



PERSPECTIVES
CONJONCTURELLES

OCTOBRE 2023

Après le pic

Les marchés semblent s'attendre à une issue économique favorable, ce qui constituerait une anomalie historique compte tenu des conditions actuelles. La hausse des rendements obligataires est source de résilience face aux risques croissants qui pèsent sur l'économie mondiale.



Auteurs :**Nicola Mai**

Executive Vice President
Sovereign Credit Analyst

Tiffany Wilding

Directeur général
Économiste

Andrew Balls

Chief Investment Officer
Global Fixed Income

Notre Forum cyclique de septembre a été le premier à se tenir à Londres, où la situation économique actuelle reflète ce qui se passe dans le monde entier.

La Banque d'Angleterre (BOE) approche de la fin d'un long cycle de hausse des taux d'intérêt. Ce resserrement monétaire a exacerbé la volatilité des marchés financiers britanniques, et certains craignent que l'économie du Royaume-Uni ne s'enlise ou n'entre en récession.

Des scénarios similaires se jouent à l'échelle mondiale, les gouvernements poursuivant leurs efforts pour juguler la flambée inflationniste post-pandémie. Les banques centrales s'apprêtent à mettre fin à leurs cycles de resserrement selon des calendriers différents et avec des objectifs différents en termes de taux directeurs.

La croissance et l'inflation ont selon nous atteint des sommets. Nous nous attendons à ce que la croissance ralentisse à des degrés divers dans les pays développés et, dans certains cas, à ce qu'elle se contracte. Après s'être montrées résilientes cette année, les économies dans leur ensemble devraient connaître une baisse de régime l'an prochain, en raison du tarissement des soutiens budgétaires, conjugué aux effets retardés du resserrement des politiques monétaires, déjà plus tangibles au niveau mondial.

Ce ralentissement généralisé pourra en outre se manifester différemment selon les pays, en fonction de leur sensibilité à l'évolution des taux d'intérêt, mais aussi des différences structurelles au niveau des marchés du logement et en termes de financement hypothécaire. Nous avons identifié cinq thèmes économiques clés et trois thèmes d'investissement pour notre horizon cyclique de 6 à 12 mois, que nous développons dans les sections suivantes.

Dans ce contexte, nous cherchons à privilégier les opportunités d'investissement à l'échelle mondiale et à diversifier nos sources d'exposition aux taux d'intérêt en fonction des échéances et des pays. Au niveau actuel des cours, les actifs plus risqués, tels que les actions, ne tiennent pas suffisamment compte du risque baissier lié à la possibilité d'une récession plus marquée, selon nous.

La hausse des rendements – tant nominaux que corrigés de l'inflation – par rapport à ceux observés au cours de la dernière décennie et le ralentissement de l'inflation nous confortent dans notre optimisme à l'égard des perspectives des marchés obligataires. Comme toujours, nous positionnons nos portefeuilles en fonction d'un large éventail de résultats macroéconomiques et de marché au-delà de notre scénario de base.



Perspectives économiques : une baisse de régime et des divergences à venir

Cette année marque le 25e anniversaire de l'ouverture du bureau de PIMCO à Londres. Aujourd'hui, le Royaume-Uni est le deuxième centre de gestion d'actifs au monde et abrite la deuxième salle des marchés de PIMCO, ce qui souligne l'importance de notre clientèle internationale. Londres est notre siège pour la région Europe, Moyen-Orient et Afrique (EMOA), qui compte désormais huit bureaux.

Le fait d'organiser pour la première fois le Forum cyclique en dehors des États-Unis a permis d'atteindre certains objectifs clés de notre processus de forum, tels que la promotion d'une vision globale et la remise en question de nos propres biais et hypothèses.

Il y a un an, le marché britannique des investissements axés sur le passif (Liability-Driven Investing ou LDI) a connu une crise qui a débuté lorsque le gouvernement britannique a annoncé son intention d'augmenter les dépenses non financées, ce qui a entraîné une vente massive d'obligations d'État britanniques (« gilts ») et provoqué une chute de la livre sterling.

Dans nos *Perspectives séculaires* de juin 2023, intitulées « *L'économie d'après chocs* », nous avons indiqué que la crise du LDI pourrait augurer des problèmes budgétaires à long terme à l'échelle mondiale. Voilà qui prend tout son sens aujourd'hui, à l'heure où les gouvernements du monde entier sont aux prises avec des dettes de plus en plus lourdes, y compris les États-Unis, le plus grand émetteur d'obligations souveraines au monde, qui s'est vu retirer en août sa note de crédit AAA par Fitch. Lors de notre forum, nous avons eu la chance de pouvoir évoquer ces questions, ainsi que d'autres, avec Sir Charles Bean, l'ancien vice-gouverneur de la Banque d'Angleterre, en charge de la politique monétaire.

Bien que le fait qu'il se soit déroulé en dehors des États-Unis ait permis de braquer les projecteurs sur les marchés non américains, notre Forum cyclique a été, comme à l'accoutumée, l'occasion de discuter des dernières opportunités et des derniers risques dans le paysage économique et sur les marchés financiers, mais aussi de définir des perspectives à l'horizon des 6 à 12 prochains mois. Nous avons ainsi dégagé cinq thèmes économiques clés.



1) L'ÉCONOMIE DEVRAIT SE MONTRER MOINS RÉILIENTE DANS UN CONTEXTE DE RÉDUCTION DU SOUTIEN BUDGÉTAIRE À MESURE QUE LES EFFETS DÉLÉTÈRES DU RESSERREMENT MONÉTAIRE SE FERONT SENTIR

Milton Friedman a mis en lumière les « décalages longs et variables » inhérents à la mise en œuvre de la politique monétaire. Il en va de même, selon nous, pour la politique budgétaire. La résilience affichée par l'économie américaine cette année a été en grande partie le fait du soutien budgétaire déployé, au prix d'un creusement du déficit public, tandis que les ménages ont accumulé une importante épargne à la faveur des mesures de relance liées à la pandémie.

Ce soutien semble appelé à diminuer. La politique budgétaire américaine va se faire plus restrictive, tandis que les niveaux récemment élevés de l'inflation érodent la valeur réelle de la richesse, y compris l'épargne excédentaire accumulée par les ménages grâce aux aides mises en place par le gouvernement lors de la pandémie. Notre analyse suggère que les actifs liquides accumulés par les ménages durant la pandémie (voir figure 1) diminueront en termes réels au cours de notre horizon cyclique.

À mesure que le soutien budgétaire s'estompe, les effets délétères du resserrement des politiques monétaires se feront de plus en plus sentir. Comme nous l'avons noté dans nos *Perspectives séculaires*, les niveaux d'endettement élevés et

le rôle joué par les mesures de relance post-pandémie dans la hausse de l'inflation pourraient également constituer un frein à d'éventuels soutiens budgétaires futurs.

Certes, certains facteurs pourraient affaiblir l'impact de la politique monétaire cette fois-ci. Le secteur privé détient d'importantes liquidités qui génèrent des taux d'intérêt élevés. Il s'agit également du premier grand cycle de resserrement au cours duquel les banques centrales paient des intérêts sur les réserves.

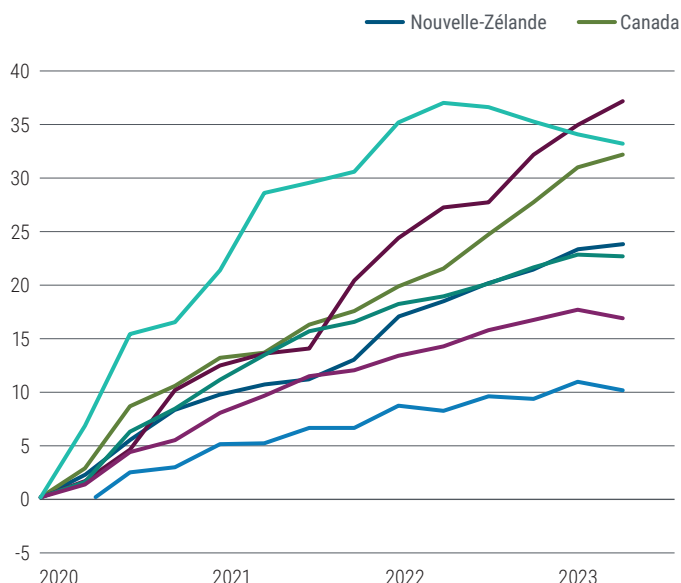
Une courbe de rendement inversée, contexte dans lequel les obligations à court terme rapportent plus que celles à long terme, dope les revenus nets d'intérêts des ménages, qui détiennent généralement des actifs à court terme et des passifs à long terme.

En outre, les ménages et les entreprises ont allongé l'échéance de leurs dettes, ce qui a contribué à lisser les effets de la hausse des taux d'intérêt. Du fait des achats massifs d'obligations par les banques centrales, les gouvernements supportent également une part plus importante des récentes baisses de cours des obligations.

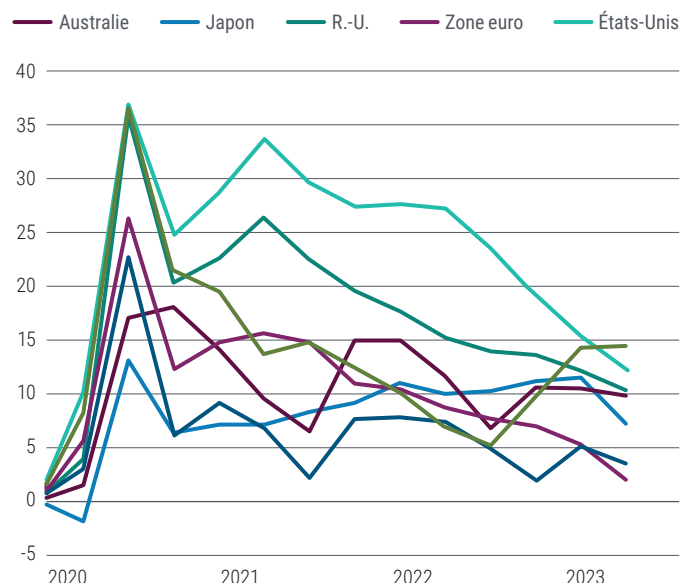
Nous anticipons néanmoins un ralentissement de l'économie et une hausse du chômage l'an prochain, ce qui entraînera une normalisation des taux des banques centrales et un retour à des niveaux neutres.

Figure 1 : Après avoir atteint un pic au sortir de la pandémie, les actifs liquides des ménages semblent devoir diminuer en termes réels dans les pays développés

Actifs liquides des ménages, variation en % vs T4 2019 - nominal



Actifs liquides des ménages, variation en % vs T4 2019 - réel



Les actifs liquides des ménages s'entendent des liquidités, des dépôts et des fonds du marché monétaire qu'ils détiennent.

Source : PIMCO, OCDE, offices statistiques nationaux et banques centrales, au 11 septembre 2023

2) LA CROISSANCE ET L'INFLATION ONT ATTEINT DES SOMMETS

L'économie mondiale, sous la conduite des États-Unis, a fait preuve d'une remarquable résilience malgré l'un des cycles de resserrement les plus rapides de l'histoire moderne, ce qui soulève des questions quant à l'efficacité de la politique monétaire.

Nous nous sommes demandé si la pandémie et les mesures prises pour y faire face pouvaient contribuer à ce que les décalages inhérents à la politique monétaire soient plus longs, ou si un resserrement plus important était nécessaire, en raison peut-être de la hausse du taux d'intérêt réel neutre à long terme. (Le taux neutre, ou r^* , est le taux d'intérêt estimé permettant à l'économie de fonctionner au fil du temps à pleine capacité sans remettre en cause l'objectif d'inflation.)

Nous pensons qu'il s'agit surtout d'un décalage. Selon nous, la croissance a atteint un pic. Après s'être montrées résilientes, les économies devraient selon nous connaître une baisse de régime lorsque la croissance mondiale ralentira plus tard dans l'année et en 2024.

Des obstacles budgétaires – en particulier aux États-Unis – ne tarderont pas à apparaître. Nous pensons que la politique monétaire à l'œuvre reste pertinente, comme en témoignent

le net ralentissement de la croissance du crédit et le resserrement significatif des normes de prêt bancaire.

L'inflation semble également avoir atteint son point culminant. Dans la plupart des pays développés, l'inflation globale et l'inflation core ont diminué par rapport à leurs sommets, bien qu'à des rythmes différents. L'inflation salariale persistante devrait soutenir l'inflation core plus longtemps, à moins d'un ralentissement du marché de l'emploi.

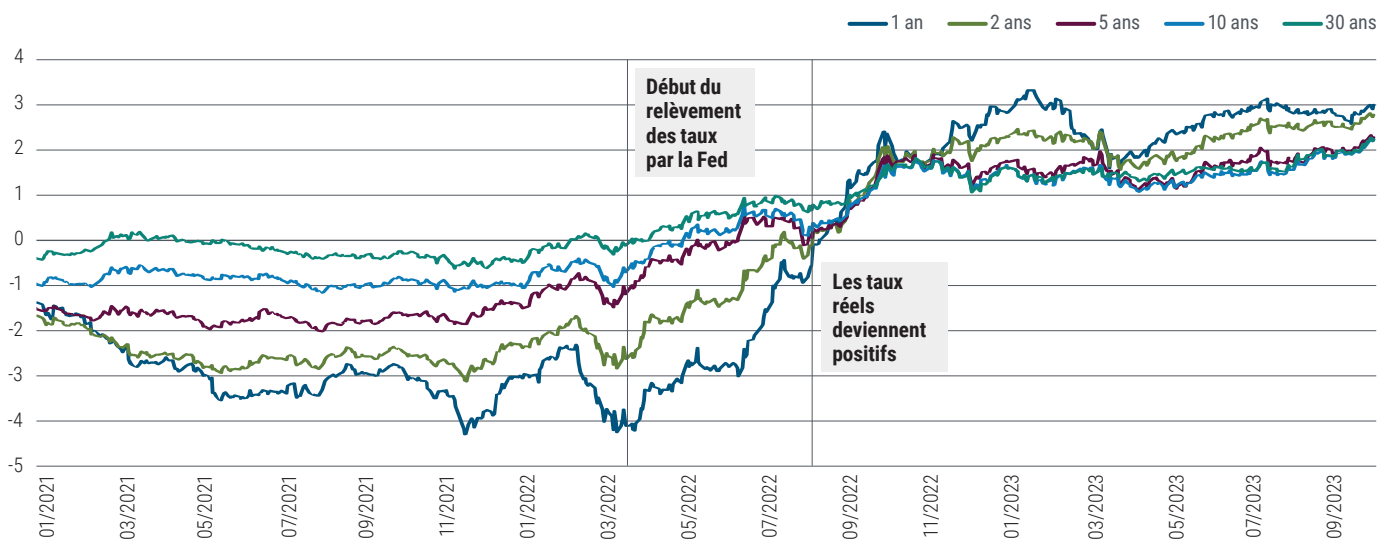
Nous tablons sur une inflation core de 2,5 à 3 % aux États-Unis et en Europe fin 2024.

Selon nous, la baisse de la croissance et la hausse du chômage devraient soutenir la désinflation, favorisée également par d'autres facteurs.

Après s'être montrées résilientes, les économies devraient selon nous connaître une baisse de régime lorsque la croissance mondiale ralentira plus tard dans l'année et en 2024.

Figure 2 : Les taux réels américains ne sont positifs que depuis la fin de l'année 2022

Taux réels américains, en %



Source : PIMCO, Bloomberg au 29 septembre 2023

3) UN ATTERRISSAGE EN DOUCEUR SERAIT UNE ANOMALIE

Il convient de noter qu'il est rare que les banques centrales parviennent à un atterrissage en douceur – ou à éviter une récession – lorsque l'inflation est élevée au début d'un cycle.

Nous avons analysé 140 cycles de resserrement dans les pays développés depuis les années 1960 jusqu'à aujourd'hui. Lorsque les banques centrales ont relevé leurs taux directeurs de 400 points de base (pb) ou plus – comme l'ont fait plusieurs d'entre elles au cours du cycle actuel, notamment la Réserve fédérale américaine (Fed), la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre (BOE) –, la quasi-totalité de ces hausses se sont soldées par une récession.

Notamment, les meilleurs résultats économiques obtenus lors des précédents cycles de hausse ont souvent été liés à un accroissement de l'offre. La normalisation de la chaîne d'approvisionnement à l'issue de la pandémie pourrait y contribuer, de même qu'un éventuel boom de la productivité alimenté par l'IA. Toutefois, il reste à savoir dans quelle mesure ces facteurs contribueront à stimuler la productivité au cours de notre horizon cyclique.

Des conditions de départ saines en ce qui concerne les bilans des ménages et des entreprises, ainsi que des politiques de stabilité financière proactives – mises en évidence par l'intervention de la Banque d'Angleterre dans la crise du LDI, ou par l'extension rapide des garanties bancaires par la Federal Deposit Insurance Corporation aux États-Unis dans des circonstances exceptionnelles au début de l'année – pourraient constituer une autre source d'aide. Ces politiques ont jusqu'à présent permis d'éviter une récession.

Mais l'histoire tend à montrer que des conditions financières tendues engendrent un risque élevé d'accidents sur les marchés financiers, et il existe des zones de vulnérabilité au sein des marchés, telles que le crédit privé, l'immobilier commercial et les prêts bancaires.

Il existe également des risques liés à la Chine. Le pays a connu une reprise plus faible que prévu, en raison des problèmes liés au marché de l'immobilier. L'investissement dans le secteur du logement, qui devait se stabiliser, est ressorti en baisse de 7,5 % en glissement annuel en août, selon le Bureau national des statistiques chinois.

Des mesures de relance supplémentaires semblent nécessaires pour stabiliser le secteur immobilier chinois et

l'économie dans son ensemble. Des mesures de relance insuffisantes ou trop tardives pourraient engendrer des risques. Dans un scénario baissier, la croissance pourrait encore ralentir en 2024 (à 3 %, contre 4,4 % dans notre scénario de base actuel), avec pour conséquence une baisse de la demande chinoise en biens et services mondiaux, ce qui pèserait sur l'économie mondiale.

Le gouvernement a encore la capacité et les moyens d'éviter un tel scénario négatif. La poursuite de l'assouplissement de ses politiques devrait selon nous continuer à soutenir la croissance. De nouvelles mesures de soutien budgétaire, notamment une hausse du déficit du gouvernement central et une augmentation des émissions d'obligations spéciales des gouvernements locaux, pourraient contribuer à stimuler la demande intérieure par le biais de dépenses d'investissement dans les infrastructures ou de réductions d'impôts. Une nouvelle baisse du taux directeur chinois, actuellement à 2,65 %, est selon nous probable. Le gouvernement a récemment appelé à la mise en place de politiques macroéconomiques plus anticycliques afin d'éviter une forte décélération de l'économie.

4) LE RISQUE DE RÉCESSION SEMBLE PLUS ÉLEVÉ QUE LES MARCHÉS NE L'ANTICIPENT

Notre scénario de base table sur une croissance inférieure à la moyenne et une baisse de l'inflation. Les marchés, et les actifs à risque en particulier, semblent être évalués en fonction d'un scénario de « désinflation immaculée », dans lequel la croissance reste solide et l'inflation de base se rapproche assez rapidement des objectifs des banques centrales. Les valorisations établies sur cette base traduisent selon nous une certaine complaisance.

Nous nous attendons à ce que la croissance ralentisse à des degrés divers dans les pays développés au cours des prochains trimestres, principalement dans les pays les plus sensibles aux taux d'intérêt. L'Europe et le Royaume-Uni semblent également vulnérables en raison de leurs liens commerciaux avec la Chine et des effets persistants du choc énergétique sur les termes de l'échange et les investissements. La croissance américaine devrait également ralentir, oscillant entre stagnation et légère récession.

Nous anticipons une hausse des taux de chômage plus marquée que ne le prévoient le consensus et les banques centrales – d'environ un point de pourcentage aux États-Unis et d'un peu moins en Europe.

5) LES TRAJECTOIRES MONÉTAIRES SONT APPELÉES À DIVERGER

L'ampleur du ralentissement attendu reste incertaine et variera d'une économie à l'autre.

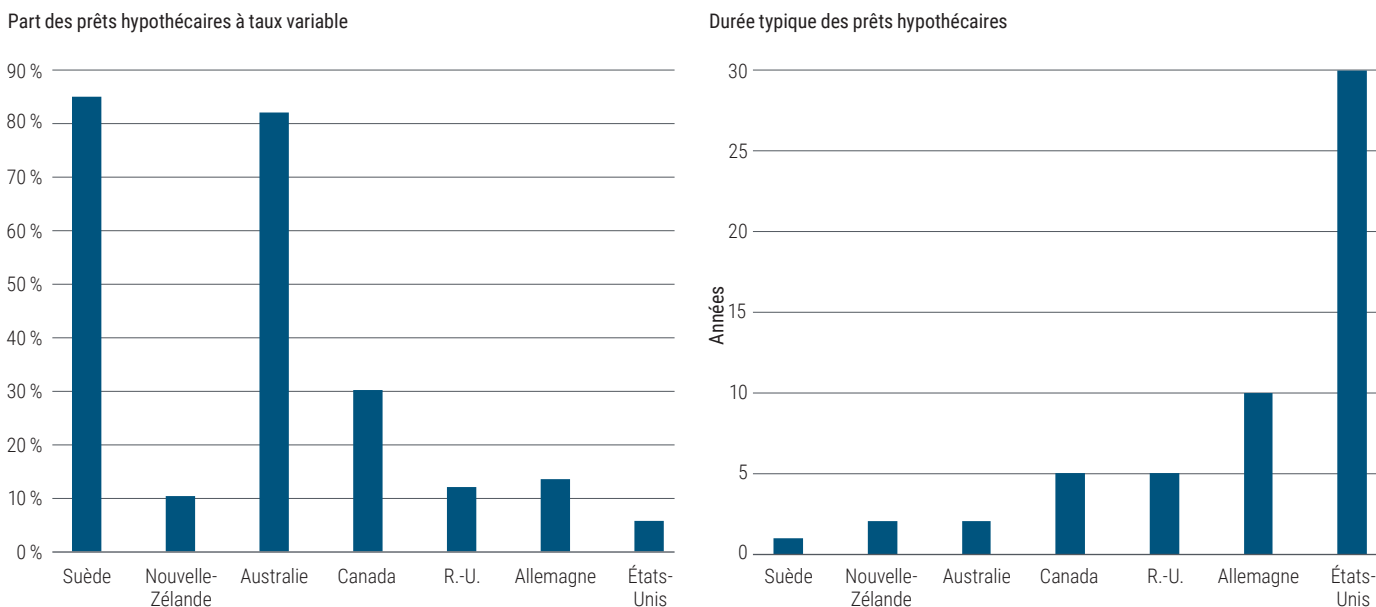
Au vu de la baisse relativement progressive de l'inflation, il est peu probable que les banques centrales interviennent rapidement pour relancer la croissance. Selon nous, les principales banques centrales – notamment la Fed, la BCE et la Banque d'Angleterre – arrivent au terme de leur cycle de resserrement ou en sont très proches, mais elles abaisseront sans doute leurs taux avec prudence compte tenu de leur mandat de contrôle de l'inflation.

Les politiques monétaires devraient selon nous évoluer en ordre très dispersé. Les économies plus sensibles aux taux, comme l'Australie, la Nouvelle-Zélande et le Canada, au sein desquelles l'endettement des ménages est généralement plus élevé et la part des prêts hypothécaires à taux variable plus importante (voir figure 3), pourraient être plus durement touchées. La normalisation des taux dans ces pays pourrait intervenir plus rapidement que ce que les prix du marché ne laissent entendre.

Par ailleurs, la Banque populaire de Chine (PBOC) continue d'abaisser son taux directeur, quoique modestement. La Banque du Japon (BOJ) devrait selon nous aller à contre-courant en relevant son taux directeur l'an prochain, compte tenu d'une tendance inflationniste plus marquée que par le passé.

Nous entrevoyons d'importantes divergences sur les marchés émergents, les banques centrales les plus orthodoxes, comme celles du Brésil et du Mexique, qui ont procédé à des relèvements précoces (dans de nombreux cas avant la Fed), restant à même d'assouplir leur politique relativement rapidement. D'autres banques centrales, notamment celles de la Pologne et de la Turquie, ont en revanche une marge de manœuvre plus restreinte.

Figure 3 : La structure des prêts hypothécaires peut varier considérablement d'un pays à l'autre



Sources pour les prêts à taux variable : Australian Bureau of Statistics, Banque du Canada, Banque d'Angleterre, Banque centrale européenne, U.S. Federal Housing Finance Agency, Reserve Bank of New Zealand, au mois d'août 2023 (Royaume-Uni, Nouvelle-Zélande), de juillet 2023 (Suède, Australie, Canada, Allemagne) et de juin 2023 (États-Unis). Sources pour les échéances les plus courantes : Reserve Bank of Australia (RBA), Commission européenne, Fitch Ratings, Morgan Stanley Research, au mois de septembre 2023.

Recommandations d'investissement : de solides perspectives pour les obligations dans tous les scénarios

Selon notre scénario de base, l'inflation devrait continuer de baisser pour se rapprocher des objectifs des banques centrales, même si les pressions salariales mettent plus de temps à s'atténuer.

Bien qu'il s'agisse de notre base de référence, nous prenons en compte les risques relatifs liés à d'autres scénarios lorsque nous formulons nos conclusions en matière d'investissement, et nous continuons de veiller à construire des portefeuilles permettant d'atténuer les surprises, tant à la hausse qu'à la baisse. Ces autres scénarios vont d'un « atterrissage brutal » (chute rapide de la croissance et de l'inflation) à une « nouvelle surchauffe » (maintien d'une croissance solide et nouvelle accélération de l'inflation).

Nous identifions trois thèmes d'investissement clés :

1) LES PERSPECTIVES DES MARCHÉS OBLIGATAIRES SEMBLENT ATTRAYANTES À L'AUNE DES RENDEMENTS DE DÉPART ET DES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

Nous pensons que la croissance et l'inflation ont atteint des sommets et que le risque de récession est plus important que ce qu'anticipent les marchés, ce qui est de bon augure pour les performances obligataires. Après leur récente hausse, les rendements de départ, qui présentent historiquement une forte corrélation avec les performances, sont très attractifs, les rendements réels et nominaux se situant à des niveaux inégaux depuis au moins dix ans (voir figure 4).

Figure 4 : Taux nominaux et réels à 10 ans dans les pays développés



Source : PIMCO, Bloomberg au 2 octobre 2023. Taux réels britanniques ajustés pour être présentés sur la base de l'IPC. Tous les taux se réfèrent aux emprunts d'État à 10 ans.

Les fonds obligataires de qualité affichent aujourd'hui un rendement de 5 à 8 %, ce qui semble très intéressant par rapport aux rendements attendus des actions et offre une protection contre le risque baissier en cas de récession. Les rendements élevés que procurent actuellement les obligations semblent attrayants même si la baisse de l'inflation ne devait pas dépasser la limite haute de nos prévisions, et ils peuvent fournir aux investisseurs une plus grande assurance face à l'incertitude.

Nous nous attendons également à ce que les obligations et les actions retrouvent leur corrélation inverse plus habituelle – selon laquelle les obligations affichent de bonnes performances lorsque les actions sont à la peine, et vice versa – à mesure que l'inflation se rapprochera des objectifs des banques centrales au cours de l'année à venir.

L'incertitude accrue sur le front de l'inflation et les préoccupations relatives à la dette publique, telles que la crise du LDI au Royaume-Uni et l'abaissement de la note de crédit des États-Unis par Fitch le 1er août 2023, devraient contribuer à rétablir des primes à terme correctes (une mesure de la rémunération offerte par les obligations à long terme par rapport à celles à court terme) dans les pays développés. À titre d'exemple, la prime à terme des bons du Trésor américain à 10 ans mesurée par la Fed de New York a atteint un niveau positif le mois dernier, pour la première fois depuis plus de deux ans.

Nous estimons que r^* se maintiendra à des niveaux similaires à ceux observés avant la pandémie, ce qui devrait contribuer à ancrer les rendements obligataires et, combiné à une hausse des primes à terme, conduire à une nouvelle pentification des courbes de taux au fil du temps.

2) NOUS METTONS L'ACCENT SUR LES OPPORTUNITÉS MONDIALES ET LES SOURCES DIVERSIFIÉES DE RISQUE ET DE RENDEMENT PARMIS LES OBLIGATIONS

L'impact de la politique monétaire, de la politique budgétaire et du tarissement de l'épargne excédentaire se fera sentir à des rythmes différents d'un pays à l'autre. Les prix de l'énergie, la guerre entre la Russie et l'Ukraine et l'exposition à la Chine auront des répercussions différentes localement. Dans ce contexte, nous nous attendons à ce que les rendements des obligations de qualité soient plus contrastés selon les pays.

Les rendements des obligations internationales sont très attrayants aujourd'hui et semblent déjà élevés par rapport aux niveaux que nous anticipons sur l'horizon cyclique et au-delà. Nous prévoyons de continuer à surpondérer la sensibilité aux taux et de l'augmenter en cas de nouvelle hausse des rendements.

Historiquement, les obligations ont affiché des rendements corrigés du risque plus élevés dans un contexte de diversification à l'échelle mondiale.

Les États-Unis ont mené la hausse des rendements au cours des dernières semaines, et la sensibilité aux taux américains – une mesure de la sensibilité d'une obligation aux mouvements des taux d'intérêt – offre en elle-même un potentiel de rendement attrayant. Nous identifions également de très bonnes opportunités dans d'autres régions, comme l'Australie, le Canada, l'Europe et le Royaume-Uni, compte tenu des différences existant en termes de sensibilité aux taux d'intérêt et de politique de resserrement quantitatif, mais aussi de l'élimination des avoirs obligataires des bilans des banques centrales.

Le cycle de baisse des taux pourrait selon nous se dérouler selon des calendriers différents, les banques centrales fixant des seuils de resserrement différents en fonction de la dynamique de l'inflation et du marché de l'emploi.

Après des décennies de croissance et d'inflation atones, la Banque centrale du Japon poursuit l'abandon de sa politique de contrôle de la courbe des taux (PCC) et relèvera probablement ses taux alors que d'autres banques centrales les réduisent. Les rendements japonais pourraient selon nous augmenter.

La diversification des positions en termes de sensibilité aux taux et de positionnement sur la courbe des rendements présente de nombreux avantages, car elle peut permettre aux investisseurs de viser des rendements corrigés du risque plus élevés. Historiquement, la diversification à l'échelle mondiale a permis d'obtenir des rendements plus élevés par unité de volatilité, ce qui revêt une importance particulière dans le contexte actuel, compte tenu de la divergence des rendements attendus et des risques entourant notre scénario de base.

3) NOUS DEVONS NOUS POSITIONNER EN FONCTION D'UN LARGE ÉVENTAIL DE RÉSULTATS MACROÉCONOMIQUES ET BOURSIERS

Nous reconnaissons et surveillons l'éventail des risques qui entourent notre scénario de base, et nous devons gérer nos portefeuilles en conséquence, ce qui implique de conserver un certain niveau de flexibilité et de liquidité, tout en mettant l'accent sur la valeur relative des opportunités d'investissement. Dans l'ensemble, nous pensons que l'environnement reste très favorable aux obligations de qualité.

Dans le contexte actuel, les liquidités peuvent être intéressantes, compte tenu de leurs rendements à court terme élevés en comparaison historique et de la possibilité de les réinvestir en fonction des opportunités qui se présentent. Mais cette flexibilité s'accompagne de risques : les rendements des liquidités sont très fluctuants.

Selon nous, les obligations à sensibilité longue confèrent une plus grande résilience aux portefeuilles, compte tenu des rendements attrayants qu'elles offrent actuellement, lesquels peuvent être bloqués sur un horizon plus long, et de leur potentiel de hausse en cas de récession. Nous pensons que les scénarios de hausse de l'inflation et de ralentissement de la croissance présentent désormais des risques plus symétriques, tandis que les rendements et les valorisations des obligations deviennent de plus en plus attrayants. Compte tenu des risques qui pèsent sur notre scénario de base, les obligations indexées sur l'inflation pourraient renforcer la résilience des portefeuilles face à une inflation plus élevée que prévu.

Nous restons prudents à l'égard du crédit d'entreprise, compte tenu des risques de récession, et continuons de cibler d'une manière générale des titres de meilleure qualité. L'attention portée à certains secteurs peut contribuer à atténuer les incertitudes économiques plus générales.

Nous restons préoccupés par les actifs de crédit d'entreprise de moindre qualité et à taux variable, tels que les prêts

bancaires et certains actifs de crédit privé existants, qui commencent déjà à subir la pression exercée par la hausse des taux.

Dans bon nombre de nos stratégies, nous nous attacherons à mettre l'accent sur les titres adossés à des créances hypothécaires d'agences américaines (MBS), en raison de leur qualité élevée, de leur garantie gouvernementale, de leur forte liquidité et de leur valorisation attrayante. Dans le domaine du crédit, nous privilégions également les investissements titrisés et le crédit structuré.

Les taux d'intérêt élevés, la situation bilantaire difficile des banques et les pressions réglementaires créent des opportunités attrayantes dans le domaine des prêts privés à la consommation et autres. Le contexte est selon nous très favorable aux investissements opportunistes sur le marché privé, notamment dans le crédit d'entreprise et l'immobilier.

Certains pays émergents offrent selon nous de solides avantages en termes de diversification, compte tenu de leurs progrès dans la lutte contre l'inflation et des niveaux actuels des taux réels. Comme dans les pays développés, nous nous attendons à ce que la désinflation s'opère à des rythmes variables dans les pays émergents. Certaines banques centrales de pays émergents affichant des taux réels élevés et une inflation en baisse ont déjà commencé à assouplir leur politique et dans de nombreux pays émergents, l'inflation a baissé plus rapidement que dans les pays développés.

En conséquence, le contexte économique de nombreux pays émergents est déjà favorable à la croissance, à une hausse du prix des actifs et à une appréciation des devises. Cela dit, la croissance des pays émergents pourrait encore se heurter à des difficultés en 2024, car la croissance chinoise reste terne et l'impact du resserrement de la politique monétaire mondiale commence à se faire sentir.

Nous sommes globalement neutres sur le dollar américain, compte tenu de sa récente vigueur, et privilégions le portage dans le cadre des opérations de change.

À propos de nos forums

PIMCO est un leader mondial de la gestion obligataire active, jouissant d'une expertise de pointe sur les marchés de la dette cotée et non cotée. Notre processus d'investissement se fonde sur nos Forums séculaires et cycliques. Quatre fois par an, nos spécialistes de l'investissement venus du monde entier se réunissent pour débattre de la situation sur les marchés mondiaux et de l'économie mondiale, ainsi que pour identifier les tendances qui auront, selon nous, d'importantes implications en termes d'investissement. Lors de ces échanges nourris, nous appliquons les principes de la science comportementale afin de maximiser l'échange d'idées, de remettre en question nos hypothèses, de contrer les biais cognitifs et de générer des opinions inclusives.

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

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

Tout type d'investissement comporte des risques et peut perdre de sa valeur. L'investisseur sur le **marché obligataire** s'expose à certains risques au nombre desquels un risque de marché, de taux, de signature, de crédit, d'inflation et de liquidité. La valeur de la plupart des obligations et stratégies obligataires est affectée par les variations de taux d'intérêt. Les obligations et les stratégies obligataires assorties de sensibilités plus longues ont tendance à être plus sensibles et plus volatiles que celles qui affichent des sensibilités plus courtes. De façon générale, les prix des obligations chutent quand les taux d'intérêt augmentent, un risque renforcé par les contextes de taux d'intérêt bas. La réduction des capacités des contreparties obligataires peut contribuer à un assèchement de la liquidité sur le marché et à une volatilité accrue au niveau des prix. La valeur des investissements obligataires peut être supérieure ou inférieure à leur coût d'achat à la date de cession. L'investissement dans **des titres libellés en devise étrangère et/ou domiciliés à l'étranger** peut entraîner des risques plus élevés en raison des fluctuations de change et des risques économiques et politiques potentiellement plus élevés dans les marchés émergents. Les **titres adossés à des hypothèques et 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 agences gouvernementales ou des entités privées, rien ne dit que ces derniers honoreront leurs engagements. Les références à des titres adossés à des crédits hypothécaires émis ou non par des agences se rapportent à des prêts hypothécaires émis aux États-Unis. Les **titres adossés à des crédits hypothécaires d'agences gouvernementales américaines** émis par Ginnie Mae (GNMA) bénéficient de la pleine garantie du gouvernement américain. Les titres émis par Freddie Mac (FHLMC) et Fannie Mae (FNMA) sont assortis d'une garantie de l'agence émettrice quant au remboursement à l'échéance du principal et des intérêts, mais ne bénéficient pas de la pleine garantie du gouvernement américain. Le **crédit privé** implique un investissement dans des titres non cotés en bourse qui peuvent être sujets à un risque d'illiquidité. Il se peut que les portefeuilles qui investissent dans le crédit privé fassent appel à l'effet de levier et qu'ils adoptent des pratiques d'investissement spéculatives accroissant le risque de perte d'investissement. La **valeur des biens immobiliers** et des portefeuilles investis en biens immobiliers peut fluctuer en fonction des pertes liées aux sinistres ou expropriations, des variations des conditions économiques locales et globales, de l'offre et de la demande, des taux d'intérêt, des taxes foncières, des restrictions applicables aux loyers, des lois sur l'occupation des sols et des dépenses opérationnelles. Les **produits dérivés** peuvent comporter certains coûts et risques, comme les risques de liquidité, de taux, de marché, de crédit et de gestion ainsi que le risque qu'une position ne puisse être liquidée au moment le plus opportun. Un investissement en produits dérivés peut générer une perte supérieure au montant investi. Le **risque de gestion** est le risque que les techniques d'investissement et les analyses de risque utilisées par un gérant ne produisent pas les résultats attendus et que certaines politiques ou certains développements puissent affecter les techniques d'investissement à la disposition du gérant pour mettre en œuvre sa stratégie. 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. La **diversification** ne constitue pas une garantie contre les pertes.

Les prévisions, estimations, ainsi que certaines informations contenues dans le présent document s'appuient sur des recherches internes et ne doivent nullement être interprétées comme un conseil d'investissement, une offre ou une invitation, ni comme un achat ou une vente d'un instrument financier quel qu'il soit. Les prévisions et estimations comportent quelques limites inhérentes et, contrairement à un historique de performance, ne reflètent pas les échanges, les contraintes de liquidité, les commissions et/ou autres coûts effectifs. Par ailleurs, les références à des résultats futurs ne peuvent être interprétées comme une estimation ou une promesse de résultats pour le portefeuille d'un client.

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

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

PIMCO Europe Ltd (n° d'enregistrement 2604517, 11 Baker Street, Londres W1U 3AH, Royaume-Uni) est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority (FCA) (12 Endeavour Square, Londres E20 1JN) au Royaume-Uni. Les services fournis par PIMCO Europe Ltd ne sont pas disponibles pour les investisseurs particuliers, qui ne doivent pas se fier à cette communication mais contacter leur conseiller financier. **PIMCO Europe GmbH (n° d'enregistrement 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 Munich, Allemagne)**, **PIMCO Europe GmbH Italian Branch (n° d'enregistrement 10005170963, Corso Vittorio Emanuele II, 37/Piano 5, 20122 Milan, Italie)**, **PIMCO Europe GmbH Irish Branch (n° d'enregistrement 909462, 57B Harcourt Street, Dublin D02 F721, Irlande)**, **PIMCO Europe GmbH UK Branch (n° d'enregistrement FC037712, 11 Baker Street, Londres W1U 3AH, Royaume-Uni)**, **PIMCO Europe GmbH Spanish Branch (N.I.F. W2765338E, Paseo de la Castellana 43, Oficina 05-111, 28046 Madrid, Espagne)** et **PIMCO Europe GmbH French Branch (n° d'enregistrement 918745621 R.C.S. Paris, 50-52 Boulevard Haussmann, 75009 Paris, France)** sont autorisées et réglementées par l'Autorité fédérale de supervision financière (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Francfort-sur-le-Main) en Allemagne, conformément à la Section 15 de la loi allemande sur les institutions de valeurs mobilières (WpIG). Les succursales italienne, irlandaise, britannique, espagnole et française sont en outre soumises à la supervision de : (1) succursale italienne : la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) (Giovanni Battista Martini, 3 - 00198 Rome), conformément à l'article 27 de la loi financière consolidée italienne ; (2) succursale irlandaise : la Banque centrale d'Irlande (New Wapping Street, North Wall Quay, Dublin 1 D01 F7X3), conformément au règlement 43 du règlement de l'Union européenne (marchés d'instruments financiers) de 2017, tel que modifié ; (3) succursale britannique : la Financial Conduct Authority (FCA) (12 Endeavour Square, Londres E20 1JN) ; (4) succursale espagnole : la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (Edison, 4, 28006 Madrid), conformément aux obligations énoncées dans les articles 168 et 203 à 224, ainsi qu'aux obligations énoncées dans la partie V, section I de la loi espagnole sur le marché des valeurs mobilières (LSM) et dans les articles 111, 114 et 117 du décret royal 217/2008, respectivement ; et (5) succursale française : l'ACPR/la Banque de France (4 Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09), conformément à l'article 35 de la directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers et sous la surveillance de l'ACPR et de l'AMF. Les services fournis par PIMCO Europe GmbH sont réservés aux clients professionnels, tels que définis à la section 67, paragraphe 2, de la loi allemande relative à la négociation de valeurs mobilières (WpHG). Ils ne s'adressent pas aux investisseurs privés, auxquels la présente communication n'est d'ailleurs pas destinée. **PIMCO (Schweiz) GmbH (enregistrée en Suisse sous le numéro CH-020.4.038.582-2, Brandschenkestrasse 41 Zurich 8002, Suisse)**. Les services fournis par PIMCO (Schweiz) GmbH ne s'adressent pas aux investisseurs particuliers, auxquels la présente communication n'est d'ailleurs pas destinée et à qui il est conseillé de s'adresser à un conseiller financier. PIMCO est une marque d'Allianz Asset Management of America LLC aux États-Unis et ailleurs. © 2023