation et aux tensions géopolitiques, gouvernements et entreprises sont sur la défensive. Dans ce monde en fragmentation, nous plaidons en faveur du renforcement de la résilience des portefeuilles, et explorons les risques et opportunités à venir dans les cinq prochaines années.



Auteurs :

Joachim Fels
Global Economic Advisor

Andrew Balls
Chief Investment Officer
Global Fixed Income

Dan Ivascyn
Group Chief Investment Officer

RÉSUMÉ

- La guerre en Ukraine a aggravé les fractures géopolitiques mondiales. La démondialisation et la fragmentation accrue des marchés financiers nous semblent les principaux risques à l'horizon séculaire.
- Dans cet environnement, nous pensons que les dirigeants des gouvernements et des entreprises se concentreront de plus en plus sur la recherche de sécurité et la résilience, notamment en revoquant à la hausse leurs dépenses de défense et en diversifiant les chaînes d'approvisionnement. Ces tendances sont susceptibles d'accroître les inefficiences économiques et les pressions inflationnistes. Nous constatons également un risque élevé de récession au cours des deux prochaines années.
- Le raccourcissement des cycles conjoncturels attendu dans nos perspectives séculaires et, compte tenu de l'évolution du contexte inflationniste, la réduction des mesures de soutien politique plaident en faveur de la résilience des portefeuilles au détriment de la quête de rendement. Les investissements obligataires, à des niveaux de rendement plus élevés, joueront un rôle majeur dans le renforcement de la résilience au sein de portefeuilles diversifiés.
- Les stratégies de crédit non coté peuvent compléter avantageusement les allocations au crédit coté, même si nous observons des excès sur certains segments de ces marchés. Nous devrions privilégier les obligations d'entreprises de qualité supérieure et chercherons à offrir, et non à demander, de la liquidité durant les périodes de tensions sur les marchés du crédit.
- Dans un contexte de tensions inflationnistes accrues, les titres du Trésor américain protégés contre l'inflation (TIPS), les matières premières et certains titres mondiaux indexés sur l'inflation nous semblent offrir une couverture à un prix raisonnable.



Intervenants invités au Forum séculaire 2022

Dan Gallagher

Chief Legal, Compliance, and Corporate Affairs Officer, Robinhood

Matteo maggioli

Professeur de finance à la Stanford Graduate School of Business

Katherine Molnar

Chef des placements, Système de retraite des policiers du comté de Fairfax

Neha narula

Directeur, MIT digital currency initiative

Querelles de Randal

Ancien gouverneur et vice-président de la supervision, Conseil de la Réserve fédérale américaine

Yuval rooz

Directeur général et cofondateur de Digital Asset

Alex C. Ruane

Recherche scientifique physique et co-directeur du groupe Climate Impacts au NASA Goddard Institute for Space Studies

Angela Stent

Professeur émérite et directeur du Centre d'études eurasiennes, russes et d'Europe de l'Est, Université de Georgetown, et auteur de *Putin's World: Russia Against the West and With the Rest*.

Barbara F. Walter

Professeur de sciences politiques à l'Université de Californie à San Diego et auteur de *How Civil Wars Start*

L'environnement macroéconomique mondial reste tout sauf normal et les investisseurs devront naviguer dans des eaux agitées au cours des cinq prochaines années. La disruption et l'incertitude devraient persister, tandis que la démondialisation creusera les fractures de l'économie mondiale. Une approche réfléchie, axée sur le long terme devrait aider les investisseurs à affronter ces difficultés. Il s'agit là de quelques-unes des principales conclusions du dernier Forum séculaire annuel de PIMCO, qui a réuni nos professionnels de l'investissement, nos conférenciers invités (voir encadré) et [notre Conseil consultatif mondial](#) durant trois jours de discussions intenses.

L'ÉPREUVE DU FEU

Commençant par une revue approfondie de nos priorités, nous avons estimé que les thèmes abordés dans nos *Perspectives séculaires 2021*, « [L'ère de la transformation](#) », résonnent encore beaucoup aujourd'hui. Nous avons anticipé un environnement macroéconomique plus incertain et volatil, et identifié les transformations vertes, numériques et sociales comme principaux moteurs de disruption. Nous avons prévu un raccourcissement des cycles de croissance et d'inflation avec de larges amplitudes et des divergences accrues entre les pays. Tous ces thèmes conservent leur pertinence aujourd'hui.

Toutefois, nous avons bien évidemment dû intégrer le bouleversement que nous n'avions pas anticipé l'an dernier : l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février et la terrible guerre qui fait rage depuis, ainsi que les sanctions économiques et financières à grande échelle et autres mesures politiques prises par la majorité des démocraties occidentales. En réfléchissant aux conséquences de ces événements pour notre thèse d'investissement, nous avons jugé utile de différencier l'horizon cyclique à court terme (six à douze mois), l'horizon à moyen terme (un à deux ans) et l'horizon séculaire à plus long terme de cinq ans et éventuellement plus.

PERSPECTIVES À COURT TERME : DÉSÉQUILIBRES

Nous avons brièvement évoqué et confirmé la thèse cyclique que nous avons présentée dans nos *Perspectives conjoncturelles de mars 2022* sous le titre [Déséquilibres](#). Les récentes données macroéconomiques nous confortent dans l'idée que le choc provoqué par la guerre et les sanctions, aux côtés des mesures de confinement imposées en Chine, a un effet stagflationniste, tirant l'inflation vers le haut à court terme et ralentissant la croissance économique des grandes puissances jusqu'à la vitesse de décrochage sur l'horizon cyclique. En conséquence, compte tenu du niveau de l'inflation globale à travers le monde qui avoisinait notamment les 8 % aux États-Unis et en Europe au moment de la rédaction de ces perspectives, les grandes banques centrales semblent déterminées à privilégier la lutte contre l'inflation au détriment de la croissance, ce qui nous amène à nos perspectives à moyen terme.

MOYEN TERME : RISQUES DE RÉCESSION ÉLEVÉS

Nous anticipons un risque de récession élevé dans les deux prochaines années qui reflète une aggravation potentielle des troubles géopolitiques, une inflation tenace qui rogne le revenu disponible réel des ménages et la lutte acharnée des banques centrales contre l'inflation (au détriment de la croissance) qui aggrave le risque d'accidents financiers en plus du resserrement brutal des conditions financières déjà observé.

De plus, si récession il y a, nous estimons que la réponse monétaire et budgétaire sera plus réservée et tardive que lors des dernières crises où l'inflation n'était pas un problème et où l'endettement public et les bilans des banques centrales étaient moins volumineux. Alors que les autorités budgétaires avaient tiré des enseignements de la reprise économique modeste qui avait suivi la crise financière mondiale en apportant une réponse plus énergique à la crise sanitaire, l'inflation actuelle pourrait les dissuader de réenvisager ces mesures, notamment aux États-Unis.

Nous anticipons un risque de récession élevé dans les deux prochaines années qui reflète une aggravation potentielle des troubles géopolitiques, une inflation tenace et la lutte acharnée des banques centrales contre l'inflation (au détriment de la croissance)

Alors que nous estimons que, pour de nombreuses raisons, la prochaine récession ne sera pas aussi grave que la Grande récession de 2008 ou que l'arrêt brutal provoqué par la pandémie en 2020, la réaction moins énergique des banques centrales et des gouvernements pourrait prolonger la récession et/ou enclencher une reprise plus timide.

THÈME SÉCULAIRE : EN QUÊTE DE RÉSILIENCE

L'aggravation des fractures géopolitiques qui pourraient accélérer la transition d'un monde unipolaire vers un monde bipolaire, voire multipolaire, est une conséquence majeure à long terme de la guerre en Ukraine et des réactions qu'elle a suscitées. Les premières fractures sont apparues avec le scepticisme dont a fait montre le monde occidental face à l'émergence de la Chine en tant que grande puissance économique et géopolitique.

Dans un monde plus divisé, les gouvernements et les entreprises devraient, selon nous, rechercher la sécurité et renforcer leur résilience :

- Compte tenu du risque de conflit militaire plus réel après l'agression russe envers l'Ukraine, de nombreux gouvernements, en particulier en Europe, mais également ailleurs, ont annoncé qu'ils prévoient d'augmenter leurs dépenses en matière de défense et d'investir dans la sécurité énergétique et alimentaire.
- Les entreprises cherchent à renforcer la résilience de leurs chaînes d'approvisionnement via la diversification mondiale et la délocalisation vers des pays proches ou « amis ». Cette tendance, qui est apparue à la suite des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis, puis lorsque la pandémie a mis en évidence la fragilité des chaînes de valeur complexes, devrait s'intensifier face à l'insécurité géopolitique croissante.
- Par ailleurs, en réaction aux risques climatiques et à la crise sanitaire, gouvernements et entreprises ont déjà redoublé d'efforts pour atténuer le changement climatique et s'y adapter ainsi que pour améliorer la sécurité sanitaire de leurs citoyens et employés.

Cette quête de résilience et de sécurité pourrait se faire au détriment de l'efficacité économique à court terme. Nous voyons cinq grandes implications macroéconomiques dans cette tendance séculaire :

Premièrement, la hausse des dépenses dans de nombreux domaines, notamment la défense, la santé, la sécurité énergétique et alimentaire, le renforcement de la résilience des chaînes d'approvisionnement ainsi que les mesures d'atténuation et d'adaptation au risque climatique, dans la mesure où celles-ci ne seront pas compensées par des baisses dans d'autres domaines, pourraient soutenir la demande globale à l'horizon séculaire. Toutefois, une bonne partie de ces dépenses supplémentaires ne soutiendra pas la croissance de la productivité à long terme sauf si les entreprises font des efforts supplémentaires pour augmenter la productivité en investissant davantage dans les technologies. En conséquence, la quête de résilience devrait rimer avec réglementation et protectionnisme, ce qui pourrait peser sur la croissance à long terme. Dans l'ensemble, la croissance économique ne devrait pas être significativement plus élevée à l'horizon séculaire qu'elle ne l'a été la décennie pré-pandémie.

Deuxièmement, la quête de résilience et de sécurité crée certaines tensions inflationnistes dans la mesure où les entreprises doublent leurs chaînes d'approvisionnement et les relocalisent plus près de chez elles. Dans la mesure où les gouvernements deviennent plus stricts en matière d'immigration, les marchés de l'emploi pourraient devenir moins compétitifs, ce qui pourrait provoquer une pression accrue sur les salaires. De même, la transition verte, qui devrait à terme se traduire par une baisse des prix de l'énergie grâce aux sources renouvelables meilleur marché, pourrait tirer les prix de l'énergie vers le haut pendant un temps si la diminution de l'offre d'énergie « brune » était plus rapide que l'expansion des énergies renouvelables. Mais en fin de compte, ce seront les choix politiques des autorités monétaires et budgétaires qui détermineront si ces facteurs entraîneront une inflation durablement élevée.

Troisièmement, compte tenu de ces freins inflationnistes, les banques centrales sont face à un dilemme. Le soutien de la demande globale et le renforcement de la résilience se feraient au détriment de la lutte contre l'inflation. Inversement, ramener l'inflation vers sa cible pénaliserait la demande et l'emploi. Pour l'heure, avec une inflation largement au-dessus de sa cible, les banques centrales se concentrent sur la lutte contre l'inflation.

Les banques centrales sont confrontées à un dilemme : lutter contre l'inflation ou soutenir la croissance

Il est difficile de savoir si elles continueront d'accorder la priorité à la lutte contre l'inflation une fois que celle-ci sera revenue à des niveaux proches de sa cible ou si elles toléreront des dépassements modérés. Dans l'ensemble, nous estimons que les risques d'inflation à l'horizon séculaire sont orientés à la hausse.

Quatrièmement, nous anticipons une probabilité accrue d'événements et de défauts de crédit dans le secteur privé à l'horizon séculaire. Les budgets publics et les bilans des entreprises devraient être fragilisés par les besoins d'investissement accrus dans la sécurité et la résilience, les coûts du service de la dette seront vraisemblablement plus élevés et le risque de récession est réel. Face à une inflation élevée, les banques centrales pourraient être moins désireuses ou en mesure de soutenir les débiteurs du secteur privé. De même, les gouvernements pourraient se montrer plus modérés dans leur soutien car les niveaux d'endettement ont explosé en raison de la pandémie et ils doivent financer la hausse des retraites et des coûts de santé dans un contexte de vieillissement démographique.

Cinquièmement, et ce n'est pas le point le moins important, nous voyons un risque de démondialisation financière et de fragmentation des marchés à l'horizon séculaire, une « guerre des capitaux », pour reprendre les termes d'un participant au Forum. La militarisation des sanctions financières et des réserves de change pourrait bien renforcer le biais national des créanciers publics et privés dans les pays affichant une balance courante excédentaire et provoquer une diminution des flux financiers vers le dollar au fil du temps. Toutefois, dans la mesure où aucune devise ne dispose des marchés financiers profonds et liquides qui lui permettraient de rivaliser avec le dollar, une telle évolution, le cas échéant, ne se produirait pas du jour au lendemain, mais s'étendrait sur une période bien au-delà de l'horizon séculaire.

Conclusions d'investissement

Nous sommes convaincus que nous avons définitivement quitté l'ère de la croissance faible mais stable accompagnée d'une inflation résolument inférieure aux cibles des banques centrales que nous appelons la Nouvelle norme. Au cours de cette période, les grands gagnants ont été les investisseurs qui ont « chassé le rendement » et « acheté le creux » en anticipant les mesures des banques centrales et – pendant la crise sanitaire – le soutien budgétaire des actifs risqués. Toutefois, à l'horizon séculaire, nous estimons que les banques centrales auront moins de marge de manœuvre pour lutter contre la volatilité de marché et soutenir les performances des actifs financiers.

RENFORCER LA RÉSILIENCE

Nous estimons que les investisseurs, plutôt que de partir en quête de rendement, chercheront à renforcer la résilience dans la construction de portefeuille en constituant une allocation d'actifs plus solide face à un environnement plus incertain en termes de volatilité macroéconomique et de marché, mais aussi de soutien des banques centrales. Pour notre part, nous chercherons à renforcer la résilience des portefeuilles que nous gérons pour le compte de nos clients et à exploiter les périodes de volatilité de marché.

La diversification mérite que l'on s'y attarde. Alors que les entreprises s'efforcent de diversifier leurs chaînes d'approvisionnement, les investisseurs pourraient chercher à diversifier leurs portefeuilles à la lumière des facteurs et risques géopolitiques. Ceci pourrait réserver quelques surprises, comme ce fut le cas avec l'isolement rapide de la Russie du système financier mondial. Il se pourrait que les gouvernements et les entreprises soient contraints de clarifier leurs positions géopolitiques, sous peine de se voir imposer des sanctions, des mesures de contrôle des capitaux et au final, des confiscations. De même que la diversification des classes d'actifs, ces considérations géopolitiques pourraient avoir une incidence sur les décisions d'investissement et les primes de risque demandées.

ENVIRONNEMENT DOMINÉ PAR DES RENDEMENTS FAIBLES

Compte tenu des valorisations initiales (même après le repli des marchés d'actifs ces derniers mois) et de la volatilité accrue attendue sur les marchés et sur le plan macroéconomique, les performances des actifs devraient être faibles à l'horizon séculaire. Le raccourcissement des cycles conjoncturels et, compte tenu de l'évolution du contexte inflationniste, le soutien politique moins global plaident en faveur de la résilience des portefeuilles au détriment de la



quête de rendement. Nous anticipons un risque élevé de récession aux États-Unis et dans d'autres économies avancées dans les deux mois à venir, ce qui implique également d'évaluer avec lucidité les potentiels de performance des actifs et de privilégier la préservation du capital.

Ceci étant dit, les rendements des indices d'obligations « core » ont quitté les points bas atteints pendant la pandémie et nous estimons, dans notre scénario central, que les marchés à terme devraient intégrer (ou être en passe de le faire) ce qui devrait être le sommet séculaire des taux directeurs dans différents pays. Les banques centrales devraient avoir davantage de latitude pour réduire leur politique monétaire conventionnelle si elles jugent que les pressions inflationnistes sont maîtrisables et que les taux d'intérêt des marchés sont supérieurs aux niveaux des dernières années, ce qui ouvrira la voie à un potentiel de rendement attractif sur les marchés obligataires dans un contexte de récession.

Les titres à revenu fixe devraient jouer un rôle important dans le renforcement de la résilience des portefeuilles diversifiés

Nous tablons sur des performances positives pour la plupart des indices de référence obligataires sur l'horizon séculaire et, dans le haut rendement, les obligations devraient jouer un rôle majeur pour renforcer la résilience au sein des portefeuilles diversifiés.

ANCRAGE DES TAUX DIRECTEURS ET PRIME DE RISQUE EN HAUSSE POUR LES OBLIGATIONS

Même si la période de nouvelle normalité qui a marqué la dernière décennie s'est terminée, nous pensons que des taux directeurs réels faibles à neutres devraient perdurer au-delà des efforts cycliques de lutte contre l'inflation. Les facteurs séculaires qui ont poussé des taux directeurs neutres à la baisse – y compris la démographie, l'excès d'épargne mondial et les niveaux élevés d'endettement – vont probablement continuer de maintenir les taux directeurs à des niveaux faibles, même si, à la marge, nous pourrions observer une pression haussière liée à des facteurs plus inflationnistes comme la démondialisation et l'accent placé sur la résilience des chaînes d'approvisionnement.

La dominance financière – l'impact direct d'un resserrement monétaire sur les marchés financiers, en plus des retombées qu'il aura au travers de variables macroéconomiques – limitera probablement toute hausse des taux directeurs nettement supérieure au niveau que les marchés à terme intègrent, sauf si les banques centrales, poussées par un scénario de risque où l'inflation est durablement supérieure aux objectifs et par

une hausse des prévisions d'inflation, optent pour des taux directeurs élevés, faisant de la récession un objectif et non pas seulement un effet secondaire.

Dans un monde aux perspectives macroéconomiques toujours plus incertaines, en particulier la trajectoire future de l'inflation, nous pensons que les marchés financiers vont réclamer des primes de terme plus élevées pour la détention d'obligation à plus longue échéance afin de compenser le risque obligataire. Nous avons probablement laissé derrière nous l'ère des primes de risque minimales, quand la demande de protection contre les risques économiques baissiers surpassait les préoccupations en matière d'inflation. Dans l'ensemble, les primes de terme devraient, selon nous, grimper.

À court terme, un aplatissement de la courbe est possible, les marchés évaluant les données d'inflation et cherchant l'équilibre entre les risques d'inflation et de récession. Néanmoins, sur l'ensemble de la période séculaire, nous tablons sur un retour de courbes plus pentues, dans un contexte où le risque d'inflation peut être supérieur ou inférieur aux cibles des banques centrales et où les possibilités de pressions inflationnistes durables sont plus fortes que dans le monde de la nouvelle normalité.

Sur le front des taux d'intérêt de marché, nous prévoyons que les faibles taux des banques centrales (tout au moins par rapport au début des années 2000) resteront un frein important. D'après notre perspective de base, qui utilise le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans comme référence, nous tablons sur un éventail comparable, voire légèrement supérieur à celui de la décennie écoulée, hors période de COVID en 2020. Cela équivaut à une fourchette estimée entre 1,5 % et 4 % environ. Le haut de cette fourchette suggère une possibilité de révision à la hausse par rapport aux niveaux enregistrés au cours de la décennie écoulée, pendant laquelle le rendement des bons du Trésor à 10 ans n'a que brièvement dépassé les 3 %. Cela reflète notre prévision d'une inflation plus forte que ces dix dernières années, lorsqu'elle n'atteignait pas les cibles des banques centrales, et des risques de hausse plus marqués au regard de l'inflation, aussi bien à l'échelle cyclique que séculaire. Bien sûr, certains scénarios de risques pourraient pousser ou freiner les rendements par rapport à cette projection de base.

HAUSSE DE LA PRIME DE RISQUE DES ACTIONS

Le raccourcissement des cycles conjoncturels et la volatilité macroéconomique plus forte pourraient également faire grimper les primes de risque des actions (en d'autres termes, les investisseurs pourraient réclamer une prime plus élevée pour détenir des actions plutôt que des obligations). Un environnement où l'inflation est plus prononcée aurait également tendance à réduire la croissance des bénéficiaires et les marges ainsi qu'à les rendre plus volatils.

En plus d'une longue liste de facteurs inflationnistes – niveaux de stocks plus élevés, chaînes d'approvisionnement moins efficaces, coûts de main-d'œuvre supérieurs et hausse des besoins en investissement – les marges pourraient également être affectées par la hausse des coûts d'intérêts et d'impôts. Ces dix dernières années, l'amélioration de la rentabilité des capitaux propres des entreprises a reposé en grande partie sur une baisse tendancielle des dépenses courantes (par ex., les dépenses d'exploitation, les taxes et les paiements d'intérêt). Ces tendances baissières dans les dépenses des entreprises devraient se poursuivre sur un horizon séculaire.

Nous nous attendons donc à voir les marchés d'actions afficher des performances inférieures à ce que les investisseurs ont pu connaître depuis la crise financière mondiale. Compte tenu de la visibilité réduite sur la croissance et la rentabilité, ceux-ci vont probablement exiger des primes de risque sur actions plus fortes et accorder la priorité à des bénéficiaires fiables. Cette perspective renforce notre accent sur la qualité et l'importance d'une sélection rigoureuse. L'identification des thèmes séculaires et des bénéficiaires de cette nouvelle conjoncture sera fondamentale pour générer de l'alpha dans un monde où le bêta est moins payant.

RECHERCHER LA PROTECTION CONTRE L'INFLATION

Compte tenu des possibilités de hausse de l'inflation sur l'horizon séculaire de cinq ans, nous estimons que les titres du Trésor américain protégés contre l'inflation (TIPS) et certains marchés de l'inflation mondiaux offriront, pour un prix raisonnable, une couverture contre les poussées d'inflation surprise. Les cours des TIPS américains intègrent actuellement un retour de l'inflation dans la cible de 2 % de la Fed d'ici 12 à 18 mois. Cela correspond à notre prévision de base, mais ce résultat n'est en aucun cas garanti.

Les marchés des matières premières peuvent également apporter une couverture précieuse contre l'inflation, notamment contre des poussées imprévues, puisque leur bêta historique (c'est-à-dire une sensibilité positive élevée) face à l'inflation surprise est nettement supérieur à celui des TIPS. À l'entame de 2022, les marchés des matières premières s'inscrivaient, dans l'ensemble, sur une trajectoire haussière étant donné que la reprise de la demande se heurtait à plusieurs années de sous-investissement dans l'offre, notamment dans le secteur énergétique. Les événements en Ukraine n'ont fait qu'accélérer cette tendance et braqué les projecteurs sur un marché qui doit lancer un cycle d'investissement solide pour répondre aux besoins énergétiques futurs ainsi qu'aux préoccupations en matière de climat et de sécurité. Nous considérons donc que des prix durablement élevés seront nécessaires pour attirer des capitaux et générer des investissements suffisants dans les marchés de l'énergie, au moins sur l'horizon séculaire.

L'immobilier peut également apporter une protection contre l'inflation, notamment dans des secteurs comme le logement collectif et le stockage en libre-service, où les baux sont généralement inférieurs à un an. En Europe, même les contrats de location de bureaux et de locaux industriels sont souvent liés à des indices d'inflation. En outre, les fondamentaux restent solides dans la plupart des secteurs de l'immobilier, avec des taux d'occupation encore élevés et une offre de nouveaux produits qui sera probablement encore freinée par des coûts de construction en hausse.

PRUDENCE À L'ÉGARD DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES : PRIORITÉ À LA QUALITÉ

Compte tenu du niveau de liquidité généralement faible sur les marchés du crédit et de nos perspectives annonçant une hausse de la volatilité macroéconomique, un risque de récession à moyen terme et un soutien des banques centrales et des politiques budgétaires moins assuré, nous comptons maintenir une approche axée sur une augmentation de la qualité dans les investissements en dette d'entreprise. Par rapport à la période d'achats profitant du creux de la vague que nous avons vécue pendant la décennie écoulée, nous pourrions enregistrer davantage de défauts et de pertes de crédit face à une récession où le soutien monétaire et budgétaire faiblit. Nous ne croyons pas que le vaste soutien politique offert aux entreprises émettrices pendant la pandémie de COVID constitue une nouvelle référence. À l'inverse, les banques centrales, qui se concentrent sur l'inflation, et les gouvernements, qui ont les yeux braqués sur la sécurité nationale et la protection de l'environnement, ne voudront probablement pas autant aider les entreprises qui ne font pas partie de secteurs considérés comme importants pour le renforcement de la résilience qu'ils visent.

Comme toujours, nous nous appuyerons sur les informations de notre équipe mondiale de gestionnaires de portefeuille de crédit et d'analystes de recherche de crédit pour sélectionner les surpondérations et les sous-pondérations en dette d'entreprise. Nous privilégierons plutôt les investissements garantis et nous chercherons à obtenir des conditions intéressantes et une documentation claire sur les investissements en crédit non garanti. Nous chercherons à éviter les positions nous exposant à tout risque de défaut significatif face à un cycle de défaut de crédit durable et, pendant les périodes de tension sur les marchés du crédit, nous adopterons un positionnement destiné à fournir des liquidités et non pas à être demandeurs.

OPPORTUNITÉS ET RISQUES DANS LE CRÉDIT PRIVÉ

Les stratégies de crédit privé peuvent compléter les allocations en crédit public. Alors que la conjoncture est plus compliquée pour le crédit public, nous nous attendons ainsi à trouver de bonnes opportunités pour les portefeuilles qui affichent une orientation à long terme et une tolérance au risque élevée.

Cela dit, ces dernières années, les marchés du crédit privé ont montré certains des excès que nous avons pu observer dans le crédit public, en particulier parmi les transactions de prêt à fort effet de levier, qui sont devenues plus fréquentes. Ces excès devraient faire émerger un vaste ensemble d'opportunités pour des solutions de financement privé sélectives alors que les bilans à l'endettement trop élevé s'ajusteront à une situation caractérisée par des valorisations et des hypothèses de croissance plus réalistes. Même si nous pensons que les expositions en crédit d'entreprise privé connaîtront une période plus difficile, nous anticipons de meilleures performances relatives dans certains des domaines moins recherchés du crédit privé. Par exemple, le crédit privé pour la consommation et le logement devrait se trouver dans une position particulièrement favorable pour afficher des performances attractives au cours des années à venir étant donné que les ménages se sont désendettés depuis plus d'une décennie (tandis que les entreprises ont fait l'inverse). Les opportunités dans d'autres segments diversifiés de l'univers du crédit privé, comme le financement aéronautique, les prêts immobiliers, le crédit-bail d'équipements et les financements en royalties, pourraient toutes, selon nous, surperformer l'ensemble du secteur de la dette d'entreprise privée compte tenu de situations initiales et de valorisations généralement plus saines.

MARCHÉS ÉMERGENTS : GAGNANTS ET PERDANTS

Nous pensons que les marchés émergents (ME) présenteront de bonnes opportunités, mais nous tenons à souligner l'importance de l'investissement actif pour identifier les gagnants et les perdants probables dans un environnement difficile pour l'investissement. Certains pays devraient profiter de la demande en biens d'équipement et les exportateurs de matières premières pourraient bénéficier d'une amélioration de leurs termes de l'échange. Parallèlement, d'autres pays émergents aux fondamentaux et aux cadres politiques fragiles pourraient être plus vulnérables dans un monde marqué par des cycles plus courts et une volatilité macroéconomique plus forte. Les importateurs de matières premières pourraient également connaître d'importantes difficultés.

Comme indiqué précédemment, dans un monde fracturé où nous devons impérativement surveiller de près les lignes de séparation militaires et stratégiques, le succès de l'investissement dans les ME dépend en grande partie de l'accent sur une diversification et sur des primes de risque appropriées. Cela renforce les arguments en faveur de la gestion active et de prises de décision résolues face au risque de sanction et de confiscation et aux surprises éventuelles liées non seulement à l'instabilité politique locale, mais aussi à des facteurs politiques régionaux et mondiaux.



Un monde fracturé fera des gagnants et des perdants sur les marchés émergents, ce qui renforce la nécessité d'une gestion et d'une analyse actives du risque

DEVISES : LE DOLLAR US, REFUGE DANS LA TEMPÊTE

Bien que le dollar US semble surévalué d'après les mesures de valorisation standard, nous prévoyons – compte tenu du risque de récession à long terme et des attentes relatives à une augmentation de la volatilité macroéconomique – que le dollar continuera de profiter de son statut de refuge face à la tempête. Il profite ainsi d'une image de source de relative sécurité en période de volatilité au niveau macroéconomique et sur les marchés. L'une des implications de cette situation est qu'en cas de recherche de valeur (par exemple, avec des devises émergentes relativement bon marché ou des devises du G10 exposées aux matières premières), il est plus logique d'envisager un panier de financement diversifié sur le plan géographique plutôt que de se concentrer sur les paires liées au dollar US.

OPPORTUNITÉS À L'ÉCHELLE MONDIALE

Outre des performances d'ensemble plus faibles pour la classe d'actifs et une volatilité plus forte de ces performances sur l'horizon séculaire, nous tablons sur une différenciation plus prononcée entre les pays dans un contexte d'instabilité politique, ainsi que sur des pertes extrêmes plus fortes pour la distribution. Le renforcement de la volatilité et de la différenciation des résultats macroéconomiques et des performances des marchés sera une source de risques et d'opportunités. Nous nous efforcerons de conserver des portefeuilles résilients, mais aussi d'adopter une approche globale afin de dégager un panel d'opportunités aussi large que possible et d'exploiter les meilleures, tout en limitant les risques liés à des liens plus faibles. L'augmentation du biais des acteurs en faveur de leur marché local, l'accélération de la démondialisation et la fragmentation accrue des marchés de capitaux pourraient faire émerger des opportunités pour les investisseurs qui peuvent compter sur une vision globale et sur des équipes d'investissement capables de les identifier et d'en tirer profit.

À propos de nos forums

Le processus d'investissement de PIMCO, peaufiné depuis près d'une cinquantaine d'années et testé dans la quasi-totalité des environnements de marché, se fonde sur nos Forums séculaires et cycliques. Quatre fois par an, nos spécialistes de l'investissement venus du monde entier se réunissent pour débattre de la situation sur les marchés mondiaux et de l'économie mondiale, ainsi que pour identifier les tendances qui auront, selon nous, d'importantes implications en termes d'investissement.

Lors du Forum séculaire, qui se tient une fois par an, nous nous concentrons sur les perspectives des cinq prochaines années, ce qui nous permet de positionner les portefeuilles pour qu'ils profitent des évolutions et des tendances structurelles de l'économie mondiale. Parce que nous pensons que la diversité des idées favorise la performance des investissements, des intervenants prestigieux (économistes lauréats du Prix Nobel, responsables politiques, investisseurs et historiens) sont invités à apporter des perspectives précieuses et pluridimensionnelles à nos débats. Nous bénéficions également de la participation active du Conseil consultatif mondial de PIMCO, une équipe d'experts de renommée mondiale en matière économique et politique.

À l'occasion des Forums cycliques, qui sont organisés trois fois par an, nous nous intéressons aux perspectives des six à douze prochains mois, en analysant les dynamiques économiques des grands pays développés et émergents. Notre objectif est d'identifier les éventuels changements de politique monétaire et budgétaire, de primes de risque ou de valorisations relatives, qui constituent autant d'éléments qui influencent le positionnement des portefeuilles.

Les performances passées ne constituent pas une garantie ou un indicateur fiable des résultats futurs.

Tout investissement comporte un risque et peut perdre de la valeur. L'investisseur sur le **marché obligataire** s'expose à certains risques au nombre desquels un risque de marché, de taux, de signature, de crédit, d'inflation et de liquidité. La valeur de la plupart des obligations et stratégies obligataires est affectée par les variations de taux d'intérêt. Les obligations et les stratégies obligataires assorties de sensibilités plus longues ont tendance à être plus sensibles et plus volatiles que celles qui affichent des sensibilités plus courtes. De façon générale, les prix des obligations chutent quand les taux d'intérêt augmentent, un risque renforcé par les contextes de taux d'intérêt bas. La réduction des capacités des contreparties obligataires peut contribuer à un assèchement de la liquidité sur le marché et à une volatilité accrue au niveau des prix. La valeur des investissements obligataires peut être supérieure ou inférieure à leur coût d'achat à la date de cession. **Les obligations indexées sur l'inflation (OII)** émises par un gouvernement sont des titres à revenu fixe dont la valeur de remboursement est ajustée périodiquement en fonction du taux d'inflation. Les OII perdent de la valeur lorsque les taux d'intérêt réels augmentent. **Les Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS)** sont des OII émises par le gouvernement américain. **Les matières premières** comportent des risques accrus, parmi lesquels les risques de marché, politiques, réglementaires et environnementaux, et peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. La valeur des **actions** peut baisser en fonction des conditions générales de marché, économiques et sectorielles réelles ou perçues. La valeur **des biens immobiliers** et des portefeuilles investis dans ces derniers peut fluctuer en fonction des pertes liées aux sinistres ou expropriations, des variations des conditions économiques locales et globales, de l'offre et de la demande, des taux d'intérêt, des taxes foncières, des restrictions applicables aux loyers, des lois sur l'occupation des sols et des dépenses opérationnelles. L'investissement dans des **titres libellés en devise étrangère et/ou domiciliés à l'étranger** peut entraîner des risques plus élevés en raison des fluctuations de change et des risques économiques et politiques potentiellement plus élevés dans les **marchés émergents**. **Les taux de change** peuvent fluctuer sensiblement sur de courtes périodes et réduire les performances d'un portefeuille. Le **crédit privé** implique un investissement dans des titres non cotés en bourse qui peuvent être sujets à un risque d'illiquidité. Il se peut que les portefeuilles qui investissent dans le crédit privé fassent appel à l'effet de levier et qu'ils adoptent des pratiques d'investissement spéculatives accroissant le risque de perte d'investissement. La **diversification** ne constitue pas une garantie contre les pertes. Le **risque de gestion** est le risque que les techniques d'investissement et les analyses de risque utilisées par un gestionnaire d'investissement ne produisent pas les résultats attendus et que certaines politiques ou certains développements puissent affecter les techniques d'investissement à la disposition du gestionnaire pour mettre en œuvre sa stratégie.

Les déclarations concernant les tendances des marchés financiers ou les stratégies de portefeuille se fondent sur les conditions de marché actuelles, qui peuvent fluctuer. Rien ne permet de garantir que ces stratégies d'investissement fonctionneront dans toutes les situations du marché ni qu'elles conviendront à tous les investisseurs. Chaque investisseur doit évaluer sa capacité à investir dans une optique à long terme, surtout en période de repli du marché. Il est recommandé aux investisseurs de consulter leur professionnel de l'investissement avant de prendre toute décision en matière d'investissement. Les perspectives et stratégies sont sujettes à modification, sans notification préalable.

Les prévisions, estimations, ainsi que certaines informations contenues dans le présent document s'appuient sur des recherches internes et ne doivent nullement être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation relative à quelque valeur mobilière, stratégie ou produit d'investissement que ce soit. Rien ne garantit que les résultats seront atteints.

L'alpha mesure la performance ajustée du risque, soit l'écart entre la volatilité (risque de cours) d'un portefeuille et sa performance ajustée du risque par rapport à un indice de référence. Autrement dit, l'excédent de rendement par rapport à cet indice de référence constitue l'alpha. Le **bêta** mesure la sensibilité du prix d'un actif aux mouvements du marché. Le bêta du marché est de 1. La **corrélation** est une mesure statistique de l'évolution de deux titres les uns par rapport aux autres.

Dans ce contexte, les termes « bon marché » et « cher » se réfèrent à un titre ou une classe d'actifs qui est considéré(e) comme nettement sous- ou surévalué(e) par rapport à sa moyenne historique et aux anticipations du gérant. Aucune garantie n'est donnée concernant l'obtention de résultats futurs ou l'obtention de gains ou d'une protection contre des pertes éventuelles grâce à la valorisation d'un titre.

Ce document contient les opinions du gérant, lesquelles sont sujettes à modification sans notification préalable. Le présent document est distribué à titre d'information uniquement et ne doit nullement être considéré comme un conseil en investissement ou une recommandation relative à quelque valeur mobilière, stratégie ou produit d'investissement que ce soit. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources réputées fiables, mais ne sauraient être garanties.

PIMCO en général fournit des services aux institutions qualifiées, aux intermédiaires financiers et aux investisseurs institutionnels. Les investisseurs individuels doivent contacter leur propre professionnel financier pour déterminer les options d'investissement les plus appropriées à leur situation financière. Il ne s'agit pas d'une offre à toute personne dans une juridiction où il est illégal ou non autorisé. **PIMCO Europe Ltd (Company No. 2604517)** est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority (12 Endeavour Square, Londres E20 1JN) au Royaume-Uni. Les services fournis par PIMCO Europe Ltd ne s'adressent pas aux investisseurs privés, auxquels la présente communication n'est d'ailleurs pas destinée et à qui il est conseillé de s'adresser à un conseiller financier. **PIMCO Europe GmbH (Company No. 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 Munich, Germany), PIMCO Europe GmbH Italian Branch (Company No. 10005170963), PIMCO Europe GmbH Irish Branch (Company No. 909462), PIMCO Europe GmbH UK Branch (Company No. BR022803) et PIMCO Europe GmbH Spanish Branch (N.I.F. W2765338E)** sont agréées et réglementées par l'Autorité fédérale de supervision financière (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Francfort-sur-le-Main) en Allemagne, conformément à la Section 15 de la loi allemande sur les institutions de valeurs mobilières (WpIG). Les succursales italienne, irlandaise, anglaise et espagnole sont également placées sous la supervision: (1) succursales italienne: la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) conformément à l'Article 27 de la version consolidée de la loi de finances italienne; (2) succursale irlandaise: la Banque centrale d'Irlande conformément au règlement 43 du règlement de l'Union européenne (marchés d'instruments financiers) de 2017, telle que modifiée; (3) succursale anglaise: Financial Conduct Authority; (4) succursale espagnole: la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) conformément aux dispositions des articles 168 et 203 à 224 et du Titre V, Section I de la Loi sur le marché des titres (LSM), ainsi que des articles 111, 114 et 117 de l'Arrêté royal 217/2008. Les services fournis par PIMCO Europe GmbH sont réservés aux clients professionnels, tels que définis à la Section 67, paragraphe 2 de la loi allemande relative à la négociation de valeurs mobilières (WpHG). Ils ne s'adressent pas aux investisseurs privés, auxquels la présente communication n'est d'ailleurs pas destinée. | **PIMCO (Schweiz) GmbH (enregistrée en Suisse sous le n° CH-020.4.038.582-2)**. Les services fournis par PIMCO (Schweiz) GmbH ne s'adressent pas aux investisseurs privés, auxquels la présente communication n'est d'ailleurs pas destinée et à qui il est conseillé de s'adresser à un conseiller financier. Aucune partie de cette publication ne peut être reproduite sous quelque forme que ce soit ou mentionnée dans toute autre publication sans autorisation écrite expresse. PIMCO est une marque commerciale d'Allianz Asset Management of America L.P. aux États-Unis et dans le monde. ©2022, PIMCO