



PERSPECTIVES
CYCLIQUES
PRINTEMPS 2021

Composer avec un faux risque d'inflation

L'économie mondiale devrait amorcer un net rebond, mais les investisseurs doivent se méfier de la volatilité boursière provoquée par les craintes d'une inflation prononcée.



SOMMAIRE

- Nous prévoyons une nette reprise économique en 2021 dans un contexte de soutien budgétaire significatif, de politique monétaire conciliante, de levée des mesures de confinement et d'accélération de la vaccination.
- Malgré la vraisemblance d'une hausse temporaire de l'inflation au cours des prochains mois, celle-ci demeurera, selon nous, inférieure aux objectifs des banques centrales pendant une à deux années. Les investisseurs pourraient toutefois se montrer plus inquiets à court terme et ainsi contribuer à une volatilité élevée.
- Ces incertitudes nous incitent à garder à l'esprit la flexibilité et la liquidité du portefeuille, de sorte à pouvoir réagir aux événements qui se présenteront.
- Nous entrevoyons des occasions se profiler dans l'immobilier, les industries, l'aéronautique et certaines banques ou sociétés financières ainsi que dans les autres secteurs qui profiteront le plus de la reprise à l'issue de la COVID. Nous privilégions les créances hypothécaires non garanties aux États-Unis ainsi que d'autres produits structurés à l'échelle mondiale. Nous favorisons également les positions qui profiteront d'une accentuation de la courbe des rendements des obligations d'État dans plusieurs pays développés, comptant par ailleurs maintenir une surpondération des actions dans les portefeuilles à répartition de l'actif.

RÉDIGÉ PAR :

Joachim Fels

Conseiller économique mondial

Andrew Balls

Chief Investment Officer
Revenu fixe mondial

Les investisseurs doivent se préparer à un « faux » risque d'inflation et privilégier la flexibilité et la liquidité de leur portefeuille afin de pouvoir réagir aux événements qui se présentent dans un contexte probablement aussi délicat que volatil pour les placements.

Ces deux conseils proviennent de notre dernier forum cyclique et de nos récentes réunions stratégiques, encore une fois virtuelles, en présence de l'ensemble des professionnels de l'investissement de PIMCO à l'échelle mondiale. Les prévisions de référence de nos économistes tablent sur une nette reprise de l'activité mondiale ainsi que sur une inflation probablement inférieure aux objectifs des banques centrales pendant encore une ou deux années, sans exclure une hausse temporaire au cours des prochains mois qui

risque de « faussement » donner raison à ceux qui alimentent des anticipations de reflation de nature à perturber les marchés. Nous étayerons notre point de vue et préciserons dans les paragraphes suivants les risques et les opportunités qu'il implique.

Indépendamment de ces prévisions, les conversations de notre forum ont souvent souligné la possibilité que les investisseurs demeurent préoccupés par les risques d'inflation, au moment même où les banques centrales ont promis à l'échelle mondiale de prendre tout le temps qu'il faudra pour normaliser leur politique, alors même que les mesures budgétaires, au moins pour cette année, devraient dynamiser la croissance, particulièrement aux États-Unis.



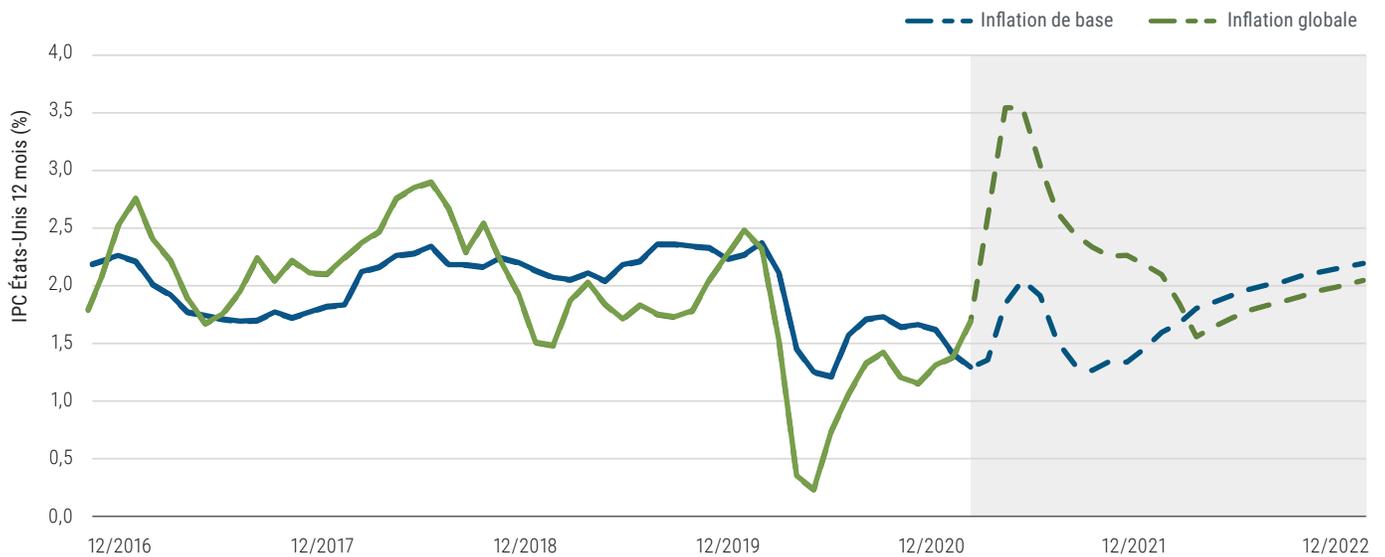
Nous avons observé une nette augmentation des taux de rendement obligataires, par rapport aux creux récents, et un regain de volatilité. Les portions à court terme des courbes confirment, du moins pour l'instant, que les banques centrales maintiendront le cap avec sérénité et respect du calendrier prévu. Nos prévisions reflètent une probabilité élevée que la hausse à court terme de l'inflation s'essouffle rapidement (voir graphique 1). Cependant, il semble également probable que les investisseurs continuent de se préoccuper des risques de hausse des prix à court terme, alimentant ainsi une volatilité élevée des marchés financiers, comparativement aux dernières années.

Par ailleurs, les bonnes nouvelles sur le front de la vaccination et du cycle d'expansion rejaillissent sans doute déjà en grande partie sur les valorisations. Celles-ci nous paraissent avoir atteint, et probablement dépassé, leur juste niveau. Il faudrait donc que les attentes se confirment en matière d'efficacité clinique et de vigueur de la reprise économique

pour les justifier. Or, l'horizon nous réserve plus d'incertitudes qu'en temps normal, même si la récession à la suite de laquelle s'amorce ce cycle d'expansion ne provenait pas de déséquilibres économiques et financiers, mais de restrictions et de règles de distanciation sociale volontairement mises en œuvre.

Malgré les séquelles qui pourraient apparaître à moyen terme après la levée de ces mesures, l'année apportera probablement un fort rebond cyclique. Si l'on se fie aux analystes les plus chevronnés, il s'agit d'un contexte de forte croissance assez exceptionnel, auquel s'ajoute en plus aux États-Unis, et dans une moindre mesure en Europe, une nouvelle orthodoxie budgétaire fermement orientée vers la relance économique, ainsi que des politiques monétaires visant un peu partout dans le monde et, selon des degrés divers, à raviver l'inflation et à permettre une relance la plus inclusive possible du marché de l'emploi. Les craintes d'inflation ne se justifient pas à long terme, selon nous, mais nous comprenons que l'évolution réelle de la conjoncture suscite des interrogations répétées.

Graphique 1 : PIMCO prévoit que l'inflation donne du fil à retordre à court terme aux États-Unis



Source : Données au 28 février 2021 du U.S. Bureau of Labor Statistics, prévisions de PIMCO du 31 mars 2021 au 31 décembre 2022. Les données et les prévisions présentées correspondent aux variations sur 12 mois des indices de base et global des prix à la consommation aux États-Unis (en pourcentage).

Conclusion pour les placements : flexibilité et liquidité

Dans ce contexte susceptible de favoriser la volatilité, nous tenons à adopter un positionnement permettant à nos portefeuilles de conserver leur flexibilité afin de pouvoir réagir aux événements qui se présenteront. En conséquence, nous prêtons une attention soutenue pour l'instant au dimensionnement des positions et à la gestion de la liquidité, tout en veillant dans certains cas à conserver des pondérations proches de celles de l'indice dans l'expectative de pouvoir mieux tirer parti des opportunités qui se présenteront plus tard. Le coût d'une « augmentation de la liquidité » nous paraît effectivement modique dans l'état actuel des valorisations, et cette approche devrait nous permettre de pleinement saisir les occasions qui se créeront probablement sur un marché plus volatil.

DURATION

Nous prévoyons adopter une sensibilité à la variation des taux d'intérêt relativement proche de la normale, ceux-ci ayant atteint des niveaux plus raisonnables depuis les derniers mouvements sur les marchés. La rémunération du bon du Trésor des États-Unis à 10 ans devrait évoluer entre 1 % et 2 % et se rapprocher de la borne supérieure à court terme. Les investisseurs continueront à surveiller la détermination des banques centrales et, même si les données fondamentales peuvent très bien occasionner de bonnes surprises, nous ne nous attendons pas à ce que les taux de rendement évoluent beaucoup à l'échelle mondiale d'ici à ce que la pandémie se termine, en tout cas par rapport au niveau qui prévalait antérieurement à celle-ci. Les obligations continueront d'offrir une marge de manœuvre en termes de création de valeur ainsi qu'une couverture potentielle des actifs à risque sur le plan de la répartition générale de l'actif. (Pour plus de précisions, veuillez consulter le récent document de recherche de PIMCO, « [The Discreet Charm of Fixed Income](#) ».)

Parmi les grandes banques centrales, la Réserve fédérale des États-Unis, la Banque du Japon et la Banque d'Angleterre ont fait preuve d'une relative équanimité à l'égard des derniers mouvements sur les marchés, qu'elles ont analysés comme les conséquences d'une embellie des perspectives, tandis que la Banque centrale européenne se préoccupait probablement davantage de la hausse des taux de rendement, malgré le caractère holistique et ambivalent de ses dernières communications.

Dans la plupart des cas, nous observons que les autorités monétaires tendent à surveiller les anticipations de hausse des taux d'intérêt essentiellement sur les portions à court terme des courbes de rendement, une observation qui renforce la conviction structurelle que nous entretenons depuis un certain temps en faveur de positions qui s'apprécieront lorsque les courbes s'accroîtront, d'autant plus dans un contexte de préoccupations injustifiées en matière d'inflation. Ainsi, nous comptons bien refléter ce positionnement au Royaume-Uni, en Europe et au Japon, compte tenu de l'accentuation que nous avons déjà constatée aux États-Unis, dans une optique pertinente de diversification mondiale.

CRÉDIT

Nous comptons conserver dans l'ensemble une surpondération des secteurs où des écarts de taux ont été constatés. À notre avis, les titres adossés à des créances hypothécaires (TACH) non garantis aux États-Unis continuent de renfermer de la valeur, tout comme d'autres produits structurés à l'échelle mondiale, notamment dans le secteur résidentiel au Royaume-Uni, du moins en comparaison avec les obligations de sociétés génériques au comptant, et présentent d'excellentes caractéristiques défensives qui se sont vérifiées durant le choc boursier de 2020 à la suite de l'écllosion de la pandémie.

En ce qui concerne les instruments de crédit, les indices sur les swaps de défaut de crédit reflètent à notre avis une valeur et une liquidité attrayantes en comparaison avec les obligations de sociétés au comptant, dans la plupart des cas. Nous continuerons toutefois de rechercher une génération d'alpha dans la sélection de chaque position, appuyés à cet égard par notre équipe mondiale d'analystes et de gestionnaires de portefeuille d'instruments de crédit. Nous entrevoyons des occasions attrayantes se profiler dans l'immobilier, les industries, l'aéronautique et certaines banques ou sociétés financières, ainsi que dans les autres secteurs qui profiteront le plus de la reprise à l'issue de la COVID. Nous continuerons probablement de suivre attentivement ces occasions dans nos stratégies axées sur les instruments de crédit. Nous nous attendons également à ce que les stratégies de crédit privé suscitent un certain engouement de la part d'investisseurs à long terme en mesure de tolérer des risques élevés et d'en extraire des primes de liquidité attrayantes.

DEVISES ET MARCHÉS ÉMERGENTS

Alors que cette période de volatilité accrue nécessiterait de diminuer l'exposition aux transactions de change, nous restons d'avis que ce contexte de forte croissance dans nombre de pays et d'engagement de la Réserve fédérale des États-Unis à ne relever les taux d'intérêt que très progressivement favorisera une légère dépréciation complémentaire du dollar au fil du temps. Nous chercherons donc éventuellement à exposer nos portefeuilles à des devises de qualité élevée des marchés émergents (ME), tout en restant dans l'ensemble relativement prudents sur les positions tactiques en actifs des ME, lesquels restent vulnérables dans une période de regain de volatilité.

ACTIONS

Dans les portefeuilles à répartition de l'actif, nous comptons conserver une surpondération des actions, en préférant les secteurs cycliques à ceux de nature plus défensive. En dépit de la récente volatilité, les données fondamentales des sociétés demeurent saines, comme l'ont révélé les derniers bénéfices réels et prévisionnels communiqués. La sélection des secteurs et des titres demeure cruciale et nous favorisons ceux qui bénéficieront des mesures de relance budgétaire, de la reprise cyclique, et des perturbations technologiques séculaires. De plus, nous continuons de privilégier les marchés boursiers des États-Unis et de l'Asie, car ils se remettront vraisemblablement plus rapidement de la pandémie et bénéficieront du soutien des finances publiques.

MATIÈRES PREMIÈRES

Nous entrevoyons une légère appréciation des matières premières, grâce à l'accélération de la croissance mondiale, aux investissements dans les infrastructures et, de façon générale, au niveau relativement faible des stocks à l'heure actuelle. Cependant, les hausses de prix s'avéreront à notre avis relativement limitées en cumul. Nous ne croyons pas à l'amorce d'un nouveau super-cycle pour les matières premières, l'offre et la demande restant dans l'ensemble relativement équilibrées dans la plupart des marchés. En ce qui concerne par exemple le pétrole, même si les stocks ont diminué et que la consommation remonte nettement, la part de marché de l'OPEP n'a jamais été aussi faible au cours des dernières décennies et les prix actuels permettent à la production de schiste d'augmenter légèrement les volumes, tandis que le coût des énergies renouvelables continue de baisser chaque année. L'importance du pétrole dans la dynamique générale du marché des matières premières fait en sorte que celles-ci n'amorceront probablement pas de super-cycle, à notre avis, d'autant moins que les innovations technologiques se poursuivent sans relâche.

Perspectives économiques : croissance, croissance et croissance

Le rebond de la croissance mondiale en 2021 s'annonce probablement encore plus vigoureux que nous l'avions prévu dans nos *perspectives cycliques de janvier*. Les pouvoirs publics ont effectivement remis la main au portefeuille depuis, et l'accélération des efforts de vaccination devrait autoriser au cours des prochains trimestres la réouverture des activités de service, jusqu'à présent restreintes pour cause de pandémie.

Ainsi, après une contraction de 3,5 % en 2020, le PIB mondial devrait augmenter d'après nos dernières prévisions (selon les taux de change actuels) de plus de 6 % en 2021, par rapport à 5 % antérieurement. Géographiquement, la croissance économique dépassera probablement 8 % en Chine et 7 % aux États-Unis, alors qu'elle pourrait atteindre près de 4 % dans la zone euro et 3 % au Japon, soit bien au-delà de la moyenne pour des pays généralement à la traîne à ce chapitre. Pour 2022, nous envisageons une croissance économique toujours supérieure à la moyenne, mais dans une moindre mesure, qui reflètera la poursuite de la normalisation de la situation sanitaire mondiale et des politiques monétaires toujours favorables à la croissance dans l'ensemble, mais un essoufflement, ou même un renversement, de l'impulsion budgétaire dans de nombreux pays à mesure que les dispositifs de soutien touchent à leur fin et que des augmentations d'impôt entrent en vigueur.

UNE INFLATION À SURVEILLER...

Dans nos perspectives de référence, nous misons sur un indice des prix à la consommation global (et de base, mais dans une moindre mesure) qui réservera des surprises d'un pays à l'autre. Les anticipations risquent de s'auto-entretenir à long terme dans ce contexte et, comme évoqué ci-dessus, de susciter des préoccupations inflationnistes injustifiées sur les marchés obligataires.

Au cours des prochains mois, la conjonction d'effets de base, de la récente augmentation des prix de l'énergie et de l'ajustement des prix dans les secteurs potentiellement les plus concernés par un rebond de l'activité risque effectivement d'alimenter une hausse significative des taux d'inflation d'une année sur l'autre. Toutefois, nous prévoyons que la tendance s'inverse en bonne partie plus tard cette année, le plein-emploi demeurant hors de portée à court terme, en dépit des anticipations d'un net redressement du marché du travail. Dans l'ensemble, nous prévoyons donc dans nos perspectives de référence une inflation de base inférieure aux objectifs des banques centrales dans la plupart des économies développées en 2021 et en 2022.

... AVEC POTENTIELLEMENT DE BONNES ET DE MAUVAISES SURPRISES

Plusieurs aspects justifient toutefois de ne pas totalement écarter le risque d'une hausse de l'inflation. Effectivement, la croissance économique et le rythme de création d'emplois

pourraient s'avérer plus encourageants que prévu; une poursuite de la hausse des prix de l'énergie demeure possible; les pressions à la hausse sur les coûts des approvisionnements dans le secteur technologique, notamment les semi-conducteurs, pourraient se répercuter sur le prix des biens; et une confirmation de la coordination des politiques monétaire et budgétaire occasionnera éventuellement une révision à la hausse des anticipations d'inflation.

À l'inverse, *des facteurs déflationnistes* pourraient se matérialiser si les sociétés intensifiaient leurs efforts d'automatisation et de numérisation en réponse à la pandémie, ou si le gonflement actuel des prix des actifs débouchait sur une correction massive. Comme nous l'avions précisé dans nos *perspectives séculaires de 2020*, toute prévision de l'inflation, particulièrement à moyen et à long termes, comporte actuellement un degré d'incertitude élevé.

LES BANQUES CENTRALES GARDERONT VRAISEMBLABLEMENT LE CAP

En ce qui concerne les politiques monétaires, nous nous attendons à ce que la Réserve fédérale amorce un retrait progressif de ses rachats d'actifs en fin d'année, ou en début d'année prochaine, puisque ses objectifs d'emploi et d'inflation devraient marquer des « progrès substantiels » en 2021. Afin d'éviter une réédition de l'ire des marchés de 2013, celle-ci veillera à prévenir bien à l'avance son inflexion de politique et confirmera ses intentions d'attendre ensuite un bon moment avant d'envisager un relèvement des taux d'intérêt.

Bien que les marchés reflètent actuellement une première hausse des taux directeurs aux États-Unis début 2023, nous misons volontiers sur une période plus tardive en nous fiant à nos prévisions, car le nouveau cadre de référence de la Réserve fédérale vise à la fois le plein-emploi et une inflation moyenne de 2 % (voir le paragraphe sur les États-Unis ci-dessous). Les conclusions de la dernière réunion des dirigeants de la banque centrale américaine de mars 2021 confirment d'ailleurs notre point de vue, puisque la majorité des participants prévoient laisser les taux inchangés jusqu'à 2024.

Du côté de la Banque centrale européenne, l'évolution des rachats d'actifs à l'horizon cyclique s'avère difficile à prévoir précisément et dépend surtout de la façon dont on interprète l'expression sibylline « préserver des conditions financières favorables ». Nous suspectons que ce positionnement révèle une opposition avec le Conseil européen sur la question de la hausse des taux de rendement et sur la mobilisation de la BCE envers son objectif d'inflation, la hausse des prix (d'après ses prévisionnistes) risquant de rester plus proche de 1 % que du 2 % visé jusque probablement 2023. À notre avis, le « statu quo » de la BCE se confirme, dans un positionnement vraisemblablement plus réactif que proactif par rapport aux changements des conditions financières.

Aperçus des prévisions régionales

ÉTATS-UNIS : ANTICIPATION DE LA PLUS FORTE CROISSANCE DES 40 DERNIÈRES ANNÉES OU PRESQUE

Tiffany Wilding et Allison Boxer

Nous nous attendons à ce que la croissance réelle du PIB américain dépasse 7 % en 2021, grâce à une politique massive de relance budgétaire et à une amélioration de la situation sanitaire, le tout concourant à une accélération de l'activité économique. Bien que ce rythme exceptionnel s'explique en partie par le fait qu'il suit une période particulièrement morose, il faut remonter à 1984 pour trouver une telle croissance réelle du PIB. Les efforts de vaccination contre la COVID-19 progressent très bien et devraient permettre une immunisation de la majorité de la population américaine d'ici la fin du deuxième trimestre, comme nous le prévoyons. Les mesures complémentaires de soutien budgétaire entérinées en décembre et en mars, qui visent en priorité la lutte contre la COVID-19, représentent un montant de quasiment 3 billions \$ susceptible de générer 2,5 à 3 points de pourcentage de croissance réelle en 2021. L'expansion ralentira à notre avis à 3 % en 2022, pour toutefois se maintenir au-dessus de la moyenne, la poursuite des réouvertures et la reprise compensant la fin de l'impulsion budgétaire.

Malgré ces perspectives enthousiasmantes, nous n'avons que faiblement revu à la hausse nos perspectives d'inflation de 2022 et au-delà. Même si nous nous attendons à une accélération au deuxième trimestre 2021, en raison d'effets de base et de l'instabilité des prix dans certains secteurs sensibles à la COVID, nous estimons toujours que l'année 2021 se terminera avec un IPC de base sur 12 mois d'environ 1,7 %, moyennant une accélération encore assez progressive en 2022 pour clôturer alors à 2,2 %. À court terme, nous misons sur une inflation quasiment nulle, car nous estimons que l'économie américaine comporte toujours des poches de surcapacité et que l'accélération de la croissance n'affectera les prix qu'après un certain temps.

Nous nous attendons à ce que la Réserve fédérale revienne progressivement à une politique monétaire moins conciliante, en mettant fin au rachat d'actifs à la fin de 2021 ou au début de 2022. Toutefois, tout relèvement des taux ne se déroulera, à notre avis, que bien plus tard. Les dirigeants de la Réserve fédérale ont clairement indiqué qu'ils n'y songeront qu'une fois le marché de l'emploi pleinement et inclusivement rétabli, avec une inflation durablement à 2 %. Les prévisions de la Réserve fédérale de mars 2021, tout comme les nôtres, indiquent que ces objectifs ne seront pas atteints avant au moins 2023.

Une croissance réelle du PIB supérieure à 7 % ne s'est produite aux États-Unis qu'en de rares occasions au cours des 50 dernières années, et la probabilité de dépasser cette prévision reste équivalente à celle de ne pas l'atteindre. D'un côté, l'épargne des ménages pourrait servir à alimenter un rattrapage de la demande encore plus significatif que nous le

prévoyons, mais de l'autre, de nouveaux variants du virus risquent d'enrayer la reprise. En outre, l'évolution de la politique budgétaire aux États-Unis demeure également très difficile à analyser. Nous prévoyons dans nos perspectives de référence le déblocage d'un budget d'infrastructures, dont les effets positifs seront partiellement compensés par une légère hausse des impôts, mais les tenants et les aboutissants demeurent flous.

ZONE EURO : UN REBOND ÉCONOMIQUE CONDITIONNÉ PAR UNE ACCÉLÉRATION DE LA VACCINATION

Nicola Mai

Après un démarrage laborieux, les efforts de vaccination dans l'Union européenne semblent accélérer ce printemps, avec une augmentation des doses de vaccins existants et nouveaux. Nous prévoyons que les populations les plus vulnérables – personnes âgées et professionnels de la santé – obtiendront une immunisation d'ici la fin du deuxième trimestre, au moment où les économies européennes sortiront plus durablement la tête de l'eau après les mesures de confinement de cet hiver. La croissance économique devrait alors accélérer vivement, sans pour autant se normaliser complètement avant un certain temps, puisque les restrictions ne disparaîtront que progressivement dans un climat de prudence probablement marqué par certaines séquelles. L'activité dans la zone euro renouera, à notre avis, avec son niveau d'avant la crise probablement au premier semestre 2022, et nous entrevoyons une croissance du PIB supérieure à 4 % en 2021 et de près de 5 % en 2022.

En ce qui concerne l'inflation, nous nous attendons à une volatilité soutenue au cours des 18 prochains mois, alimentée en bonne partie par les distorsions provenant des inflexions budgétaires et de la modification des pondérations entrant dans le calcul de l'IPC. Au-delà de ces aspects, les pressions inflationnistes demeureront faibles à notre avis compte tenu de l'importance des surcapacités qui subsistent dans l'économie. L'inflation de base restera à notre avis en moyenne inférieure à 1 % en 2021, comme en 2022. Dans ce contexte, la BCE semble décidée à prolonger son soutien, en laissant les taux inchangés et en prolongeant son programme de rachat d'actifs jusqu'à la fin de 2022. Même si elles n'atteignent pas la même amplitude qu'aux États-Unis, les politiques budgétaires devraient également continuer de favoriser la croissance, notamment grâce aux subventions provenant du plan de relance de l'Union européenne, à partir de la mi-2021.

Les probabilités à la hausse et à la baisse de ces projections nous paraissent se valoir. D'un côté, le rattrapage de la demande au fur et à mesure de la réouverture de l'économie pourrait dépasser les prévisions, mais de l'autre, la rapidité et l'efficacité des programmes de vaccination pourraient décevoir, tandis qu'on ne peut exclure la possibilité de séquelles économiques plus sérieuses que l'on ne l'imagine sur le marché

du travail et parmi les sociétés les plus lourdement affectées par la crise. Les politiques budgétaires feront par ailleurs pencher la balance d'un côté ou de l'autre, même si les directives européennes semblent suspendues dans ce domaine l'an prochain encore.

ROYAUME-UNI : UN RATTRAPAGE EN VUE

Peder Beck-Friis

La campagne de vaccination a démarré sur les chapeaux de roue au Royaume-Uni et le gouvernement a l'intention de lever toutes les restrictions d'ici le début de l'été. Nous prévoyons que l'activité rebondisse relativement rapidement à partir du deuxième trimestre et rattrape progressivement le rythme du reste de l'Europe, après un ralentissement plus prononcé que sur le continent en 2020. Nous ne nous attendons pas à ce que la sortie de l'Union européenne pèse lourdement sur les perspectives économiques du Royaume-Uni pour 2021 et au-delà. En revanche, la politique budgétaire devrait mécaniquement marquer une inflexion défavorable à la croissance en 2021 et au-delà, car les mesures d'urgence liées à la COVID expirent progressivement. Dans l'ensemble, nous estimons que le PIB du Royaume-Uni renouera avec son niveau d'avant la pandémie au premier semestre de 2022, comme en Europe, avec une croissance d'environ 5 % en 2021 et de 6 % en 2022.

L'inflation risque d'augmenter à l'horizon cyclique au Royaume-Uni, moyennant une certaine irrégularité, là encore comme en Europe, les inflexions budgétaires et la modification des pondérations entrant dans le calcul de l'IPC n'améliorant pas la situation. Indépendamment de ces distorsions, nous estimons que les pressions inflationnistes demeureront inférieures à l'objectif de 2 % de la Banque d'Angleterre, notamment en raison des fortes surcapacités qui subsistent dans l'économie. L'inflation de base devrait atteindre, à notre avis, en moyenne 1,3 % en 2021 et 1,9 % en 2022. Dans ce contexte, la Banque d'Angleterre a vraisemblablement l'intention de mettre fin progressivement à ses rachats d'actifs durant le second semestre. En termes de taux directeurs, nous estimons toutefois que celle-ci ne procédera vraisemblablement à aucun resserrement avant la Réserve fédérale, c'est-à-dire au-delà de notre horizon cyclique.

Ces prévisions pourraient s'avérer trop prudentes dans l'expectative d'un rattrapage de la consommation supérieure aux attentes provoquées par une normalisation plus rapide du taux d'épargne des ménages, ou trop optimistes si la pandémie laissait des séquelles plus sérieuses que prévu, particulièrement sur le marché de l'emploi.

JAPON : UN ASSOULISSEMENT DES MESURES DE CONTRÔLE DE LA COURBE

Tadashi Kakuchi

Nous prévoyons que la croissance du PIB s'élève à 3 % au Japon en 2021, principalement grâce aux importantes mesures de soutien budgétaire (près de 4 % du PIB) ainsi qu'à une

normalisation progressive de la demande intérieure après la forte baisse de 2020. La distribution des vaccins semble plus lente que dans les autres grands pays et la phase de reprise en souffrira dans une tendance qui devrait s'étendre jusqu'en 2022. Les risques contenus dans ces prévisions, notamment en raison du retard de la vaccination, semblent équivalents aux possibilités de bonnes surprises, notamment en cas de demande supérieure aux prévisions pour le secteur privé.

En termes d'inflation, nous estimons que l'IPC global du Japon restera négatif en 2021, malgré la reprise économique. Un fort écart de production devrait empêcher toute pression inflationniste de voir le jour à l'horizon cyclique, d'autant plus que pèsent également des facteurs exceptionnels comme la fin du programme de subvention des déplacements et des frais de téléphonie mobile.

L'objectif d'une inflation de 2 % semblant plus que jamais hors d'atteinte, la politique monétaire conciliante se prolongera probablement. C'est en tout cas ce que la décision prise par la Banque du Japon laisse entrevoir après analyse de ses interventions lors de la réunion de mars 2021, au prix toutefois d'une probable nouvelle réduction du montant des rachats d'obligations d'État une fois la situation sanitaire redressée, le tout autorisant une certaine volatilité boursière, d'ici le milieu à la fin de cette année. La banque centrale japonaise devrait néanmoins juguler toute forte hausse des taux de rendement sur la portion à 10 ans dans les limites des nouvelles bornes fixées pour l'obligation d'État à 10 ans, soit 0 % avec une fluctuation de +/- 0,25 %.

CHINE : MODÉRATION DE LA CROISSANCE DU CRÉDIT

Carol Liao

Nous prévoyons que la croissance du PIB dépasse la barre de 8 % en Chine pour l'année 2021, principalement grâce à la consommation. La reprise de 2020 a été essentiellement alimentée par des investissements publics et une forte demande étrangère, deux facteurs positifs qui s'essouffleront vraisemblablement cette année à mesure que commence une normalisation politique et que la production mondiale rattrape son retard. Toutefois, les investissements accéléreront probablement dans le secteur industriel, le moral des dirigeants d'entreprise s'améliorant, en particulier pour moderniser les installations et renforcer la sécurité des chaînes d'approvisionnement. Les budgets consacrés à l'infrastructure et au logement pourraient en revanche diminuer légèrement en raison de la fin des mesures de soutien budgétaire et du resserrement du marché immobilier.

Les anticipations de fort rebond de la croissance mondiale, grâce aux progrès de la vaccination et à de généreuses mesures de relance budgétaire dans de nombreux pays, ont alimenté une hausse du prix des matières premières qui rejaillira probablement sur l'inflation. La situation de la Chine demeure toutefois particulière à cet égard, car la normalisation du prix du porc, après l'épidémie de grippe porcine, compensera en partie la tendance inflationniste. Nous tablons donc sur un

IPC global encore relativement modéré, de l'ordre de 1 % à 2 % en moyenne en 2021. Les politiques macro-économiques devraient se normaliser doucement et progressivement. Les pouvoirs publics ont promis la continuité dans leurs décisions, afin de renforcer la reprise, mais ils accorderont à nouveau une attention soutenue à la prévention des risques. Nous nous attendons donc à un ralentissement de la croissance du crédit et à une modération du déficit budgétaire après le pic de 2020; les taux directeurs et les ratios de réserve obligatoire demeureront inchangés jusqu'à la fin de l'année.

Parmi les risques à court terme, citons les frictions entre les États-Unis et la Chine, une reprise poussive dans le secteur de la consommation en raison des craintes qui persistent pour la santé publique et une contre-performance des exportations provoquées par la reprise des activités de concurrents à l'étranger. Parmi les bonnes surprises potentielles par rapport à nos prévisions de croissance de l'économie chinoise, citons des perspectives plus encourageantes qu'anticipées à l'échelle mondiale ainsi qu'un apaisement des tensions avec les États-Unis. Nous projetons que la conjoncture macro-économique continue à se normaliser à l'approche de 2022 et se solde par une croissance de 5 % à 6 % d'une année sur l'autre, moyennant des politiques conciliant efficacement croissance et prévention des risques. Le 14^e plan quinquennal (2021 à 2025) privilégie la qualité de la croissance et les gains de productivité, en insistant sur l'innovation, la demande intérieure, l'égalité des revenus et la décarbonisation de l'économie.

MARCHÉS ÉMERGENTS : UNE REPRISE DISPARATE

Lupin Rahman

Les perspectives macro-économiques demeurent encourageantes pour les marchés émergents, soulignant toutefois des rythmes inégaux de reprise en fonction de l'efficacité des campagnes de vaccination, de la vigueur des secteurs des services et du tourisme, des choix de politique intérieure et des effets de la hausse du prix des matières premières. L'immunisation de la population des pays émergents accuse un retard d'environ deux à trois trimestres sur les pays développés et ne se sera vraisemblablement obtenue que vers la fin de 2022. Actuellement, les Émirats arabes unis et le Chili se trouvent en bonne posture, mais la situation s'améliore difficilement ailleurs, notamment dans le reste de l'Amérique latine et de l'Asie (p. ex. au Pérou et aux Philippines) et, de façon générale, dans les pays n'ayant pas réussi à négocier un approvisionnement suffisant en vaccins. En conséquence, les écarts de production se combleront sur les marchés émergents selon des rythmes disparates; le Brésil, la Russie, l'Inde et le Mexique (BRIM) parviendront très vraisemblablement à enregistrer un rythme de croissance moyen pondéré de 6,6 % pour 2021 et de 4,0 % pour 2022.

L'inflation dans ce groupe augmentera à notre avis à 4,7 % sur 12 mois en 2021 en raison des effets de base, de la hausse du prix de l'alimentation et des matières premières et des incidences des fluctuations de change. Pour les autres pays émergents, l'inflation demeurera inférieure aux cibles des

banques centrales jusqu'à la fin de l'année 2021, d'après nos prévisions, mais la possibilité d'une hausse l'emporte sur le risque de baisse. La vigueur continue du marché des matières premières pourrait se refléter dans l'IPC global à hauteur de deux à quatre points de pourcentage, avec une menace de propagation à l'inflation de base qui nécessiterait potentiellement une réponse politique. Dans ce contexte, aggravé par la disparité des écarts de production et le fardeau du coût financier de l'endettement et des déficits publics, les politiques monétaires des marchés émergents s'avéreront encore plus complexes et hétérogènes en 2021 que durant les années précédentes. À l'horizon cyclique, nous anticipons des hausses de taux au Brésil et en Russie, le statu quo en Afrique du Sud et en Inde, et un potentiel assouplissement complémentaire au Mexique. Simultanément, nous anticipons que les finances publiques s'amélioreront de 2 % à 3 % du PIB en 2021, avec toutefois une persistance de situations délicates pour de nombreux pays laissant entrevoir de faibles possibilités de nouvelles mesures de soutien budgétaire.

Les autres facteurs de risque paraissent relativement équilibrés sur les marchés émergents. Sur le plan du calendrier politique, la seule élection importante concerne le Mexique et le parti au pouvoir devrait conserver la majorité. En outre, nous prévoyons que les dégradations de notes de solvabilité et l'aggravation des risques de crédit demeurent confinées aux petits pays, comme la Roumanie ou la Colombie, dont les pondérations dans l'indice restent relativement faibles. Enfin, l'augmentation des droits de tirage spéciaux du FMI que nous entrevoyons pour avril 2021 s'avérera normalement positive pour de nombreux marchés émergents à rendement élevé disposant de peu de couverture de leurs réserves.

À propos de nos Forums

Constamment améliorés depuis près de 50 ans et mis à l'épreuve dans la quasi-totalité des contextes boursiers, les forums séculaires et cycliques de PIMCO constituent le fondement de son processus d'investissement. Quatre fois par an, nos spécialistes de l'investissement venus du monde entier se réunissent pour débattre de la situation sur les marchés et l'économie à l'échelle mondiale, ainsi que pour identifier les tendances qui auront, à leur avis, d'importantes répercussions en termes d'investissement.

Lors du Forum séculaire, qui se tient une fois par an, nous nous concentrons sur les perspectives des trois à cinq prochaines années afin que nos portefeuilles soient positionnés de sorte à bénéficier pleinement des évolutions et des tendances structurelles de l'économie mondiale. Estimant que la diversité des idées rehausse les résultats de placement, nous invitons des intervenants prestigieux (lauréats du prix Nobel d'économie, responsables politiques, investisseurs et historiens) qui enrichissent nos débats grâce à leurs points de vue précieux et pluridimensionnels. 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 conditionnant le positionnement des portefeuilles.

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** présente des 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 variations de taux d'intérêt. Les obligations et stratégies obligataires ayant des durées plus longues tendent à être plus sensibles et volatiles que les titres ayant des durées plus courtes. En général, le cours des obligations baisse lorsque les taux d'intérêt montent et un contexte de taux faibles augmente ce risque. Les réductions 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 adossés à des crédits hypothécaires ou à des actifs** peuvent être sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt et soumis au risque de remboursement anticipé. S'ils sont généralement garantis par des gouvernements, des organismes publics ou des entités privées, rien ne dit que ces derniers honoreront leurs engagements. Les **titres à revenu fixe de sociétés** sont assujettis au risque que l'émetteur ne soit pas en mesure d'effectuer le paiement du capital et des intérêts. De plus, ils sont exposés au risque lié à la volatilité du prix en raison de certains facteurs, comme la sensibilité aux taux d'intérêt, la perception du marché quant à la solvabilité de l'émetteur et la liquidité du marché dans son ensemble. 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 peuvent diminuer les rendements d'un portefeuille. La **qualité du crédit** d'un titre en particulier ou d'un groupe de titres ne garantit pas la stabilité ni la sécurité de l'ensemble du portefeuille. Un **swap sur défaillance de crédit (SDC)** est un accord négocié hors cote entre deux parties qui s'échangent le risque de crédit sur des titres à revenu fixe; il s'agit de l'instrument dérivé de crédit le plus largement utilisé. Les **instruments de crédit privés** ne se négocient pas publiquement et peuvent recourir à un effet de levier et à des techniques de placement spéculatives susceptibles d'augmenter le risque de perte. La valeur des **actions** peut diminuer en raison de la conjoncture sectorielle, économique ou boursière, perçue ou réelle. 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 opinions formulées à propos des tendances des marchés financiers ou des stratégies des portefeuilles sont basées sur la conjoncture, laquelle évolue. Il n'existe aucune garantie que ces stratégies de placement seront efficaces dans toutes les conjonctures ou qu'elles seront adaptées à tous les investisseurs. Chaque investisseur devrait examiner sa capacité à investir à long terme, même en période baissière sur les marchés. Les investisseurs devaient consulter leur conseiller en placement avant de prendre une décision de placement. Les hypothèses et perspectives de rendement peuvent changer sans préavis.

Les prévisions, estimations et certaines informations contenues aux présentes se basent 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. Aucune garantie n'est donnée quant à l'atteinte des résultats.

L'alpha est une mesure du rendement ajusté au risque obtenue en comparant la volatilité (risque lié au prix) d'un portefeuille et son rendement ajusté au risque par rapport à un indice de référence; le rendement excédentaire par rapport à l'indice représente alpha.

Ce document contient les opinions du gestionnaire, 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 Canada Corp. (199 rue Bay, bureau 2050, Commerce Court Station, CP 363, Toronto, ON, M5L 1G2) pourrait 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. ©2021, PIMCO.