



PERSPECTIVES
SÉCULAIRES

JUIN 2022

Recherche de résilience

La volatilité, l'inflation et les tensions géopolitiques incitent les entreprises et les gouvernements à se mettre sur la défensive. Nous privilégions les caractéristiques de résilience des portefeuilles dans ce monde fragmenté et analysons de près les risques ainsi que les occasions que nous entrevoyons pour les cinq prochaines années.



SOMMAIRE

RÉDIGÉ PAR :

Joachim Fels

Conseiller économique mondial

Andrew BallsChief Investment Officer
Revenu fixe mondial**Dan Ivascyn**

Group Chief Investment Officer

- La guerre en Ukraine a exacerbé les fractures géopolitiques mondiales, de sorte que nous pressentons actuellement des menaces de démondialisation et de fragmentation accrue des marchés de capitaux à long terme.
- Dans ce contexte, il nous semble que les responsables politiques et dirigeants d'entreprise privilégieront de plus en plus la recherche de sécurité et de capacité de résilience, notamment en augmentant le budget de défense et en diversifiant les chaînes d'approvisionnement. Ces tendances pourraient aggraver les inefficacités économiques ainsi que les pressions inflationnistes. Nous prévoyons également un risque élevé de récession au cours des deux prochaines années.
- Nos projections à long terme de raccourcissement du cycle d'affaires et, compte tenu d'un changement de contexte concernant l'inflation, de baisse d'intensité des mesures politiques de soutien exigent de privilégier la résilience du portefeuille plutôt que la quête de rendement. Les placements à revenu fixe, à des taux de rendement supérieurs, joueront un rôle important dans la capacité de résistance de portefeuilles diversifiés.
- Les stratégies de crédit privé peuvent offrir un complément attrayant à celles en instruments négociés en bourse, sous réserve de certains segments du marché qui présentent à notre avis des excès. Nous comptons favoriser les obligations de sociétés de qualité supérieure, cherchant à apporter de la liquidité, plutôt qu'à en demander, durant ces périodes de tensions sur le marché du crédit.
- Dans ce contexte de pressions inflationnistes accrues, les bons du Trésor américain protégés contre l'inflation (TIPS), les matières premières et certains placements mondiaux indexés à l'inflation offrent une couverture à un coût raisonnable.



Intervenants invités au forum structurel de 2022

Dan Gallagher

Responsable, Affaires juridiques, conformité et communications, Robinhood

Matteo Maggiori

Professeur de finance à la Stanford Graduate School of Business

Katherine Molnar

Responsable des placements, Fairfax County Police Officers Retirement System

Neha Narula

Directrice, Initiative des devises numériques du MIT

Randal Quarles

Ex-gouverneur et vice-président de la supervision, Conseil de la réserve fédérale des États-Unis

Yuval Rooz

Chef de la direction et cofondateur, Digital Asset

Alex C. Ruane

Scientifique en recherche physique et codirecteur du groupe sur les impacts climatiques à l'Institut Goddard des études spatiales de la NASA

Angela Stent

Professor Emerita and Director of the Center for Eurasian, Russian, and East European Studies, Georgetown University, and author of *Putin's World: Russia Against the West and With the Rest*.

Barbara F. Walter

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

Le contexte macro-économique mondial ne présente toujours aucun semblant de normalité, et les investisseurs devront composer avec la volatilité ainsi qu'avec des tendances délicates au cours des cinq prochaines années. Les perturbations et les incertitudes risquent de persister, fissurant davantage l'économie mondiale. Dans ce contexte semé d'embûches, les investisseurs ont tout intérêt à se fixer avec minutie un cap à long terme. Voici quelques conclusions du dernier forum structurel annuel de PIMCO, qui a réuni des professionnels des placements, des intervenants vedettes (voir encadré) et des membres du comité consultatif mondial, pour trois jours de conversations approfondies non virtuelles.

CONFRONTATION AVEC LA RÉALITÉ

Après une revue détaillée de nos précédents sujets, il nous a semblé que les thèmes de nos perspectives structurelles de 2021 intitulées « Une ère de transformation » gardent tout leur sens aujourd'hui. Nous avons anticipé un contexte macro-économique plus incertain ou volatil qu'auparavant et avons repéré que des transformations d'ordre écologique, numérique et sociale constitueraient des sources importantes de perturbations. Nous avons également anticipé un raccourcissement des cycles de croissance et d'inflation, moyennant une plus vaste amplitude, ainsi que des divergences accrues entre les pays. Tous ces thèmes restent d'actualité.

Toutefois, il aurait évidemment fallu prévoir la perturbation massive qui nous a échappé l'an dernier : l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février et l'affreuse guerre qui fait rage depuis, ainsi que les nombreuses sanctions économiques et financières imposées par les démocraties occidentales. Dans notre réflexion des conséquences de ces événements pour notre thèse d'investissement, il nous a semblé utile de distinguer notre horizon cyclique à court (6 à 12 mois) et moyen termes (une à deux années), de nos perspectives structurelles à plus long terme (cinq ans et potentiellement au-delà).

PERSPECTIVES À COURT TERME : UN SCÉNARIO ANTI-BOUCLES D'OR

Nous avons rapidement évoqué et confirmé notre thèse cyclique de mars 2022 dans nos perspectives cycliques intitulées « Anti-Boucles d'or ». Les derniers indicateurs macro-économiques confirment notre analyse : la guerre et le choc provoqué par les sanctions, en plus des confinements liés à la COVID en Chine, présentent une nature stagflationniste, à savoir une inflation encore plus élevée à court terme et un ralentissement de la croissance dans les principales économies, au point de frôler l'arrêt à l'horizon cyclique. En outre, l'inflation globale élevée qui sévit à l'échelle mondiale, notamment aux États-Unis où elle s'élève à 8 % et en Europe au moment d'écrire ces lignes, semble devenir le principal cheval de bataille des grandes banques centrales, qui se soucieront de la croissance dans un second temps. Cela nous mène à nos perspectives à moyen terme.

MOYEN TERME : DES RISQUES ÉLEVÉS DE RÉCESSION

Nous entrevoyons un risque élevé de récession pour les deux prochaines années, en raison des menaces de graves remous géopolitiques, de persistance d'une inflation élevée qui gruge le revenu réel des ménages et d'intenses préoccupations des banques centrales à lutter contre l'inflation en priorité, moyennant un risque plus élevé de chocs financiers du fait du net resserrement des conditions financières déjà amorcé.

De plus, lors de l'irruption de la prochaine récession, le cas échéant, nous anticipons que les mesures de soutien monétaire et budgétaire n'entreront pas aussi rapidement en vigueur que lors des récessions précédentes, puisque l'inflation ne représentait alors aucune menace et que les finances publiques et bilans des banques centrales se portaient bien mieux. L'inflation qui sévit actuellement pourrait effectivement pousser les pouvoirs publics, particulièrement aux États-Unis, à réfléchir à deux fois avant de mettre en œuvre des mesures de soutien aussi massives, tout comme ils avaient appris de leur expérience au lendemain de la crise financière mondiale, lorsque celles-ci n'avaient au contraire pas été suffisantes pour relancer l'économie.

Encadré : Nous entrevoyons un risque élevé de récession dans les deux prochaines années, à cause de la situation géopolitique, de la persistance d'une inflation élevée et de l'intensité des banques centrales à se concentrer sur la lutte contre l'inflation en premier lieu.

Plusieurs raisons nous incitent à penser que cette prochaine récession n'aura vraisemblablement pas l'intensité de celle de 2008 ou de l'arrêt brutal de l'activité de 2020 pour cause de COVID, mais qu'elle pourrait durer plus longtemps ou déboucher sur une reprise poussive en raison de mesures de soutien plus timides de la part des banques centrales et des gouvernements.

THÈME STRUCTUREL : RECHERCHE DE RÉSILIENCE

La guerre en Ukraine et les réactions qu'elle a suscitées auront pour conséquence cruciale à long terme l'aggravation des fractures géopolitiques, avec potentiellement l'accélération du passage d'un monde unipolaire vers un ensemble en deux ou plusieurs blocs. La tendance s'était déjà amorcée avec l'émergence de la Chine comme puissance économique et géopolitique, malgré le scepticisme de l'Occident à son égard.

Dans ce monde plus fracturé, nous estimons que les responsables politiques et les dirigeants de sociétés se concentreront de plus en plus sur la recherche de sécurité et de résilience.

- Le risque de conflit armé devenant plus tangible suite à l'agression de l'Ukraine par la Russie, de nombreux pays – en particulier en Europe, mais pas uniquement – ont annoncé l'augmentation de leur budget de défense et des investissements visant leur sécurité alimentaire et énergétique.
- Les dirigeants de nombreuses sociétés s'efforcent de se créer une chaîne d'approvisionnement plus robuste grâce à une diversification mondiale, à la recherche de fournisseurs géographiquement plus proches ou situés dans des pays alliés. Ces efforts avaient déjà commencé en réponse aux tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, puis se sont renforcés avec l'irruption de la pandémie qui a révélé la fragilité des processus de création de valeur aussi fragmentés. Cette tendance devrait s'intensifier du fait d'un environnement géopolitique plus instable.
- De surcroît, les risques posés par le climat et la crise de la COVID ont incité la plupart des gouvernements, ainsi que de nombreuses entreprises, à augmenter les mesures d'atténuation, à s'adapter au réchauffement climatique et à améliorer la sécurité sanitaire de leurs citoyens et employés.

Cette recherche de résilience et de sécurité se fait souvent au détriment de l'efficacité économique à court terme. Nous entrevoyons cinq implications macro-économiques majeures à cette tendance structurelle :

Premièrement, une hausse des dépenses dans de nombreux domaines, notamment la défense, les soins de santé, la sécurité énergétique et alimentaire, le renforcement des chaînes d'approvisionnement, l'adaptation au risque climatique et les mesures d'atténuation, pourra largement soutenir la demande à long terme, sous réserve de compressions budgétaires dans d'autres domaines. Néanmoins, la plupart de ces nouvelles dépenses ne contribueront probablement pas à la croissance de la productivité à long terme, à moins que les sociétés accélèrent leurs investissements technologiques à cette fin. En outre, cette recherche de résilience s'accompagnera vraisemblablement d'un resserrement de la réglementation et du protectionnisme, lequel pourrait peser sur la croissance à long terme. Dans l'ensemble, il nous semble donc peu probable que la croissance de la production à long terme dépassera substantiellement le rythme constaté dans la décennie qui a précédé la pandémie.

Deuxièmement, cette quête de résilience et de sécurité alimente certains effets inflationnistes, les sociétés augmentant leurs approvisionnements auprès de fournisseurs plus proches géographiquement. À cet égard, les règles d'immigration se resserrent, de sorte que le marché de l'emploi pourrait devenir moins concurrentiel, alimentant les pressions à la hausse sur les salaires. De plus, la transition verte, qui devrait à terme mener à une baisse du prix de l'énergie renouvelable, pourrait bien se traduire à court terme par une hausse des prix de l'énergie fossile, puisque l'augmentation des premières se fera probablement moins vite que le rythme auquel se tarissent les secondes. En fin de compte, le risque que ces facteurs mènent à une inflation plus élevée de façon permanente à long terme dépendra des choix politiques des autorités monétaires et budgétaires à notre avis.

Troisièmement, les banques centrales se retrouvent face à un dilemme du fait de ces pressions inflationnistes. Le soutien de la demande globale et les efforts visant à améliorer la résilience entretiendront la hausse des prix. À l'inverse, la lutte contre l'inflation afin de la ramener sous les objectifs assignés se fera au détriment de la consommation, et donc de l'emploi. Pour l'instant, l'inflation dépasse tellement les objectifs des banques centrales que la plupart d'entre elles se consacrent en priorité à la juguler. Il reste difficile de savoir si cette priorité restera d'actualité une fois l'inflation revenue à un niveau plus proche des objectifs, ou si les banques centrales toléreront quelques dépassements. Dans l'ensemble, nous estimons que le risque de hausse de l'inflation s'est renforcé à long terme.

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

Quatrièmement, nous anticipons une augmentation des probabilités de défaillance et autres événements de crédit dans le secteur privé à long terme. Les finances publiques et les bilans des sociétés se retrouveront probablement en posture délicate du fait des nouvelles dépenses concernant la sécurité et la résilience ainsi que le coût de la dette, alors qu'un risque de récession se confirme. En raison de cette inflation élevée, les banques centrales n'ont pas les coudées franches pour soutenir les débiteurs du secteur privé. Les pouvoirs publics traîneront probablement les pieds également pour offrir des mesures de soutien, en raison d'une nouvelle augmentation de l'endettement causé par la pandémie et de la nécessité de financer la hausse des coûts des régimes de retraite et des systèmes de santé, compte tenu du vieillissement de la population.

Cinquièmement, nous entrevoyons surtout un risque de démondialisation financière et de fragmentation accrue des marchés de capitaux à long terme – la « guerre des capitaux » selon l'expression d'un de nos participants au forum. Le recours aux sanctions financières et aux réserves de devises comme armes de guerre pourrait bien inciter les créanciers publics et privés à investir en priorité dans leur marché intérieur ou dans les pays présentant actuellement un surplus de leur compte courant, le tout menant probablement à une érosion des flux financiers vers le dollar américain au fil du temps. Toutefois, en l'absence d'alternatives valables au billet vert, faute de marchés de capitaux suffisamment vastes et liquides, il s'agira d'une tendance plutôt lente qu'abrupte, qui dépassera probablement notre horizon structurel.

Conclusions pour les placements

La période actuelle marque à notre avis une claire rupture avec celle que nous caractérisions alors comme la « nouvelle normalité », avec sa croissance inférieure à la moyenne, mais stable, et son inflation constamment en deçà des objectifs des banques centrales. Durant cette période, nombre d'investisseurs ont tiré leur épingle du jeu en s'adonnant à une « quête de rendement » et en investissant dans les « creux du marché », par anticipation des interventions des banques centrales, ainsi que durant la pandémie de la COVID, lorsque des mesures budgétaires soutenaient les actifs à risque. Toutefois, à long terme, nous estimons que les banques centrales auront davantage de difficultés à éliminer la volatilité boursière et donc à soutenir les rendements des marchés financiers.

FAIRE PREUVE DE RÉSILIENCE

À notre avis, les investisseurs auront désormais tout intérêt à privilégier la résilience de leur portefeuille plutôt que la recherche de rendement, en effectuant une rigoureuse répartition de leur actif dans l'expectative d'un contexte plus incertain et même instable en termes macro-économiques, boursiers et de politique monétaire. De notre côté, nous nous efforcerons de développer la résistance des portefeuilles que nous gérons pour le compte de nos clients et d'exploiter à notre avantage les périodes de volatilité boursière.

La diversification pourrait exiger de redoubler d'attention. Tout comme les dirigeants de sociétés qui visent à diversifier leur chaîne d'approvisionnement, les investisseurs pourraient vouloir tenir compte des facteurs et des risques géopolitiques dans la diversification de leur portefeuille. La démarche peut comporter des résultats inattendus, comme nous l'avons constaté lors la rapide mise au ban de la Russie du système financier mondial. Il est effectivement possible que des gouvernements ou des sociétés se retrouvent dans l'obligation de clarifier leur allégeance géopolitique, risquant ainsi des sanctions, des mesures de contrôle de leurs capitaux, voire la confiscation. Au-delà de la diversification des catégories d'actif, ces aspects géopolitiques pourraient avoir des incidences sur les décisions de placement et justifier des primes de risque.

UN CONTEXTE DE RENDEMENTS FAIBLES

Valorisations initiales – malgré la baisse constatée sur les marchés au cours des derniers mois, nous plaidons en faveur d'attentes réalistes en matière de rendement à long terme, anticipant une volatilité macro-économique et boursière



accrue. Nos prévisions de cycles plus courts et moins réguliers ainsi que de mesures de soutien moins généreuses, étant donné le changement de contexte en matière d'inflation, nous incitent également à privilégier la résilience des portefeuilles, plutôt que la quête de rendement. Nous entrevoyons de plus une probabilité élevée de récession aux États-Unis et dans d'autres économies avancées au cours des deux prochaines années, qui justifie là aussi une évaluation pertinente du potentiel de rendements boursiers, en se concentrant sur la préservation du capital.

Toutefois, les taux de rendement des indices d'obligations de base ont récupéré depuis les creux constatés pendant la COVID et nous estimons que les marchés de contrats à terme reflètent déjà, ou quasiment, notre scénario de référence en ce qui concerne les taux directeurs maximaux. Les banques centrales devraient disposer d'une meilleure marge de manœuvre pour procéder à des baisses de taux conventionnelles dès l'instant où les pressions inflationnistes apparaîtront maîtrisables, de sorte que les marchés obligataires pourraient procurer des rendements attrayants dans le contexte d'une récession, d'autant plus que les taux d'intérêt sur les marchés dépassent les minimums enregistrés au cours des dernières années.

Encadré : Les titres à revenu fixe joueront vraisemblablement un rôle important dans la capacité de résilience de portefeuilles diversifiés.

Nous anticipons des rendements positifs pour la plupart des indices obligataires à long terme et estimons que les titres à revenu fixe, compte tenu de l'augmentation des taux obligataires, joueront un rôle important dans la capacité de résilience de portefeuilles diversifiés.

DES TAUX DIRECTEURS ANCRÉS ET UNE PRIME DE RISQUE OBLIGATAIRE PLUS ÉLEVÉE

Bien que la période de nouvelle normalité, caractéristique des années 2010, soit bel et bien terminée, nous estimons que des taux directeurs réels faibles pourraient persister une fois cette lutte cyclique contre l'inflation terminée. Les facteurs structurels qui avaient tiré à la baisse les taux directeurs – notamment le vieillissement de la population, l'accumulation d'épargne à l'échelle mondiale et le fort endettement – continueront d'ancrer les taux directeurs à des niveaux faibles, même si des pressions à la hausse peuvent survenir

marginale en raison de facteurs par nature inflationnistes, comme la démondialisation et la priorité donnée à la résilience des chaînes d'approvisionnement.

Dominance financière – Les conséquences directes du resserrement de la politique monétaire sur les marchés financiers et indirectes, par l'intermédiaire des variables macro-économiques, plafonneront vraisemblablement toute hausse des taux directeurs significativement supérieurs au niveau reflété par les marchés de contrats à terme, à moins d'un scénario de risque de dépassement persistant avec révision à la hausse des anticipations d'inflation qui forcerait les banques centrales à précipiter une récession, et non plus seulement à en courir le risque.

Dans ce contexte d'incertitudes accrues dans les perspectives macro-économiques, en particulier pour l'inflation, nous nous attendons à ce qu'une prime de risque s'impose sur les marchés financiers, c'est-à-dire une rétribution du risque obligataire pour les échéances les plus longues. La période de compression de ces primes a vraisemblablement pris fin lorsque la demande de protection du capital contre un risque de récession l'a emporté sur les préoccupations d'inflation excessive. Dans l'ensemble, nous nous attendons à une hausse des primes de risque.

À court terme, une atténuation de la courbe reste possible, à mesure que les investisseurs prennent connaissance des chiffres de l'inflation et évaluent le risque qu'elle persiste, par rapport à celui d'une récession. À plus long terme, nous nous attendons à un retour de courbes plus accentuées dans un contexte où l'inflation risque à la fois de dépasser et de ne pas attendre les objectifs des banques centrales, même si la première alternative a davantage de chances de survenir qu'à l'époque de la nouvelle normalité.

En ce qui concerne les taux d'intérêt sur les marchés, nous nous attendons à ce qu'ils restent conditionnés par de faibles taux directeurs (en tout cas par rapport au début des années 2000). Dans nos perspectives de référence, en nous basant sur le taux du bon du Trésor américain à 10 ans, nous tablons sur une légère hausse par rapport aux niveaux qui prévalaient durant la dernière décennie, à l'exception de l'année 2020 en raison de la COVID, soit entre 1,5 % et 4 %. La fourchette haute implique une possibilité de réévaluation à la hausse comparativement à l'expérience de la précédente décennie, au cours de laquelle la rétribution des bons du Trésor à 10 ans n'a que rarement dépassé 3 %. Cela reflète nos prévisions d'une inflation plus élevée que durant la décennie précédente, lorsque celle-ci restait inférieure aux objectifs des banques centrales, et de risque à la hausse cyclique et structurel. Évidemment, les taux obligataires peuvent toujours fluctuer en deçà et au-delà de ces prévisions de référence.

HAUSSE DE LA PRIME DE RISQUE SUR LES ACTIONS

Le raccourcissement des cycles d'affaires et l'intensification de l'instabilité macro-économique pourraient également causer une hausse des primes de risque sur les actions (les investisseurs pouvant exiger une prime plus élevée pour détenir des actions plutôt que des obligations). Un contexte d'inflation plus élevée aura de plus tendance à gruger la croissance nominale des bénéfices, à réduire les marges et à les rendre plus instables.

En plus d'une longue liste de facteurs inflationnistes – stocks supérieurs à la moyenne, perte d'efficacité des chaînes d'approvisionnement, hausse du coût de la main-d'œuvre et nouveaux besoins d'investissement – les marges pourraient également subir les effets de la hausse des taux d'intérêt et de l'impôt. Au cours de la dernière décennie, une portion significative de l'amélioration du rendement des capitaux propres provenait d'une baisse de certaines charges (dépenses d'exploitation, fiscalité et intérêts). Or, cette tendance risque de ne pas se poursuivre à long terme.

En conséquence, nous nous attendons à ce que les marchés boursiers fournissent aux investisseurs des rendements inférieurs à ceux obtenus depuis la crise financière mondiale. La dégradation de visibilité en matière de croissance et de rentabilité incitera probablement à exiger des primes de risque supérieures pour les actions et à privilégier les émetteurs en mesure de dégager des bénéfices réguliers. Ces perspectives renforcent l'importance que nous accordons à la qualité et à la sélection des titres. L'identification des thèmes structurels et des bénéficiaires de ce nouvel environnement revêt une importance cruciale pour générer de l'alpha, puisque les occasions offrant un bêta attrayant se font désormais plus rares.

RECHERCHE DE PROTECTION CONTRE L'INFLATION

La perspective de hausse des pressions inflationnistes au cours des cinq prochaines années fait en sorte que les bons du Trésor américain protégés contre l'inflation (TIPS) et certains placements de ce type à l'échelle mondiale fourniront, à notre avis, une couverture contre une hausse inattendue des prix à un coût raisonnable. Aux États-Unis, les cours des TIPS reflètent actuellement un retour de l'inflation à 2 %, soit l'objectif de la Réserve fédérale, dans les 12 à 18 prochains mois. Cela confirme nos prévisions de référence, mais ne constitue aucunement une garantie.

Les marchés de matières premières peuvent également offrir une intéressante protection contre l'inflation, en particulier pour les situations inattendues, avec un bêta historique

en la matière (une forte sensibilité positive) qui dépasse largement celui des TIPS. En début d'année, les marchés de matières premières suivaient globalement une tendance au redressement, la reprise de la demande coïncidant avec plusieurs années de sous-investissement dans les capacités de production, en particulier dans le secteur énergétique. Les événements en Ukraine n'ont fait qu'accélérer cette tendance, révélant les besoins des producteurs de s'embarquer sur un cycle d'investissement significatif pour répondre aux besoins énergétiques futurs, tout en traitant les aspects liés au climat et à la sécurité des approvisionnements. À cet égard, il faut à notre avis que les prix demeurent suffisamment élevés pour motiver les décisions d'affectation de capitaux en faveur d'investissements suffisants dans le secteur énergétique, du moins à long terme.

L'immobilier peut également servir de protection contre l'inflation, en particulier dans les segments des copropriétés et de l'autoentreposage, où les baux ont généralement une durée inférieure à une année. En Europe, même les loyers de bureaux et de locaux industriels font souvent l'objet d'une clause d'indexation aux indices des prix. En outre, les données fondamentales demeurent généralement encourageantes dans la plupart des secteurs immobiliers, avec des taux d'occupation qui demeurent élevés et une hausse des coûts de construction qui continuera vraisemblablement à limiter l'offre de nouvelles unités.

VIGILANCE SUR LES INSTRUMENTS DE CRÉDIT DE SOCIÉTÉS : PRIORITÉ À LA QUALITÉ

De façon générale, la faible liquidité constatée sur les marchés d'instruments de crédit négociés nous incite à conserver une approche visant à augmenter la qualité de nos placements dans cette catégorie, d'autant plus que nos perspectives prévoient davantage d'instabilité macro-économique, un risque de récession à moyen terme et un regain d'incertitude en ce qui concerne les mesures de soutien budgétaire et monétaire. En conséquence, le risque de défaillance et de perte de crédit pourrait augmenter en période de récession par rapport à la dernière décennie, lorsque les investisseurs pouvaient profiter des creux. Nous estimons effectivement que le soutien intensif, qui visait les sociétés dont les titres sont inscrits en bourse dans le cadre des mesures d'urgence mises en œuvre durant la COVID, ne deviendra pas une référence. Bien au contraire, les banques centrales luttent en priorité contre l'inflation, tandis que les gouvernements se préoccupent avant tout des questions de sécurité nationale et d'environnement, de sorte que tout soutien financier aux sociétés passera au second plan, sauf pour celles exerçant des activités dans des secteurs stratégiques aux fins de résilience.



Comme toujours, nous nous fierons à notre équipe mondiale de gestionnaires de portefeuille et d'analystes de recherche en instruments de crédit pour la sélection des surpondérations et des sous-pondérations des titres de société. Nous prévoyons favoriser les placements garantis, en nous efforçant d'obtenir des conditions attrayantes ainsi qu'une documentation claire dans le cas d'instruments de crédit non garantis. Nous nous efforcerons d'éviter les positions qui nous exposeraient à tout risque significatif dans l'éventualité d'une séquence soutenue de défaillances et à nous positionner de sorte à offrir de la liquidité, et non pas à en demander, durant les périodes de tension sur les marchés d'instruments de crédit.

OCCASIONS ET RISQUES EN CRÉDIT PRIVÉ

Les stratégies de crédit privé peuvent compléter les positions en instruments de crédit négociés en bourse lorsque ceux-ci peinent à offrir des rendements attrayants, et nous nous attendons à dénicher des occasions pour les portefeuilles gérés selon une orientation à long terme ayant une forte tolérance au risque.

Toutefois, certains excès que nous avons constatés sur les marchés négociés se vérifiaient également dans le crédit privé au cours des dernières années, en particulier pour les transactions de prêt de sociétés à fort levier, lesquelles se sont multipliées dans les dernières années. Ces excès devraient créer de nombreuses occasions pour certaines solutions de financement privé, à mesure que les valorisations des émetteurs excessivement endettés s'ajusteront à des hypothèses de croissance et de valorisation plus réalistes. Même si nous nous attendons à des jours plus difficiles pour les positions existantes en crédit privé de sociétés, le potentiel de rendement relatif devrait demeurer supérieur dans les segments moins courtisés. Ainsi, les prêts privés dans le secteur de la consommation et de l'immobilier résidentiel devraient se trouver particulièrement bien placés pour enregistrer d'attrayants rendements au cours des prochaines années, puisque les ménages ont diminué leur endettement pendant plus d'une décennie (contrairement aux sociétés). D'autres segments diversifiés du crédit privé offrent à notre avis un potentiel de rendement excédentaire comparativement à l'ensemble du secteur, du fait de meilleures conditions en général et de valorisations plus attrayantes, notamment dans le financement d'appareils aériens, l'immobilier, la location d'équipements et les redevances.

MARCHÉS ÉMERGENTS : DES GAGNANTS ET DES PERDANTS

Nous nous attendons à ce que les ME (marchés émergents) renferment des occasions à saisir, mais insistons sur l'importance d'une gestion active pour distinguer les émetteurs qui tireront vraisemblablement leur épingle du

Encadré : Un monde fracturé créera des gagnants et des perdants dans les marchés émergents, soulignant la nécessité d'une analyse et d'une gestion du risque actives.

jeu, comparativement à d'autres, dans cet environnement délicat pour les placements. Certains pays devraient tirer parti de la demande d'investissement, et les exportateurs de matières premières pourraient bénéficier de l'amélioration des modalités commerciales. Simultanément, d'autres pays émergents présentant des données fondamentales et une structure politique fragiles pourraient se trouver en position délicate dans cet environnement de cycles plus courts et de volatilité macro-économique relevée. Les importateurs de matières premières pourraient également souffrir.

Comme nous l'avons souligné, ce monde fracturé exige de prêter une attention soutenue aux lignes de démarcation stratégiques et militaires, de sorte que l'investissement dans les ME nécessite d'accorder beaucoup d'attention à la diversification et aux primes de risque. Cette situation renforce l'intérêt d'une démarche active en termes de gestion et de prise de décision, compte tenu du risque de sanction et de confiscation ainsi que d'éventuelles déconvenues causées par des frictions politiques de nature locale, mais également par des aspects politiques d'ampleur régionale ou mondiale.

DEVICES : LE DOLLAR AMÉRICAIN - UN PORT DANS LA TEMPÊTE

Malgré sa surévaluation sur la base des critères de référence, nous nous attendons à ce que le billet vert reste soutenu par le risque à moyen terme de récession et par les perspectives de regain de volatilité macro-économique, apparaissant comme valeur refuge durant une période d'instabilité. Ce contexte fait notamment en sorte que la recherche de valeur, en investissant par exemple dans des devises peu onéreuses des ME ou dans celles du G10 de pays exportateurs de matières premières, se concrétise par un panier diversifié plutôt qu'en recourant prioritairement à des paires basées sur le dollar américain.

OCCASIONS DE PLACEMENT MONDIALES

Au-delà de rendements moins élevés et plus volatils pour l'ensemble des catégories d'actif à long terme, nous nous attendons à une accentuation de la différenciation d'un pays à l'autre dans un contexte d'instabilité géopolitique et de courbes de distribution des risques à extrémités larges. Ce regain de volatilité et de différenciation dans les aspects macro-économiques et les rendements boursiers apportera des risques à éviter et des occasions à saisir. Nous comptons conserver des portefeuilles résilients, mais poursuivrons également une approche globale, visant à maximiser l'univers de placement et à tirer parti des meilleures occasions, tout en atténuant les risques des placements plus fragiles. Ce nouveau contexte – avec des intervenants davantage tournés vers leur marché intérieur, une démondialisation accélérée et une fragmentation accrue des marchés de capitaux – devrait réserver des occasions aux investisseurs disposant des équipes en mesure de les saisir et d'une envergure mondiale.

À propos de nos Forums

Constamment améliorés depuis près de 50 ans et mis à l'épreuve virtuellement dans tous les 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 implications en termes d'investissement.

Lors du Forum structurel, qui se tient une fois par an, nous nous concentrons sur les perspectives des 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** comporte certains risques, y compris des risques associés aux marchés, 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 obligations et stratégies obligataires est affectée par les variations de taux d'intérêt. Les obligations et les stratégies obligataires assorties de sensibilités plus longues ont tendance à être plus sensibles et plus volatiles que celles qui affichent des sensibilités plus courtes. De façon générale, les prix des obligations chutent quand les taux d'intérêt augmentent, un risque renforcé dans un contexte de taux d'intérêt bas. La réduction actuelle des capacités des contreparties obligataires peut contribuer à un assèchement de la liquidité sur le marché et à une volatilité accrue au niveau des prix. La valeur des investissements obligataires peut être supérieure ou inférieure à leur coût d'achat à la date de cession. Les **obligations indexées sur l'inflation (OII)** émises par un gouvernement sont des titres à revenu fixe dont la valeur de remboursement est ajustée périodiquement en fonction du taux d'inflation. Les OII perdent de la valeur lorsque les taux d'intérêt réels augmentent. Les **TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities)** sont des obligations indexées à l'inflation émises par le gouvernement américain. Les **matières premières** sont exposées à des risques plus élevés, notamment des risques politiques, réglementaires, liés au marché ou aux conditions naturelles. La valeur des **actions** peut diminuer en raison de la conjoncture sectorielle, économique ou boursière, perçue ou réelle. La **valeur de l'immobilier** et des portefeuilles investissant dans ce secteur peuvent fluctuer en raison de sinistres, de condamnations, de changements économiques mondiaux et locaux, de l'offre et de la demande, des taux d'intérêt, du taux d'imposition foncier, de la réglementation des loyers, des règlements de zonage et des dépenses de fonctionnement. L'investissement en **titres libellés en devise étrangère ou domiciliés à l'étranger** peut entraîner des risques plus élevés en raison des fluctuations de change et des risques économiques et politiques potentiellement plus élevés dans les **marchés émergents**. Les **taux de change** peuvent fluctuer de façon significative durant de courtes périodes et peuvent diminuer les rendements d'un portefeuille. Le **crédit privé** implique un investissement dans des titres non négociés sur le marché qui peuvent donc courir un risque d'illiquidité. Les portefeuilles qui investissent dans des crédits privés peuvent recourir à un effet de levier et à des techniques de placement spéculatives augmentant le risque de perte. La **diversification** ne garantit pas contre une perte. 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.

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, les 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, un titre ou un produit de placement en particulier. 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. Le **bêta** constitue une mesure de la sensibilité des cours aux fluctuations du marché. La **corrélation** correspond à la mesure statistique des fluctuations comparées de deux titres.

Aux présentes, les termes « abordable » et « onéreux » s'entendent d'un titre ou d'une catégorie d'actif que l'on peut considérer comme nettement sous/survalué par rapport à sa moyenne historique et aux anticipations du gestionnaire. Aucune garantie n'est donnée concernant l'obtention de résultats futurs, de gains ou de protection contre des pertes éventuelles grâce à la valorisation d'un titre.

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. 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. ©2022, PIMCO.