



PERSPECTIVES
DE RÉPARTITION
DE L'ACTIF

JUILLET 2020

Faire preuve de résilience malgré les incertitudes

Nous privilégions un positionnement des portefeuilles à actifs multiples adapté à une grande variété de scénarios économiques potentiels et entrevoyons certaines occasions résilientes pour les investisseurs actifs.

AUTEUR



Erin Browne
Gestionnaire de portefeuille
Répartition de l'actif

Nos prévisions économiques de référence tablent sur une reprise progressive, mais inégale de la croissance mondiale. Nous entrevoyons également des risques substantiels et estimons que la résilience des portefeuilles revêt une importance capitale.

La reprise se déroulera selon des rythmes propres à chaque région, secteur et société, de sorte qu'une gestion active reste essentielle pour créer de la valeur, grâce à une sélection sectorielle et une répartition tactique de l'actif.

Notre analyse suggère une valorisation des actifs à risque (actions et instruments de crédit) relativement juste. À notre avis, les investisseurs devraient conserver une légère exposition au risque, en conciliant prudence et conviction.

Nous privilégions les sociétés bien placées pour dégager de confortables bénéfices malgré un environnement macro-économique morose. Cette approche investit en priorité en actions de qualité et de croissance ainsi qu'en instruments de crédit qui « plient, mais ne brisent pas ».



Géraldine Sundstrom
Gestionnaire de portefeuille
Répartition de l'actif



Après une décennie de croissance soutenue et d'appréciation des actifs, l'économie et les marchés financiers ont été ébranlés par la pandémie de la COVID-19. La crise sanitaire mondiale a forcé la plupart des pays à décréter des mesures d'isolement qui ont stoppé net l'activité économique et causé une chute des marchés financiers d'une intensité jamais enregistrée. Les pouvoirs publics ont réagi par des mesures de soutien monétaire et budgétaire exceptionnelles qui ont déclenché un rebond proportionnel des actifs à risque.

Les investisseurs doivent actuellement établir leurs portefeuilles en composant avec un contexte de déconnexion apparente entre le prix des actifs et les données de l'économie réelle, ainsi qu'avec une grande incertitude quant à la résolution de la crise sanitaire. Notre analyse suggère une valorisation des actifs à risque (actions et instruments de crédit) relativement juste, après prise en compte de la détente monétaire et en supposant une reprise

économique progressive. Malgré tout, il existe une exceptionnelle variété de scénarios économiques potentiels pour les 12 prochains mois. La réouverture des entreprises déclenchera-t-elle une reprise en V ou, à l'inverse, l'émergence d'une seconde vague d'infections étouffera-t-elle encore davantage l'activité économique? Il reste difficile de répondre avec certitude à ces questions. En conséquence, les investisseurs doivent

—“—
**Les contextes de
volatilité et d'incertitudes
génèrent souvent des
occasions de placement
très attrayantes.**

—”—

envisager l'établissement de portefeuilles en mesure de résister à une grande diversité de scénarios économiques.

PIMCO favorise actuellement un positionnement modéré en matière de risque au sein des portefeuilles à actifs multiples, privilégiant les titres de participation et instruments de crédit les plus résistants. La diversification demeure cruciale, mais nécessite actuellement une approche à plusieurs facettes. Le positionnement par rapport à la variation des taux d'intérêt, les actifs réels et les devises peuvent jouer conjointement un rôle fort utile. En contrepartie de ces incertitudes et de la volatilité qui en découle, des occasions de placement particulièrement attrayantes devraient se matérialiser. L'établissement des portefeuilles a fait l'objet d'une intense réflexion visant à procurer une diversification efficace ainsi qu'une agilité suffisante pour composer au mieux avec la conjoncture des prochains mois.

DES PERSPECTIVES MACRO-ÉCONOMIQUES SEMÉES D'EMBÛCHES

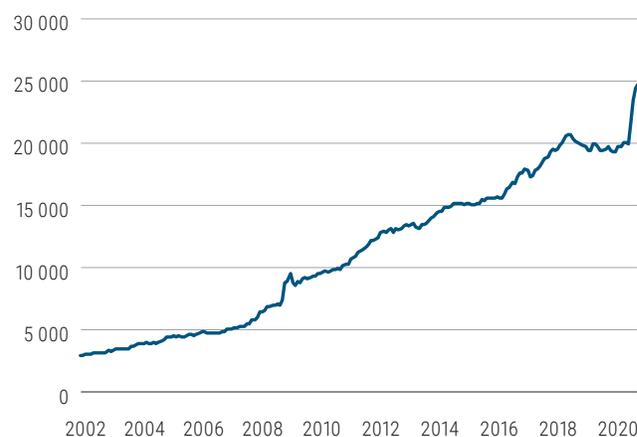
Le scénario de référence de PIMCO table sur une reprise économique progressive et inégale, marquée dans bien des régions par une croissance du PIB qui ne renouera avec son rythme d'avant la crise qu'en 2022. Nous avons également ébauché d'autres cas, plus optimistes et plus pessimistes. Dans notre scénario optimiste, la rapide mise au point d'un médicament contre le virus permettrait une réouverture de l'économie et une normalisation de l'activité plus rapide que celles anticipées actuellement. Dans notre scénario pessimiste, une seconde vague d'infections aussi intense que généralisée forcerait les gouvernements à prolonger les mesures de distanciation sociale, occasionnant potentiellement une récession à double creux ainsi que des pertes d'emplois et des fermetures d'entreprise définitives. En synthèse, même si notre scénario de référence suppose une amélioration progressive des indicateurs économiques, la probabilité d'une situation moins favorable l'emporte sur la proposition inverse. Toutefois, il paraît relativement clair que les pouvoirs publics n'hésiteront pas à mettre en œuvre des mesures complémentaires de relance, même dans l'éventualité d'un redressement des indicateurs. Une probabilité d'embellie de la situation paraît donc plausible également. Pour en savoir plus sur les perspectives économiques de PIMCO, consultez le récent billet « Une lente remontée » sur le blog.

VALORISATIONS ACTUELLES DES ACTIFS À RISQUE

Qualifier la période actuelle d'inédite tient encore de l'euphémisme, qu'il s'agisse de nos vies quotidiennes ou de celles des investisseurs sur les marchés financiers. La pandémie a effectivement déclenché la plus rapide correction boursière de l'histoire, l'indice MSCI Monde de tous les pays ayant enregistré à son pire moment une variation de -32,9 % par rapport à son niveau du début de l'année au cours d'une séquence de pic à creux de -34,8 % en seulement 40 jours calendaires. L'écart des instruments de crédit mondiaux de catégorie d'investissement (selon la moyenne des écarts de rémunération corrigés des effets de la clause de remboursement anticipé de l'indice agrégé des obligations de sociétés Bloomberg Barclays) s'est également fortement amplifié pour excéder 400 points de base (pdb) à son plus fort.

Le rebond qui a suivi a été tout aussi impressionnant. La récession la plus sévère et la plus intense de l'époque moderne a été accompagnée d'efforts de soutien monétaire et budgétaire synchronisés à l'échelle mondiale d'une ampleur jamais vue auparavant. (Pour de plus amples informations sur la situation aux États-Unis, veuillez consulter nos récents billets – en anglais – sur les interventions de la Réserve fédérale et sur les mesures de soutien budgétaire.) Le graphique 1 présente un indicateur monétaire essentiel, la taille du bilan des banques centrales dans les principales économies mondiales : une augmentation colossale.

Graphique 1 : Un soutien monétaire sans précédent – bilan consolidé de la Fed, BCE, BdJ et BPC (en milliards \$ US)



Source : Bloomberg, au 18 juin 2020. Le graphique montre le bilan consolidé de la Banque du Japon (BdJ), la Banque centrale européenne (BCE), la Réserve fédérale (Fed) et la Banque populaire de Chine (BPC).

Ces forces opposées créent aujourd'hui une confusion au sujet de la juste valeur des actifs à risque. D'une part, cette conjoncture fondamentalement défavorable d'effondrement économique et de hausse du chômage ne peut qu'occasionner une chute précipitée des bénéfices des sociétés et une hausse potentiellement significative de l'endettement, avec suppression ou suspension des dividendes et prolifération probable des prêts non productifs au bilan des banques. D'autre part, le déchaînement budgétaire et monétaire des pouvoirs publics vise à soutenir la liquidité sur les marchés, les capacités financières des sociétés et des ménages. En outre, de nombreuses banques centrales endossent à l'échelle mondiale un rôle non seulement de prêteurs, mais également d'acheteurs, de dernier recours afin d'assurer que les marchés financiers fonctionnent harmonieusement.

Même si la volatilité du système financier a significativement diminué depuis les creux de la mi-mars et que le pire scénario semble avoir été évité, la situation actuelle ne s'apparente quand même pas à un retour de la croissance des bénéfices et à une activité économique soutenue. Les actifs à risque peuvent ainsi apparaître « abordables » comme « onéreux », selon que l'on fait preuve d'optimisme ou de pessimisme. Dans ce contexte, les approches qui se limitent seulement aux moyennes des valorisations et à des comparaisons avec les données historiques risquent de déboucher sur des conclusions erronées ou obsolètes compte tenu des chocs sans précédent et de l'exceptionnelle diversité de situations qui peuvent en découler.

Dans une situation aussi inédite, il paraît judicieux de recourir à des approches visant à intégrer les deux optiques, plutôt que de se fier uniquement à l'historique à long terme des valorisations.

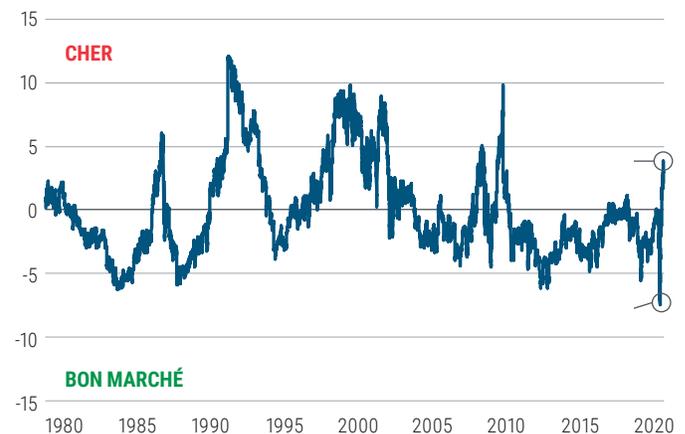
— “ —
Les valorisations boursières ont évolué dans la zone abordable durant la majeure partie de la dernière décennie, mais apparaissent aujourd'hui « justes ».
 — ” —

Le graphique 2 représente une analyse de régression simple visant à évaluer le niveau actuel des valorisations à la lumière des interventions des banques centrales et des anticipations économiques. Nous avons exploité dans ce cadre les données du marché américain, qui offrent le plus long historique, de sorte à estimer si le ratio C/B des constituants de l'indice S&P 500 paraît abordable ou onéreux en fonction des rendements réels à 10 ans (comme baromètre du soutien des banques centrales et de leur niveau d'intervention), du moral des consommateurs (comme baromètre de la vigueur de l'économie) et du taux d'inflation.

Dans cette analyse, les valorisations boursières ont semblé abordables durant la majeure partie de la dernière décennie, la faiblesse des rendements réels et un niveau de confiance digne d'une phase d'expansion ayant continué de surpasser l'appréciation des cours pour ne se faire rattraper, et ainsi revenir à des valeurs « justes », que début 2020. La forte correction du premier trimestre de cette année a refait basculer les cours boursiers à des niveaux exceptionnellement dépréciés, en raison d'une intensité bien supérieure à celle qu'une simple perte de confiance aurait laissé entrevoir. Le rebond qui a suivi paraît très soutenu, compte tenu d'un niveau de confiance qui demeure faible.

Graphique 2 : Des valorisations relativement justes pour les actions américaines

Écart type des C/B c. juste valeur



Source : modèle PIMCO au 18 juin 2020.

Le chiffre indique si le ratio C/B des constituants de l'indice S&P 500 paraît abordable ou onéreux en fonction des rendements réels à 10 ans (comme baromètre du soutien des banques centrales et de leur niveau d'intervention), du moral des consommateurs (comme baromètre de la vigueur de l'économie) et du taux d'inflation.

Selon cette approche, les valorisations boursières semblent actuellement relativement justes. Les probabilités inexplicables (ou résiduelles) de la régression peuvent tenir de différents facteurs, dont l'intégration incomplète des projections dans les rendements réels en raison de leur niveau proche de zéro, de la non-répercussion aux consommateurs des programmes de relance bénéficiant aux sociétés, ou d'une impression générale de la part des investisseurs que des mesures complémentaires de relance pourraient réduire le risque de ralentissement de seconde vague. L'application du même raisonnement à la catégorie d'investissement et aux écarts de crédit à rendement élevé mène à des conclusions identiques : des valorisations plutôt justifiées actuellement.

Dans l'ensemble, le rendement des actifs procycliques restera à notre avis fortement conditionné au fil de l'actualité au cours des prochains mois. La pandémie et ses conséquences économiques ainsi que les réponses des pouvoirs publics constituent deux forces opposées qui continuent d'évoluer et nécessitent donc un suivi constant. Ainsi, nous conseillons principalement aux investisseurs dans ce contexte de concilier prudence et conviction, en conservant une légère exposition au risque, tout en privilégiant les occasions de valeur relative, tant que subsistent des ruptures. Il nous paraît clair que les prochains trimestres constitueront un excellent contexte pour la gestion active, puisque la dispersion restera vraisemblablement très élevée au niveau des secteurs. La reprise, en fonction de son rythme et de sa nature, effectuera dans les faits un tri, révélant ainsi potentiellement une pléthore d'occasions de créer de la valeur par sélection sectorielle et répartition tactique de l'actif.

ACTIONS MONDIALES : PRIORITÉ À LA CROISSANCE ET À LA QUALITÉ

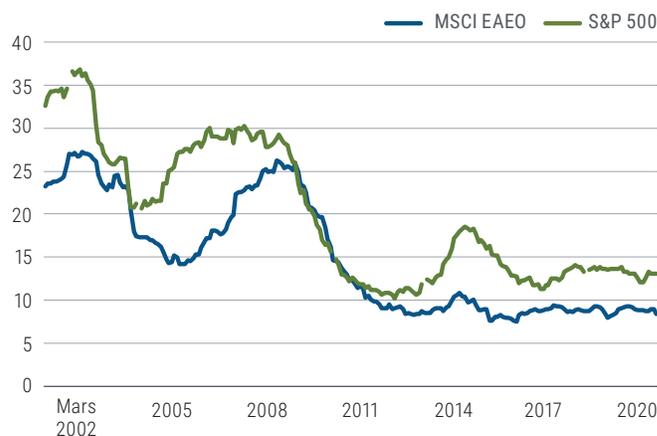
La diversité exceptionnelle des scénarios envisageables exige une approche nuancée pour chaque catégorie d'actif. Nous estimons judicieux de structurer les portefeuilles à actifs multiples de sorte à garantir la pleine exploitation d'un scénario de reprise optimiste en V, tout en restant en mesure de résister à des turbulences et à un retour plus lent de la croissance. Dans le contexte actuel, nous privilégions une orientation en faveur de la croissance et de la qualité pour les actions.

PIMCO s'attend à une croissance mondiale faible au cours des 12 à 24 prochains mois et même à des risques de

— “ —
Les investisseurs devraient structurer des portefeuilles à actifs multiples qui parviendront à tirer parti de scénarios à la hausse tout en résistant à d'éventuelles turbulences.
 — ” —

ralentissement en raison de la crise sanitaire actuelle et de la montée du protectionnisme économique. Pour autant, une période prolongée de croissance désinflationniste ne compromet pas nécessairement la valeur des actifs, mais devrait favoriser les modèles d'affaires et sociétés enregistrant une rentabilité supérieure à la moyenne. À l'inverse, les entreprises cycliques résisteront probablement moins bien dans l'éventualité d'une reprise lente. En conséquence, nous privilégions les sociétés qui nous paraissent en mesure de générer de façon fiable une croissance attrayante de leurs bénéfices dans une grande diversité de contextes économiques. Leur nombre a toutefois nettement diminué au cours des dernières décennies (voir graphique 3).

Graphique 3 : Des sociétés à forte croissance de plus en plus rares
 % de sociétés dont la croissance des ventes sur cinq ans dépasse 15 %



Source : FactSet, PIMCO au 31 mai 2020.

Nos recherches montrent que les facteurs de croissance et de qualité élevée correspondent géographiquement plus largement aux États-Unis, compte tenu d'une croissance régulière des bénéfiques et d'un rendement des capitaux propres généralement supérieur au reste du monde (voir tableau 4). Bien qu'elles offrent des valorisations plus abordables, les autres régions semblent démontrer une sensibilité accrue au cycle de croissance et risquent de rencontrer davantage de difficultés à court terme.

Parmi les différents marchés boursiers mondiaux, nous surpondérons actuellement les États-Unis, en raison de l'importante proportion de sociétés de qualité élevée et en croissance, ainsi que le Japon, compte tenu de l'amélioration des caractéristiques de qualité, de valorisations attrayantes et d'une exposition cyclique qui correspond mieux aux secteurs que nous privilégions. En revanche, nous sous-pondérons les actions des marchés émergents et de l'Europe, des régions plus cycliques et donc moins résistantes à un scénario à la baisse.

D'un point de vue sectoriel, nous favorisons les technologies et les soins de santé en raison des innovations en cours. À notre avis, les « sociétés perturbatrices » dans ces deux secteurs ont le potentiel d'enregistrer une croissance élevée de leurs bénéfiques dans un environnement économique marqué au contraire par la morosité à l'échelle mondiale. Nous recherchons également en priorité les sociétés d'autres secteurs qui nous semblent en mesure de démontrer une croissance de leurs activités, une rentabilité élevée, une génération de flux de trésorerie disponible ainsi qu'une excellente santé financière.

Graphique 4 : Indicateurs de qualité et de croissance pour les grandes régions et principaux secteurs des marchés boursiers

	Qualité	des bénéfiques
	Meilleure = chiffre élevé	Meilleure = chiffre élevé
MSCI ME	0,04	0,32
MSCI Europe hors R.-U.	0,16	0,03
MSCI Japon	0,16	-0,27
MSCI Royaume-Uni	0,16	-0,09
MSCI États-Unis	0,67	0,16

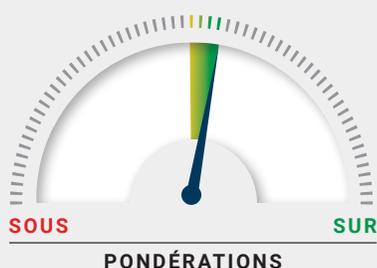
	Qualité	des bénéfiques
	Meilleure = chiffre élevé	Meilleure = chiffre élevé
MSCI Monde de tous les pays par secteurs		
Technologies de l'information	0,9	0,3
Consommation de base	0,8	0,0
Soins de santé	0,7	0,2
Services de communications	0,6	0,4
Matériaux	0,5	0,0
Consommation discrétionnaire	0,4	0,3
Industries	0,3	-0,1
Énergie	0,0	-0,4
Immobilier	-0,3	0,1
Services aux collectivités	-0,4	-0,2
Finance	-0,9	0,0

Source : calculs de PIMCO sur la base des chiffres de l'indice MSCI au 18 juin 2020. Les valeurs représentent le score z de chaque région relativement à la moyenne mondiale. Ainsi, 0,67 dans la colonne « qualité » à la ligne « États-Unis » signifie que le score de qualité des États-Unis dépasse de 0,67 écart-type celui de l'univers de tous les pays MSCI Monde.

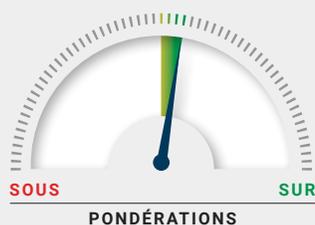
Analyse des catégories pour les portefeuilles à actifs multiples

Les graphiques ci-dessous indiquent comment nous répartissons l'actif de nos portefeuilles à la lumière de nos perspectives de l'économie et des marchés à l'échelle mondiale.

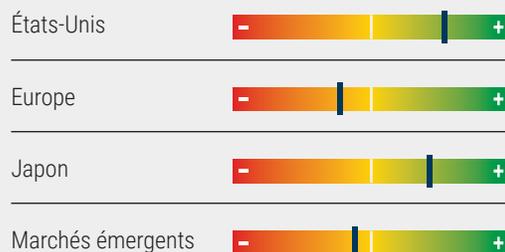
RISQUE GLOBAL



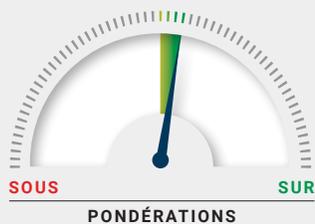
Notre scénario de référence mise sur une reprise économique progressive à l'échelle mondiale au cours des six à douze prochains mois. Nous conservons un positionnement modérément favorable au risque dans les portefeuilles à actifs multiples, mais reconnaissons qu'une diversité exceptionnelle de scénarios subsiste. Nous recherchons avant tout la résistance des portefeuilles au sein des expositions procycliques et visons à multiplier les sources de diversification parmi les catégories d'actif.



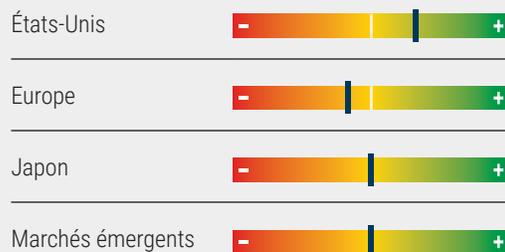
ACTIONS



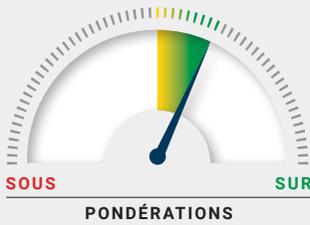
Malgré la détérioration des données fondamentales, les valorisations boursières apparaissent relativement justes après prise en compte de l'assouplissement des conditions financières. Nous favorisons une légère surpondération des actions, ciblant celles qui présentent des caractéristiques de qualité élevée et de croissance dans certains secteurs et pays. Géographiquement, nous privilégions les États-Unis et le Japon, au détriment de l'Europe et des marchés émergents.



TAUX



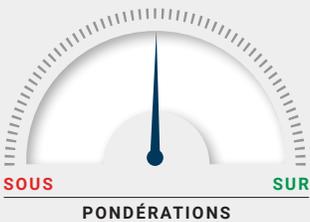
Nous estimons que, malgré la récente hausse des taux d'intérêt, une exposition à leur variation sur les segments de qualité élevée représente toujours un rempart défensif pour les portefeuilles à actifs multiples. Les taux devraient peu fluctuer dans un avenir prévisible compte tenu de la faiblesse de la croissance économique, d'une inflation minimale à court terme et de l'intervention des banques centrales. Nous surpondérons légèrement la durée en favorisant les États-Unis et l'Australie au sein des marchés développés, car les taux d'intérêt présentent un potentiel de baisse plus élevé qu'en Europe et au Japon dans l'éventualité d'un événement déclenchant une aversion au risque.



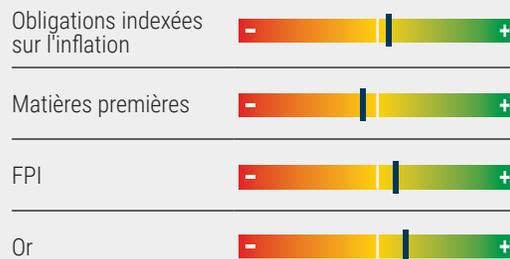
OBLIGATIONS DE SOCIÉTÉS



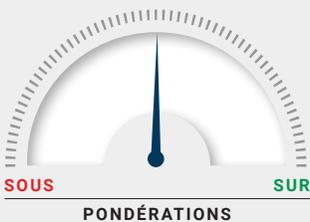
Bien que les écarts de crédit se soient amplifiés, le risque de défaillance sur les segments de qualité moindre du marché des obligations de sociétés s'est accentué. Nous surpondérons les instruments de crédit, favorisant les sociétés de qualité élevée et les titres adossés à des créances hypothécaires, tandis que nous demeurons plus réservés sur les obligations de sociétés à rendement élevé. Sur les marchés émergents, certaines occasions en instruments de crédit présentent également de l'intérêt.



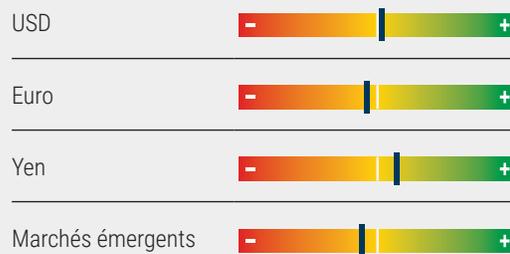
ACTIFS RÉELS



L'inflation devrait rester minimale à court terme et les marchés reflètent des anticipations faibles à cet égard. Toutefois, la situation pourrait changer du fait de l'augmentation significative de l'endettement public. Nous détenons des positions en or, en fiducies de placement immobilier (FPI) et en bons du Trésor américain indexés à l'inflation (« TIPS ») pour nous couvrir contre une hausse inattendue des prix et demeurons prudents sur les actifs liés aux matières premières.



DEVISES



Nous observons un positionnement neutre à l'égard du dollar US (\$ US) compte tenu de sa forte appréciation depuis le début de l'année. Nous surpondérons actuellement le yen japonais dans un objectif de couverture sans risque du portefeuille. Même si les devises des marchés émergents paraissent dépréciées, nous demeurons prudents à court terme en raison des risques de baisse occasionnés par la crise sanitaire mondiale.

INSTRUMENTS DE CRÉDIT TRADITIONNEL : DE NOMBREUSES OCCASIONS DE VALEUR RELATIVE

La reprise soutenue de la plupart des secteurs du marché des obligations de sociétés nous encourage à privilégier les occasions de valeur relative et à réduire marginalement les positions cycliques. Une exposition générale à l'indice ne paraît plus aussi attrayante qu'à la fin du premier trimestre et la répartition entre les différents instruments de crédit doit réellement s'apprécier au cas par cas, afin d'obtenir une résilience maximale du portefeuille.

— “ —

Nous entrevoyons des opportunités attrayantes dans des secteurs durement touchés par la crise, mais affichant toujours une excellente santé financière.

— ” —

Nous privilégions actuellement les obligations de sociétés de catégorie d'investissement de qualité élevée, car elles procureront à notre avis des rendements ajustés aux risques attrayants dans une grande diversité de scénarios de reprise économique. Nous entrevoyons également des occasions parmi les émissions garanties financières et les capitaux bancaires, ainsi qu'en instruments de crédit à rendement élevé notés BB d'émetteurs non cycliques.

En ce qui concerne les autres secteurs des marchés du crédit, nous surpondérons les titres adossés à des créances hypothécaires garantis (TACH). Les titres garantis à flux identiques semblent présenter des valorisations attrayantes et tendent à bénéficier du soutien monétaire actuellement à l'œuvre. Ils permettent également d'améliorer la qualité du crédit en portefeuille tout en offrant un rendement similaire et une meilleure liquidité.

Enfin, nous favorisons les émissions périphériques de l'Europe en raison des écarts actuels et de nos anticipations d'une poursuite du soutien monétaire en cours.

Dans l'ensemble, nous demeurons prudents en matière d'exposition à des entités fortement endettées dans le contexte qui prévaut. PIMCO tire parti de sa taille et de sa présence pour négocier des conditions favorables auprès des émetteurs de titres de créance. Nous collaborons également étroitement à la structure des émissions, de sorte que nos investisseurs puissent bénéficier d'un escompte à la souscription sur le marché primaire et disposer ainsi d'une marge de manœuvre si la conjoncture demeurerait morose plus longtemps que prévu.

LE FACTEUR DE VALEUR : UNE QUESTION DE STRUCTURE DES CAPITAUX

Un débat de fond occupe actuellement les intervenants sur les marchés, entre partisans de la « croissance » et de la « valeur ». Le sujet a suscité une attention croissante à mesure que l'écart entre les actions perçues comme « abordables » et « onéreuses » atteignait des proportions historiques. À notre avis, la question ne concerne pas seulement les actions. Les détenteurs de portefeuilles à actifs multiples devraient effectivement analyser leur exposition au facteur de valeur également en ce qui concerne les instruments de crédit, mieux classés d'ailleurs dans la structure des capitaux.

Les caractéristiques habituelles des sociétés de valeur comprennent généralement des difficultés de croissance, de faibles marges de profit, des modèles d'affaires à forte intensité capitalistique, un risque de perturbation du marché ou d'autres facteurs défavorables au rendement de leurs actions. À l'inverse, le rendement des instruments de crédit dépend de la solvabilité de l'émetteur plus que de la croissance de ses activités. Les obligations de sociétés peuvent donc continuer de s'apprécier malgré une faible croissance économique, particulièrement lorsque la politique de soutien des banques centrales génère un effet favorable complémentaire.

Afin de déterminer les secteurs qui supposent une orientation vers la valeur, qu'il s'agisse d'actions ou d'instruments de crédit, une analyse des rendements des différents titres de sociétés de valeur, en fonction de leur rang dans les capitaux, nous paraît judicieuse. Nous avons pris comme univers de départ les constituants de l'indice S&P 500, en sélectionnant ceux ayant également émis des titres de créance, soit environ 300 sociétés.

Graphique 5 : Univers des sociétés américaines de valeur – rendement historique des titres de créance et de participation

Rendement des titres de créance et de participation des sociétés américaines de valeur

	Titres de créance			Actions		
	Rendement	Risque	Rdt/risque	Rendement	Risque	Rdt/risque
1 ans	6,4 %	10,1 %	0,64	-6,0 %	32,9 %	-0,18
3 ans	4,4 %	6,4 %	0,69	0,6 %	23,0 %	0,03
5 ans	4,2 %	5,4 %	0,79	3,0 %	19,9 %	0,15
10 ans	5,0 %	3,2 %	1,56	11,1 %	14,7 %	0,76

Source : analyses de PIMCO basées sur les rendements mensuels jusqu'au 31 mai 2020.

Dans cette analyse, nous avons pris comme univers de départ les constituants de l'indice S&P 500, en sélectionnant ceux ayant également émis des titres de créance, soit environ 300 sociétés. Nous avons ensuite effectué une sélection en appliquant à cet ensemble des critères composés de valeur comme références, tels que les ratios cours/bénéfices, cours/valeur comptable et flux de trésorerie/valeur de l'entreprise, en nous imposant une contrainte de neutralité sectorielle. Nous avons ainsi déterminé le premier quintile de cet univers, soit environ 60 sociétés.

Nous avons ensuite effectué une sélection en appliquant à cet ensemble des critères composés de valeur comme références, tels que les ratios cours/bénéfices, cours/valeur comptable et flux de trésorerie/valeur de l'entreprise, en nous imposant une contrainte de neutralité sectorielle. Le tableau 5 illustre ainsi le rendement des titres de participation et de créance des sociétés du premier quintile de cet univers (soit environ 60 émetteurs).

Au cours des 10 dernières années, caractérisées par une période de croissance économique poussive, les instruments de crédit ont en moyenne largement surclassé les titres de participation émis par ces sociétés de valeur sur le plan du rendement ajusté au risque. Puisque la croissance économique des deux prochaines années demeurera vraisemblablement faible et disparate, cette dynamique se prolongera à notre avis.

Évidemment, la catégorie nécessite également une certaine vigilance, puisque les sociétés à faible croissance et en mauvaise posture financière comportent un risque élevé de défaillance. Une analyse approfondie des secteurs et sociétés doit permettre de distinguer le bon grain de l'ivraie.

Graphique 6 : Univers des sociétés américaines de valeur – caractéristiques actuelles

	Sociétés de valeur		S&P 500	CI É.-U. Bloomberg Barclays
	Moyenne	Médiane		
C/B	8,0	9,3	19,6	12,2
VE/BAIIA DPM	9,7	9,6	15,5	13,8
Croissance des ventes sur 3 ans	-2,6 %	-3,5 %	6,2 %	2,5 %
Croissance du BAIIA sur 3 ans	-1,3 %	-1,8 %	8,3 %	5,6 %
Rendement des actifs	4,3	3,4	9,1	4,7
Bêta 3 ans	1,4	1,3	1,0	1,1
Dette nette/VE	30 %	31 %	8 %	24 %
OAS	268	221	107	141
Le rendement à l'échéance	3,4	2,8	1,7	2,1
Sa notation	BBB-	BBB-	AA-	A-

Source : PIMCO, Bloomberg, FactSet, au 18 juin 2020.

Remarque : Les données fondamentales de ce tableau se basent seulement sur les constituants de l'indice des instruments de crédit de catégorie d'investissement Barclays d'émetteurs dont les actions se négocient publiquement aux États-Unis (soit 66 % de l'indice). L'indice comprend effectivement de nombreuses sociétés non américaines qui émettent des titres de créance aux États-Unis.

Les données fondamentales des instruments de crédit de catégorie d'investissement des États-Unis et de l'indice S&P 500 correspondent à des moyennes pondérées.

Société de valeurs basées sur l'univers précisé pour le graphique 5

Les C/B se basent sur la moyenne à trois ans des BPA des DPM (douze prochains mois) La croissance sur trois ans se base sur la période 2019-2022, une caractéristique qui contribue à atténuer l'impact de la volatilité de 2020.

DES OCCASIONS ATTRAYANTES EN INSTRUMENTS DE CRÉDIT NON TRADITIONNELS

Au-delà des titres de participation et de créance de sociétés inscrites en bourse, les ruptures enregistrées dans d'autres secteurs des marchés d'instruments de crédit ont créé des occasions attrayantes sur le plan risque/rendement. Des thèmes similaires se vérifient et nous privilégions en conséquence les placements qui nous semblent en mesure de résister à une grande diversité de scénarios économiques sans nous limiter à la recherche du rendement.

Nous continuons de dénicher de la valeur sur les marchés du crédit structuré, particulièrement parmi les titres garantis de catégorie AAA adossés à des actifs diversifiés, tels que des créances hypothécaires (TACH) dans les secteurs résidentiels et commerciaux ou des prêts (TACP). Les TACH existants non garantis demeurent attrayants du point de vue des valorisations. Les données fondamentales du marché du logement aux États-Unis bénéficiaient d'une tendance positive lorsque la crise de la COVID-19 a surgi : situation financière enviable des ménages, prix relativement raisonnables, aucun excès de logements et marché en progression. La politique du gouvernement vise à maintenir la stabilité du secteur immobilier en offrant un moratoire sur les expropriations, une prise en charge des intérêts supplémentaires accumulés et d'autres mesures d'allègement visant à éviter les défauts de paiement. Ces mesures ont bien fonctionné si l'on se fie à la reprise de l'activité et à la stabilité des prix révélées par les indicateurs à publication fréquente.

Sur les marchés émergents (ME), nous privilégions les titres de créance externe aux autres catégories d'actif comme les actions, les devises et les créances en monnaie locale des ME, lesquelles restent plus susceptibles de fortement fluctuer en fonction de la croissance économique. Les marchés boursiers de nombreux pays émergents présentent des caractéristiques propres aux actions de valeur, soit des modèles de croissance malmenés et des bilans fragiles. Néanmoins, les obligations d'État en devises principales émises par les pays les plus solides financièrement nous paraissent attrayantes.

LA PROCHAINE VAGUE : OPPORTUNITÉS EN DETTE PRIVÉE

Les marchés privés évoluent plus lentement que leurs homologues négociés publiquement et ne laissent apparaître des signes de tension que plus tardivement en conséquence. Nous commençons à entrevoir des occasions attrayantes dans certains segments notamment en TAFHIR et prêts privés. À notre avis, les cours continueront de varier largement sur les différents marchés de dette privée au cours des 12 prochains mois pour refléter la détérioration de la conjoncture économique et la baisse de concurrence chez les prêteurs. De plus, certaines sociétés jusqu'à présent en mesure d'accéder aux sources traditionnelles de financement pourraient devoir se tourner vers les capitaux privés. Au cours des prochaines années, certains secteurs de l'immobilier commercial ainsi que des marchés d'obligations de sociétés pourraient subir une vague de faillites, les émetteurs les plus endettés risquant de succomber aux difficultés posées par la nouvelle réalité économique.

— “ —

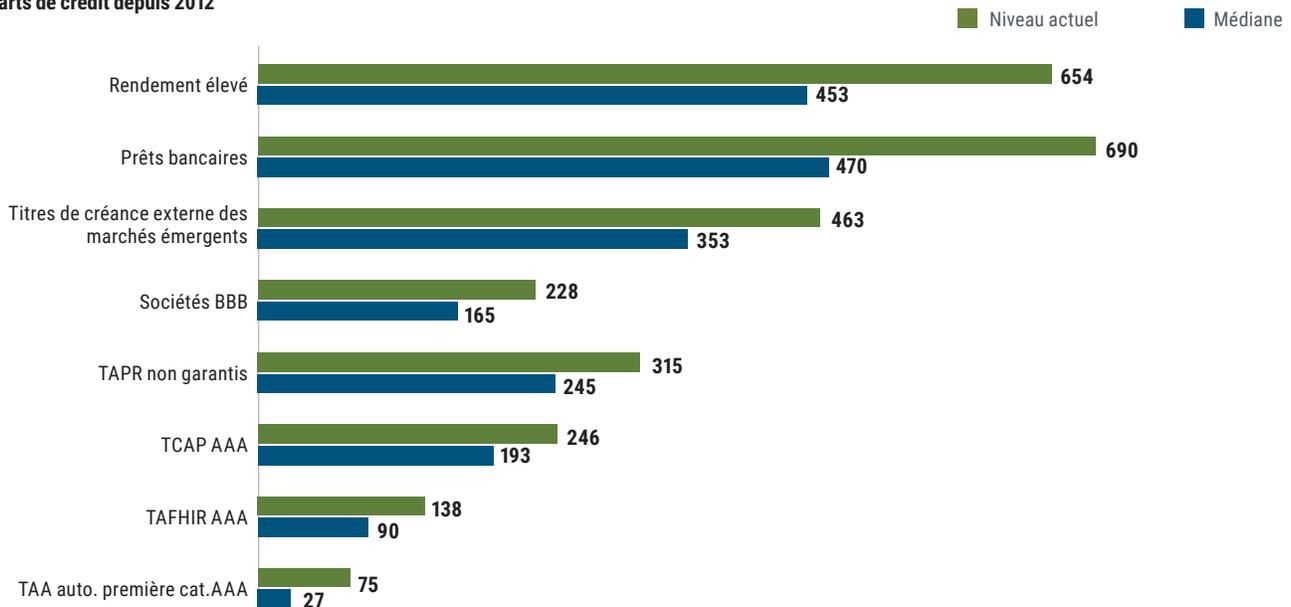
Nous entrevoyons des occasions de placement parmi les TAFHIR et les prêts privés.

— ” —

Pour les investisseurs patients ayant des capitaux à déployer, des opportunités de tirer parti des ruptures et de structurer de nouvelles transactions aux conditions attrayantes devraient se matérialiser. Les investisseurs surveillant de plus étroitement la liquidité, les primes pour les placements en offrant peu ont augmenté.

Graphique 7 : Des écarts de crédit à des niveaux historiquement élevés sur les marchés privés et négociés publiquement

Écarts de crédit depuis 2012



Source : PIMCO, Bloomberg Barclays, Bank of America et J.P. Morgan, au 31 mai 2020.

Les centiles de l'historique des écarts se calculent à partir des données ajustées de la clause observées mensuellement pour les titres ou les indices de référence du 31 janvier 2011 jusqu'à la date la plus récente de ce graphique. Titres à rendement élevé des États-Unis : indice à rendement élevé BofA; prêts bancaires : indice prêts à effet de levier créés JPMorgan; TAPR non garantis = titre de référence à option de taux ajustable; obligations de sociétés BBB = indice des obligations de sociétés BBB Bloomberg Barclays; créances externes des ME = indice des obligations des marchés émergents JP Morgan; TACP AA = indice des TCAP IE JP Morgan («CLOIE»); TAFHIR 10 ans AAA = TAFHIR AAA de référence en cours avec suivi des écarts depuis février 2011; TAA auto. première cat. = JP Morgan.

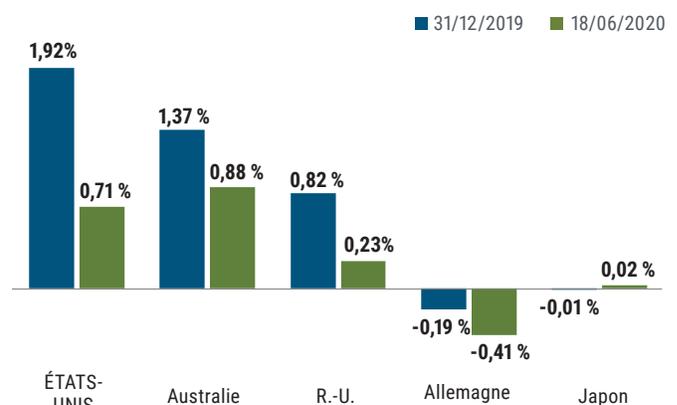
En conséquence, nous estimons que les stratégies basées sur les opportunités trouveront au cours des prochaines années un écho auprès d'un nombre croissant d'investisseurs qui cherchent à atteindre des objectifs de rendement à long terme.

RECALIBRAGE DE LA DIVERSIFICATION DU PORTEFEUILLE

Tout comme pour les positions procycliques d'un portefeuille à actifs multiples, la composante d'atténuation du risque exige une approche nuancée en ce moment. Plutôt que de miser exclusivement sur la sensibilité à la variation des taux d'intérêt, les investisseurs devraient à notre avis multiplier les stratégies offrant de la résistance aux vents contraires, par exposition aux actifs bénéficiant actuellement du soutien explicite ou implicite des pouvoirs publics, aux devises sans risque, ainsi qu'aux actifs et aux stratégies alternatives.

Le principal défi que rencontrent actuellement les investisseurs tient de la rareté des actifs perçus comme « valeurs refuges » qui offrent quand même des taux de rendement acceptables. Les interventions des pouvoirs publics et l'aversion au risque découlant de la COVID-19 ont encore tiré davantage à la baisse

Graphique 8 : Taux de rendement des obligations d'État à 10 ans début 2020 et actuellement



Source : Bloomberg, au 18 juin 2020.

les taux de rendement des obligations d'État des marchés développés (voir graphique 8).

Malgré le contexte entourant les taux de rendement, nous estimons que la sensibilité à la variation des taux d'intérêt conditionne fortement les portefeuilles à actifs multiples, de nombreux investisseurs ayant tiré parti de la durée sur les

segments de qualité élevée durant la correction de cette année. Toutefois, l'origine de cette sensibilité à la variation des taux d'intérêt doit s'inscrire à notre avis dans une approche ciblant certaines régions et portions de la courbe afin de maximiser les rendements et le potentiel de diversification. Bien que les primes de terme demeurent généralement faibles, nous privilégions les États-Unis et l'Australie, en raison de taux de rendement supérieurs et de la marge de manœuvre ainsi disponible à la baisse dans l'éventualité d'une ruée vers la qualité. Nous privilégions une sensibilité à la variation des taux d'intérêt dans la portion à dix ans de la courbe de ces pays compte tenu de l'aplatissement des échéances jusqu'à cinq ans, alors que la plupart des banques centrales n'ont plus grande marge de manœuvre à la baisse. En cas de reprise économique plus rapide que prévu, les échéances à 30 ans risquent de souffrir disproportionnellement de l'accroissement des courbes.

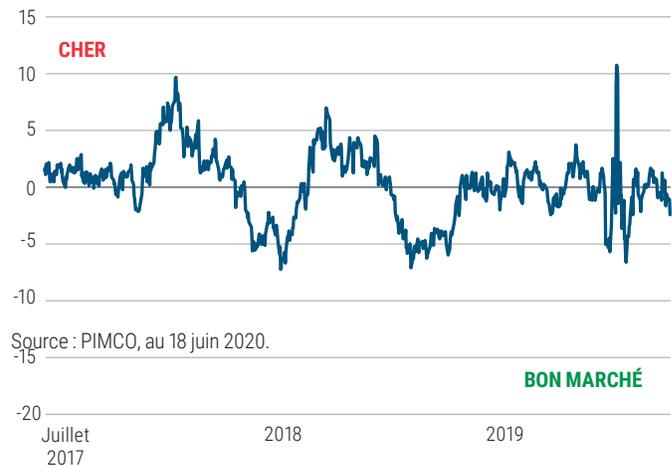
Certains investisseurs se demandent légitimement si la corrélation actions et obligations demeurera négative. Nous avons couvert la question dans un document de *Recherche* paru en novembre 2018 et intitulé La corrélation entre actions et obligations compte-t-elle vraiment? Les bons du Trésor américain ont enregistré un rendement nominal positif au cours de chaque récession de l'économie américaine des cinq dernières décennies, indépendamment du signe de leur corrélation avec les actions. À notre avis, cette relation se maintiendra, bien que le niveau de convexité et le rendement potentiel de la durée demeurent limités par le faible niveau des taux de rendement.

Nous estimons qu'un positionnement bien diversifié et ciblé à l'égard de la variation des taux d'intérêt doit comprendre d'autres actifs destinés à atténuer le risque. Les occasions de placement peuvent se composer de devises sans risque, comme le yen japonais et le franc suisse, d'actifs de qualité élevée soutenus par les politiques monétaires, tels que des TACH garantis et des obligations de sociétés de catégorie d'investissement notées AA ou AAA, ainsi que de stratégies alternatives de diversification.

Les investisseurs peuvent également se tourner vers l'or qui résiste généralement bien aux perturbations et qui a constitué une diversification efficace au cours de nombreuses récessions ou périodes de fortes incertitudes macro-économiques. Nous observons que la plupart des fluctuations du cours de l'or s'expliquent par les variations des rendements

réels. Lorsque ceux-ci augmentent, le cours du métal jaune tend à diminuer afin de conserver son attrait par rapport à d'autres occasions de placement, et inversement. Les investisseurs doivent tenir compte de cette relation entre les deux actifs, car elle a d'importantes implications sur le rôle à réserver à l'or dans un portefeuille. Sur la base de notre modèle de valorisation de l'or et des rendements réels (voir graphique 9), nous estimons la première relativement abordable par rapport aux seconds.

Graphique 9 : Or c. rendements réels – valeur relative des trois dernières années



Malgré toute son utilité, cette approche que nous décrivons ci-dessus comme une « diversification des diversificateurs » risque de ne pas suffire. Il est effectivement primordial de tout faire pour garantir que la portion offensive du portefeuille en tant que telle comporte une diversification élevée et une capacité de résistance à une grande diversité de scénarios de reprise économique, comme souligné dans la section précédente. La réponse tactique à l'évolution de la situation sanitaire et macro-économique revêtira une importance essentielle dans la gestion du risque de baisse et souligne l'importance d'un suivi minutieux du profil de liquidité du portefeuille, incluant la garantie d'une rémunération suffisante pour les placements qui tendent à le dégrader.

CONCLUSION

Bien que les prévisions économiques de référence de PIMCO tablent sur une reprise progressive de la croissance mondiale au cours du second semestre 2020 et en 2021, la diversité des scénarios potentiels et les incertitudes demeurent élevées. Dans ce contexte, il est primordial de favoriser la résilience des portefeuilles en visant à couvrir le risque de baisse tout en conservant une convexité à la hausse positive.

Nous estimons que les actions et les obligations de sociétés atteignent leur juste valeur après prise en compte des taux d'intérêt réels, de leur résilience économique et du niveau d'inflation. Ainsi, nous favorisons une exposition modérée au risque au sein de portefeuilles à actifs multiples, en privilégiant les sociétés présentant d'excellents vecteurs thématiques ou séculaires de croissance, ainsi qu'un positionnement de nature à générer des bénéfices élevés malgré un contexte macro-économique morose. Cette approche privilégie les actions de qualité et de croissance, au détriment de celles comportant un risque cyclique, ainsi qu'en instruments de crédit qui « plient, mais ne brisent pas ».

Les probabilités de baisse l'emportant dans le contexte actuel, les positions de diversification demeurent cruciales dans les portefeuilles, de sorte à protéger les investisseurs de scénarios défavorables. Les actifs de qualité élevée perçue comme valeur refuge et le positionnement par rapport à la variation des taux d'intérêt continuent de jouer un rôle important dans l'établissement des portefeuilles, malgré des taux de rendement historiquement faibles. Nous suggérons toutefois aux investisseurs de multiplier les stratégies offrant de la diversification, par exposition aux actifs bénéficiant actuellement du soutien explicite ou implicite des pouvoirs publics, aux devises sans risque, ainsi qu'aux actifs et aux stratégies alternatives. Les portefeuilles établis consciencieusement, bien diversifiés et suffisamment agiles tireront vraisemblablement mieux leur épingle du jeu au cours des prochains mois.

Les auteurs tiennent à remercier Bill Smith, Emmanuel Sharef, Brendon Shvetz, Ashish Tiwari, Jason Odom et Dan Phillipson pour leur contribution à cette publication.

Le rendement passé ne garantit pas le rendement futur et ne s'avère pas un indicateur fiable des futurs résultats.

Tous les placements comportent un risque et peuvent perdre de la valeur. Investir sur le marché obligataire comporte certains risques, y compris des risques associés au marché, aux taux d'intérêt, aux émetteurs, à la solvabilité de l'émetteur, à l'inflation et à la liquidité. La valeur de la plupart des fonds et stratégies obligataires est affectée par les fluctuations des taux d'intérêt. Les obligations et stratégies obligataires ayant des durées plus longues tendent à être plus sensibles et plus volatiles que celles ayant des durées plus courtes. En général, le cours des obligations baisse lorsque les taux d'intérêt montent et le contexte actuel de taux faibles augmente ce risque. Les réductions actuelles des capacités des contreparties obligataires pourraient contribuer à diminuer la liquidité du marché et à en augmenter la volatilité. La valeur de rachat des placements en obligations peut être inférieure ou supérieure à leur valeur originale. Les titres souverains sont généralement garantis par le gouvernement qui les émet. Les obligations des organismes et des autorités du gouvernement américain sont soutenues à divers degrés, mais habituellement pas par le gouvernement américain. Les portefeuilles qui investissent dans ces titres ne sont pas garantis et leur valeur pourrait fluctuer. Les obligations indexées à l'inflation émises par un gouvernement sont des titres à revenu fixe dont la valeur du capital est ajustée périodiquement selon le taux d'inflation. Leur valeur se déprécie lorsque les taux d'intérêt réels augmentent. La valeur des actions peut diminuer en raison de la conjoncture sectorielle, économique ou boursière, perçue ou réelle. Les titres adossés à des crédits hypothécaires ou à des actifs peuvent s'avérer sensibles aux variations de taux d'intérêt ou au risque de remboursement anticipé et, même s'ils sont généralement soutenus par un gouvernement, un organisme public, ou un garant privé, il n'y a aucune assurance que celui-ci pourra respecter ses obligations. Les FPI comportent certains risques, notamment liés à une contre-performance du gestionnaire, à des évolutions défavorables de la fiscalité ou à l'inadmissibilité du revenu à des exemptions ou allègements d'impôts. Les titres garantis par des créances constituent des instruments qui comportent habituellement un degré de risque élevé et ne s'adressent qu'aux investisseurs qualifiés. Il se peut que les investisseurs perdent une partie ou la totalité de leurs placements et qu'au cours de certaines périodes ils ne reçoivent aucune distribution de flux de trésorerie. Les titres garantis par des créances sont exposés à certains risques, notamment de crédit, de défaut, de liquidité, de gestion, de volatilité et de taux d'intérêt. Les titres de qualité moindre à rendement élevé présentent un risque plus élevé que ceux de qualité supérieure; les portefeuilles qui investissent dans la première catégorie pourraient subir des risques de crédit et de liquidité plus élevés que les portefeuilles qui investissent dans la seconde. Investir dans des titres libellés en devises étrangères ou domiciliés à l'étranger peut comporter des risques plus élevés en raison des fluctuations des taux de change, des risques économiques et des risques politiques, lesquels peuvent être plus importants dans les marchés émergents. Les taux de change peuvent fluctuer de façon significative durant de courtes périodes et peser sur les rendements d'un portefeuille. 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. Les stratégies de placements privés impliquent un niveau de risque élevé et les investisseurs potentiels sont informés qu'ils doivent détenir des moyens financiers suffisants pour ne pas avoir nécessairement besoin des liquidités investies et pour assumer les risques économiques, notamment la possibilité de perte totale. La diversification ne constitue pas une garantie contre les pertes.

La qualité de crédit d'un titre ou d'un groupe de titres ne garantit en rien la stabilité ou la protection du portefeuille dont ils font partie. Les notes de crédit des émissions/émetteurs sont fournies afin d'indiquer la solvabilité de cet(te) émission/émetteur et se situent généralement entre AAA, Aaa ou AAA (haut de la fourchette) et D, C ou D (bas de la fourchette) pour S&P, Moody's et Fitch respectivement.

Le risque de gestion représente la possibilité que les techniques de placement et les analyses de risques appliquées par un gestionnaire de placements actif ne produisent pas les effets escomptés et que certaines politiques ou certains événements limitent la disponibilité des instruments employés par celui-ci dans la gestion de la stratégie.

Rien ne permet de garantir que ces stratégies d'investissement fonctionneront dans toutes les situations du marché ni qu'elles ne 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. Les investisseurs devraient consulter leur conseiller financier avant de prendre une décision de placement.

Les prévisions, estimations et certaines informations contenues aux présentes sont basées sur des recherches exclusives et ne doivent pas être considérées comme des conseils en matière de placement ou des recommandations relatives à une stratégie particulière de titres ou de produits de placement. Les prévisions et les estimations comportent des limites inhérentes et, contrairement aux rendements réels, elles ne tiennent pas compte de l'activité de négociation, des contraintes de liquidité et des autres coûts. De plus, les références à des résultats futurs ne doivent pas être considérées comme des estimations ou des promesses concernant le portefeuille d'un client.

Dans le contexte de cette présentation, les termes « bon marché » ou « peu onéreux » et « onéreux » s'entendent d'un titre ou d'une catégorie d'actif considéré comme nettement sous- ou surévalué par rapport à sa moyenne historique et aux anticipations du gestionnaire. 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.

Une « valeur refuge » caractérise un placement dont la valeur devrait se maintenir ou augmenter durant les périodes de volatilité boursière. Les investisseurs cherchent des valeurs refuges pour limiter leur exposition aux pertes dans l'éventualité de perturbations sur les marchés. Tous les placements comportent un risque et peuvent perdre de la valeur.

Le bêta constitue une mesure de la sensibilité des cours aux fluctuations du marché. Le bêta du marché s'élève à 1. La corrélation correspond à la mesure statistique des fluctuations comparées de deux titres. La durée s'entend de la sensibilité du prix d'une obligation à la variation des taux d'intérêt et s'exprime en nombre d'années. L'écart de rémunération corrigé des effets de la clause de remboursement anticipé tient compte de nombreuses possibilités d'évolution des taux d'intérêt. L'écart de rémunération corrigé des effets de la clause de remboursement anticipé d'un titre correspond au rendement moyen dépassant celui d'un bon du Trésor américain, en tenant compte de tous les scénarios de taux d'intérêt. Le ratio C/B, la capitalisation boursière moyenne pondérée et la capitalisation boursière médiane correspondent aux moyennes des ratios C/B et des capitalisations boursières des émissions détenues par le portefeuille. C/B s'entend du ratio cours/bénéfices par action. Un titre sous-évalué se caractérise par un ratio C/B faible, alors qu'un titre surévalué présente un ratio C/B élevé.

Les présentes contiennent les opinions du gestionnaire, celles-ci pourraient changer sans préavis. Ce document a été distribué à des fins uniquement d'information et ne devrait pas être considéré comme un conseil de placement ni comme une recommandation à propos d'un titre, d'une stratégie ou d'une solution de placement en particulier. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice non géré. Les informations contenues aux présentes proviennent de sources considérées comme fiables, mais ne sont pas garanties.

PIMCO Canada Corp. (199 rue Bay, bureau 2050, Commerce Court Station, CP 363, Toronto, ON, M5L 1G2) pourrait n'offrir ses services et produits que dans certaines provinces ou dans certains territoires du Canada et uniquement par l'intermédiaire de courtiers autorisés à cette fin. | PIMCO est une marque d'Allianz Asset Management of America L.P. aux États-Unis et ailleurs. ©2020, PIMCO.