



PERSPECTIVES
CYCLIQUES

JANVIER 2024

Gérer la décélération

Face à des perspectives économiques mondiales toujours ternes, et alors que les marchés actions anticipent un atterrissage en douceur, les obligations offrent des rendements attrayants et une certaine résilience face à de nombreux scénarios possibles.



Auteurs :**Tiffany Wilding**

Directeur général
Économiste

Andrew Balls

Chief Investment Officer
Global Fixed Income

Au terme du cycle de hausse des taux d'intérêt le plus marqué depuis des décennies, l'évolution de l'activité économique mondiale reste difficile à cerner. Aussi est-il particulièrement important de respecter les risques et de s'attacher à construire des portefeuilles à même d'offrir de bons résultats dans diverses conditions.

Après avoir fait preuve d'une résilience surprenante en 2023, les principales économies devraient selon nous marquer le pas, voire se contracter légèrement en 2024. La vigueur exceptionnelle de l'économie américaine devrait s'estomper au cours de notre horizon cyclique de six à douze mois, tandis que les pays dont les marchés sont plus sensibles aux taux d'intérêt connaîtront sans doute un ralentissement plus net.

Au vu de la détente de l'inflation, le cycle de relèvement des taux des banques centrales des pays développés touche probablement à sa fin. Aussi l'attention se porte-t-elle désormais sur le calendrier et le rythme des éventuelles baisses de taux.

Historiquement, les banques centrales ne réduisent généralement pas leurs taux avant les récessions, mais ne les assouplissent qu'après l'apparition de conditions récessionnistes, en opérant alors des baisses plus importantes que celles anticipées par les marchés. À plus long terme, nous continuons de penser que les taux directeurs neutres diminueront pour atteindre des niveaux similaires ou légèrement supérieurs à ceux observés avant la pandémie.

Faisant écho aux commentaires du président de la Réserve fédérale Jerome Powell, nous pensons que les risques haussiers entourant l'inflation et les risques baissiers concernant la croissance sont devenus plus symétriques. Toutefois, les risques de récession restent selon nous élevés en raison de la stagnation de la croissance de l'offre et de la demande dans l'ensemble des pays développés. Après le rebond observé sur de nombreux marchés financiers fin 2023, les actifs risqués semblent anticiper un atterrissage en douceur de l'économie et pourraient sous-estimer les risques à la hausse et à la baisse.

Avec des valorisations attrayantes et des rendements toujours proches de leurs plus hauts depuis 15 ans, les marchés obligataires peuvent offrir un large éventail d'opportunités susceptibles de résister à de multiples scénarios macroéconomiques.

Sur les marchés du crédit, nous continuons à privilégier les titres adossés à des créances hypothécaires d'agences américaines et d'autres actifs de qualité garantis par des sûretés, qui offrent à la fois des rendements attrayants et une bonne résistance au risque baissier. La tendance des banques à se détourner de certains types de prêts devrait persister et offrir des opportunités dans le domaine du financement sur actif et spécialisé sur les marchés privés.

Nous entrevoyons également des opportunités exceptionnellement intéressantes au niveau mondial, avec un potentiel de surperformance par rapport aux obligations américaines en raison de risques de ralentissement économique plus importants. Si nous privilégions les marchés développés plus liquides en raison de leurs rendements attrayants, nous nous efforcerons également de puiser de la valeur dans la dette émergente.

Les rendements des liquidités restent élevés, mais les investisseurs peuvent être perdants s'ils conservent de la trésorerie trop longtemps. Le rebond du marché obligataire fin 2023 a montré qu'ils peuvent obtenir un rendement total plus intéressant en se tournant vers les obligations à moyen terme de qualité – grâce à la fois au rendement offert par ce segment du marché et à la hausse des prix – sans s'exposer à un risque de taux d'intérêt plus important en investissant dans des obligations à long terme.



Perspectives économiques : après une année 2023 résiliente, place à la stagnation en 2024

L'activité économique a mieux résisté que prévu en 2023, malgré le resserrement agressif de la politique monétaire des banques centrales, les difficultés du secteur bancaire et les tensions géopolitiques.

Plusieurs facteurs y ont contribué : la politique monétaire restrictive a entraîné une hausse des coûts d'emprunt sans pour autant provoquer un resserrement généralisé des conditions financières. L'intervention rapide des pouvoirs publics a permis d'enrayer les tensions engendrées par les faillites des banques régionales. Les entreprises ont affiché des marges généralement saines et la consommation s'est montrée résiliente, tandis que la résorption des goulets d'étranglement de la chaîne d'approvisionnement mondiale, conjuguée à un redressement de l'offre de main-d'œuvre, a contribué à freiner l'inflation.

Cette année, en revanche, la croissance américaine devrait évoluer de manière plus similaire à celle du reste des économies développées, dans le sens d'une stagnation, voire d'une légère contraction. Les réserves d'épargne réelles devraient bientôt retrouver leurs niveaux d'avant la pandémie, l'inflation ayant érodé la richesse totale des ménages en valeur nominale. En outre, l'impact économique croissant de la hausse des coûts d'emprunt laisse présager d'un resserrement budgétaire dans l'ensemble des pays développés.

Par ailleurs, il semble peu probable que les taux de participation au marché du travail continuent de s'améliorer. Du fait des retards de mise en œuvre, les avantages en termes de productivité induits par les nouvelles technologies, telles que l'intelligence artificielle générative, ne se feront probablement sentir qu'à plus long terme.



Les économies dans lesquelles les marchés de la dette à taux variable sont plus sensibles aux taux d'intérêt (Australie, Canada, Nouvelle-Zélande et Suède, par exemple) devraient ralentir plus rapidement, en raison principalement d'une croissance plus faible de la consommation. La sensibilité du Royaume-Uni et de l'Europe aux taux d'intérêt est également plus marquée qu'au États-Unis et ces régions semblent en outre vulnérables en raison des liens commerciaux qu'entretient l'Europe avec la Chine, où la croissance reste également faible, mais aussi des effets persistants du choc énergétique consécutif à l'invasion de l'Ukraine par la Russie sur les termes de l'échange et l'investissement, ainsi que de la perspective d'un resserrement budgétaire légèrement plus marqué.

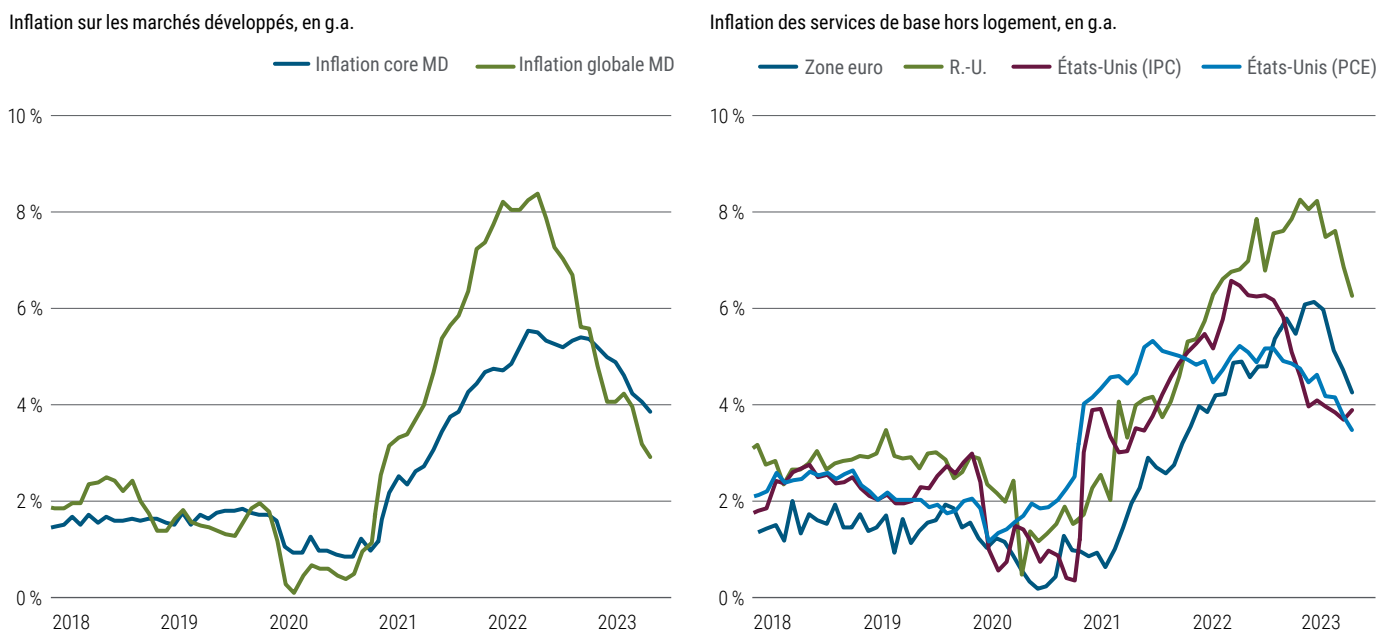
PERSPECTIVES EN TERMES DE POLITIQUE MONÉTAIRE : L'ASSOULISSEMENT N'EST PAS ENCORE POUR TOUT DE SUITE

Tout porte à croire que les banques centrales des pays développés sont arrivées au terme de leurs cycles haussiers respectifs. Les investisseurs s'attendent désormais à les voir assouplir leur politique monétaire, et s'interrogent notamment sur le calendrier et le nombre des baisses de taux qui pourraient intervenir.

Historiquement, les banques centrales n'ont pas réduit leurs taux avant les récessions. Le plus souvent, les baisses de taux coïncident davantage avec une hausse du chômage et une diminution de l'écart de production, lorsque l'économie est déjà en récession. Dans les rares cas où une banque centrale a abaissé ses taux en l'absence de récession, l'inflation avait clairement atteint un sommet, tandis que le taux de chômage remontait vers sa moyenne à long terme après être tombé à un niveau particulièrement bas.

Aujourd'hui, les indicateurs d'inflation sous-jacente et globale ont à l'évidence atteint des sommets (voir figure 1), tandis que les taux de chômage repartent à la hausse après la correction des déséquilibres du marché du travail dans la plupart des pays. Néanmoins, les marchés de l'emploi restent tendus et le recul de l'inflation est moins perceptible dans les secteurs des services de base sensibles aux variations de salaires.

Figure 1 : Les indicateurs d'inflation ont sensiblement ralenti, mais de manière moins marquée dans les catégories de services sensibles aux variations de salaires



Source : Haver Analytics et calculs de PIMCO, au 30 novembre 2023. Les chiffres relatifs aux marchés développés sont des agrégats pondérés par le PIB de la zone euro, du Royaume-Uni, des États-Unis, du Canada et du Japon.

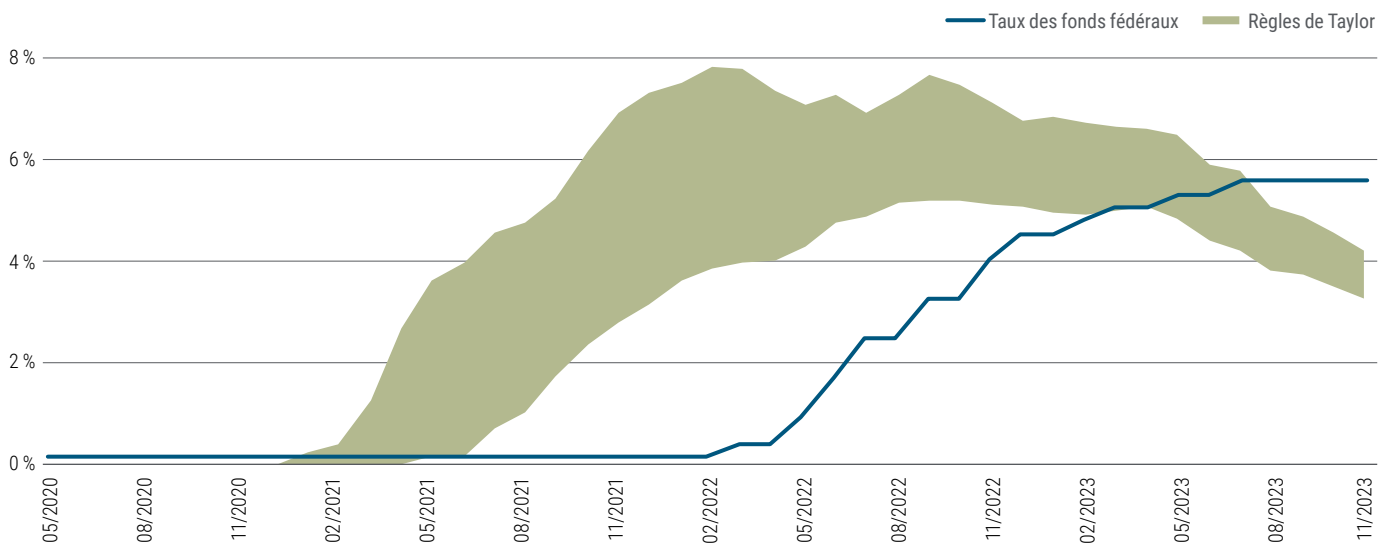
Le boom de l'immigration dans les pays développés, stimulé par la réouverture des frontières après la pandémie et les conflits géopolitiques, a également compliqué les décisions en matière de politique monétaire, sachant que l'inadéquation entre les compétences disponibles et les emplois vacants, conjuguée à une offre limitée sur les marchés du logement, peut limiter les effets désinflationnistes de l'augmentation de l'offre potentielle de main-d'œuvre. La crainte d'une nouvelle accélération de l'inflation, semblable à celle observée dans les années 1970, lorsqu'Arthur Burns était à la tête de la Fed, pourrait également inciter les banques centrales à attendre plus longtemps que par le passé avant d'assouplir leur politique.

Estimer le délai que les banques centrales vont s'accorder relève plus de l'art que de la science, même en utilisant des outils économiques éprouvés, comme la règle de Taylor – du nom de l'économiste John Taylor – et ses dérivées, qui sont largement utilisées pour évaluer la relation entre les taux directeurs, l'inflation et la croissance.

Selon des règles simples de type Taylor, la Fed a commencé à relever ses taux avec neuf mois de retard en 2022. Si l'on applique ces mêmes règles aujourd'hui, il apparaît que la Fed est déjà en retard pour assouplir sa politique (voir figure 2). Cependant, ces règles ne sont pas bien adaptées pour prescrire une politique face à des chocs d'offre, et on ne sait pas à quel niveau l'inflation se situera une fois que les effets de la pandémie s'estomperont plus complètement.

Figure 2 : Différentes règles de politique monétaire suggèrent que la Fed a tardé à relever ses taux

Objectif de taux des fonds fédéraux réalisé (limite supérieure) par rapport aux règles de Taylor



Source : Réserve fédérale de Saint-Louis, Haver Analytics et calculs de PIMCO, au 30 novembre 2023. La zone ombrée représente un ensemble de règles de politique monétaire de type Taylor. La plage des règles de Taylor est basée sur « The Monetary-Fiscal Policy Mix and Central Bank Strategy », James Bullard, 12 mai 2023.

Selon nous, la plupart des banques centrales des pays développés devraient commencer à assouplir leur politique vers la mi-2024 (peut-être un peu plus tôt pour la Fed), à l'exception de la Banque du Japon, qui s'en tiendra sans doute à son intention de relever légèrement ses taux cette année.

La conséquence d'un assouplissement monétaire décalé est que lorsque les banques centrales commencent à abaisser leurs taux, elles peuvent le faire de manière plus agressive que les marchés ne l'anticipent. Certes, cela reflète en partie la difficulté qu'ont les prévisionnistes à anticiper les récessions et la tendance des banques centrales à ne pas abaisser leurs taux tant qu'elles ne sont pas convaincues que l'économie est entrée en récession et que le chômage est sur la pente ascendante.

L'ampleur du cycle de resserrement précédent a constitué un bon indicateur de l'importance du cycle d'assouplissement suivant.

Sur un échantillon de 140 cycles de hausse des taux dans 14 pays développés, des années 1960 à aujourd'hui, on observe que les banques centrales ont en moyenne réduit leur taux directeur respectif de 500 points de base (pb) lorsque leur économie est entrée en récession. Lors des cycles de baisse qui n'ont pas coïncidé avec une récession, les banques centrales ont tout de même réduit leurs taux de 200 pb en moyenne au cours de la première année d'assouplissement, soit un rythme de baisse deux fois plus élevé que celui de 25 pb toutes les deux réunions prévu par le Federal Open Market Committee (FOMC) dans sa dernière Synthèse des projections économiques.

En général, l'ampleur du cycle de resserrement immédiatement précédent a constitué un bon indicateur de l'importance d'un cycle d'assouplissement. En outre, nous continuons d'anticiper un retour à un environnement similaire à la période de la Nouvelle Neutralité qui a précédé le choc de la COVID-19, avec des taux directeurs neutres en ligne avec les niveaux d'avant la pandémie, ou légèrement supérieurs, ce qui serait cohérent avec des baisses de taux plus marquées. (Pour plus d'informations, voir notre dernier numéro de *Perspectives séculaires*, « [L'économie d'après chocs](#) ».)

LE SCÉNARIO D'UN ATERRISSAGE EN DOUCEUR N'EST PAS LE SEUL POSSIBLE

L'un des principaux facteurs augurant selon nous d'un risque élevé de récession est que la stratégie de resserrement monétaire prolongé mise en avant par les banques centrales n'a pas souvent coïncidé avec un atterrissage en douceur de l'économie. Lorsque les cycles de hausse des taux n'ont pas précédé des récessions – au milieu des années 1960 et 1980 et dans les années 1990 – les banques centrales ont généralement agi assez rapidement en réduisant leurs taux, car dans le même temps, un choc d'offre positif (expansion du commerce mondial, essor de la productivité et accélération de la production de l'OPEP) contribuait à faire baisser l'inflation.

Les indicateurs d'inflation ont déjà baissé par rapport au pic atteint en 2022 à la faveur de la normalisation des chaînes d'approvisionnement au sortir de la pandémie. Selon nous, l'inflation, tant sous-jacente que globale, continuera de ralentir en 2024, pour s'établir dans une fourchette de 2 à 3 % en glissement annuel dans l'ensemble des pays développés, ce qui, conjugué à une possible accélération du cycle de réduction des taux, devrait renforcer les perspectives d'un atterrissage en douceur.

Pour autant, il faut se garder d'écarter les risques d'inflation ou de récession compte tenu de la perspective réduite de nouvelles améliorations sur le front de l'offre dans le cadre d'une normalisation post-pandémie, parallèlement à un ralentissement de la demande. Dans la mesure où l'on peut s'attendre à ce que la croissance de l'offre et de la demande marque le pas dans l'ensemble des pays développés en 2024, les risques de récession restent, selon nous, plus présents qu'à l'accoutumée.

Les risques d'inflation semblent encore plus prononcés aux États-Unis, où la croissance pourrait demeurer un peu plus résiliente que dans les autres économies développées, en raison de la répercussion relativement lente de la hausse des taux du marché sur les paiements du service de la dette, de l'augmentation de l'épargne excédentaire réelle due à des mesures de relance budgétaire face à la pandémie plus importantes, mais aussi du soutien croissant de la législation précédemment adoptée visant à soutenir les investissements dans les infrastructures, les énergies renouvelables et la chaîne d'approvisionnement, qui pourrait stimuler la demande à court terme avant que les avantages du côté de l'offre ne compensent les pressions inflationnistes.

Recommandations d'investissement : un large éventail d'opportunités à saisir

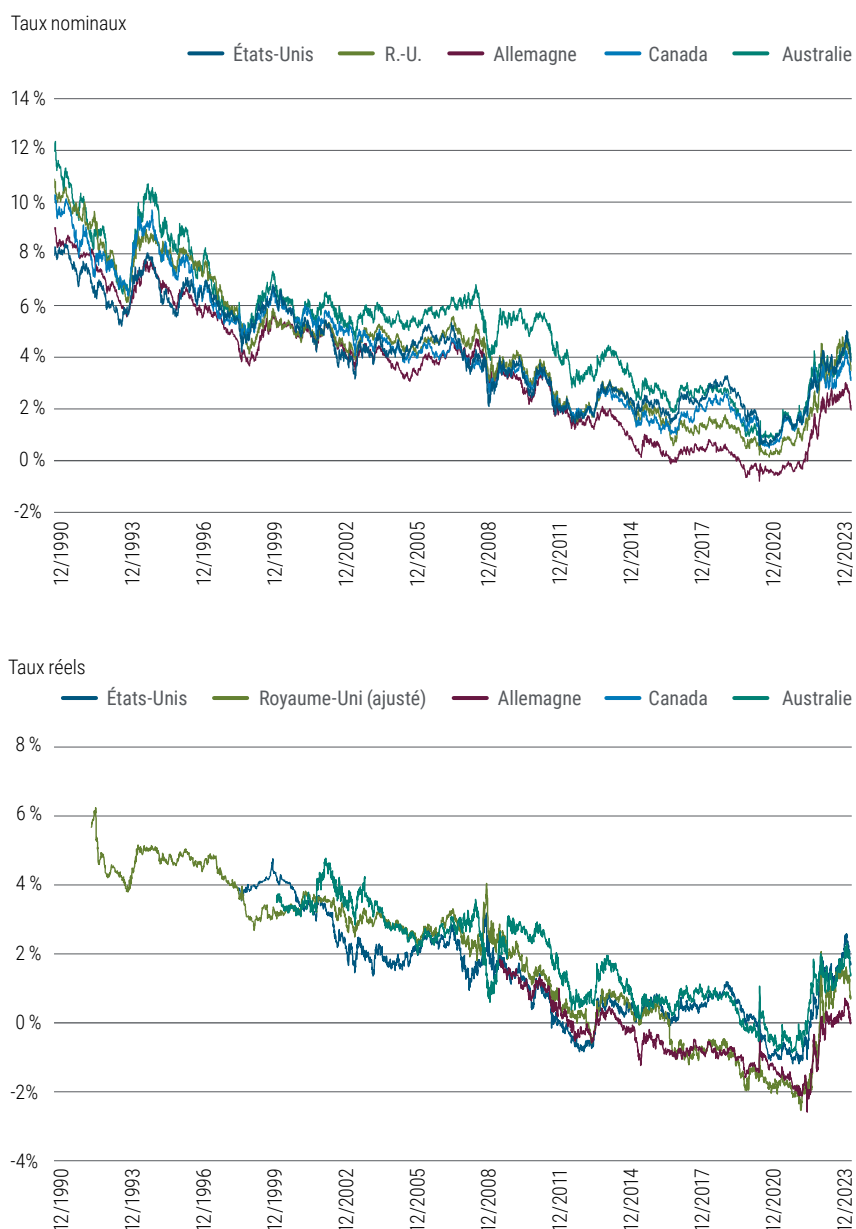
Les obligations nous semblent globalement attrayantes sur notre horizon cyclique, compte tenu de leurs rendements et de leurs valorisations, mais aussi de leur potentiel de résilience dans de multiples scénarios économiques. Cette résilience est d'autant plus importante que les risques géopolitiques et la volatilité des marchés se sont accrues au cours des deux dernières années. Dans la mesure où les obligations de qualité offrent des rendements attrayants, les investisseurs n'ont pas besoin de rogner sur la qualité de crédit.

Les rendements de départ, qui, d'un point de vue historique, présentent une forte corrélation avec les performances, restent proches de leurs plus hauts niveaux depuis 15 ans, offrant à la fois des revenus attrayants et une protection contre le risque baissier.

Les rendements corrigés de l'inflation restent eux aussi élevés, du fait de la poursuite du ralentissement de la hausse des prix (voir figure 3). Nous continuons à considérer les TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities) comme une source de protection contre l'inflation à un prix raisonnable, dans l'éventualité où les risques de hausse de l'inflation venaient à se concrétiser.

Les rendements des liquidités restent élevés, mais ils ne peuvent être engrangés qu'au jour le jour et sont susceptibles de baisser rapidement, en particulier si les banques centrales commencent à réduire leurs taux directeurs. Les investisseurs risquent de faire fausse route en conservant leurs liquidités trop longtemps tout en essayant de prévoir leur retour sur les marchés.

Figure 3 : Taux nominaux et réels à 10 ans dans les pays développés



Source : PIMCO et Bloomberg au 29 décembre 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 courbes de rendement étant exceptionnellement plates aujourd'hui, les investisseurs n'ont pas besoin d'augmenter considérablement la sensibilité aux taux (c.-à-d. la sensibilité aux variations des taux d'intérêt, auxquelles les obligations à long terme sont les plus sujettes) pour débloquer la valeur potentielle. Les obligations d'échéance intermédiaire peuvent aider les investisseurs à obtenir un rendement attrayant tout en offrant un potentiel d'appréciation des prix en cas de rebond des obligations, comme cela s'est produit fin 2023 – et comme c'est souvent le cas dans un contexte de ralentissement économique.

DES RISQUES PLUS SYMÉTRIQUES

Dans l'édition d'octobre de nos *Perspectives cycliques*, intitulée « [Après le pic](#) », nous avons souligné que les rendements des obligations mondiales semblaient à la fois attrayants et élevés par rapport aux niveaux que nous anticipions sur l'horizon cyclique et au-delà. Après la hausse des rendements mondiaux observée au troisième trimestre, principalement aux États-Unis, nous avons fait part de notre intention de maintenir des positions surpondérées en termes de sensibilité aux taux et de les renforcer en cas de nouvelle augmentation des rendements.

À ce stade, il ne nous paraît pas pertinent d'augmenter la sensibilité aux taux d'un point de vue tactique. Nous prévoyons d'adopter un positionnement globalement neutre en la matière après le récent rebond des marchés obligataires, qui a ramené les rendements mondiaux dans la fourchette que nous avons anticipée, et dans un contexte de rééquilibrage des risques d'inflation et de croissance, désormais plus symétriques.

Selon nous, la Fed et les autres banques centrales sont en mesure de réduire leurs taux de manière agressive en cas de ralentissement de la croissance. Cependant, d'après certains scénarios, le récent assouplissement des conditions financières basé sur l'évolution du marché a déjà fait une grande partie du travail pour les banques centrales. Cet assouplissement, conjugué à la vigueur persistante des entreprises et de la consommation, pourrait même provoquer une nouvelle poussée d'inflation.

Dans la mesure où l'interaction entre la communication des banques centrales, les conditions financières et les performances économiques réelles semble appelée à se poursuivre, nous utilisons la planification de scénarios dans le cadre de notre processus de gestion des risques afin de nous positionner par rapport à un large éventail de résultats macroéconomiques et de marché.

Au vu des valorisations actuelles, les obligations conservent selon nous leur attrait.

DES OPPORTUNITÉS INDÉPENDAMMENT DES RÉSULTATS ÉCONOMIQUES

Les préoccupations budgétaires devraient persister, tant aux États-Unis qu'à l'échelle mondiale. Selon nous, la partie longue de la courbe pourrait connaître de nouveaux accès de faiblesse face à l'inquiétude suscitée par l'accroissement de l'offre, comme cela s'est produit à la fin de l'été, lorsque les émissions obligataires se sont multipliées afin de financer les importants déficits budgétaires. Aussi prévoyons-nous d'adopter un biais en faveur d'une pentification dans nos portefeuilles, marqué par une surpondération du segment 5-10 ans au niveau mondial et une sous-pondération de celui à 30 ans.

Au vu des valorisations actuelles, les obligations restent selon nous attrayantes par rapport aux actions (pour plus d'informations, voir la dernière édition de nos *Perspectives pour l'allocation d'actifs*, intitulée « [Les obligations en vedette](#) »), et elles peuvent continuer à offrir des avantages en termes de corrélation et de diversification dans les portefeuilles. En outre, les rendements obligataires sont généralement moins dépendants de résultats économiques positifs.

Par exemple, si les conditions économiques actuelles persistent, les obligations pourraient générer des rendements similaires à ceux des actions sur la base des niveaux de rendement de départ actuels. En cas d'entrée en récession de l'économie, les obligations feront sans doute mieux que les actions. Un scénario de réaccélération de l'inflation imposant aux banques centrales de relever à nouveau leurs taux pénaliserait probablement aussi bien les obligations que les actions, mais les rendements de départ élevés peuvent constituer un amortisseur potentiel pour les obligations.

En continuant à mettre l'accent sur la liquidité et la flexibilité de nos portefeuilles, nous devrions être en mesure de réagir aux événements à mesure que l'équilibre entre les risques de croissance et d'inflation évolue. La gestion active nous permet de saisir avec plus d'agilité les opportunités de valeur relative qui se présentent.

LES MARCHÉS MONDIAUX POURRAIENT SURPERFORMER

Après avoir relevé leurs taux d'intérêt de manière relativement synchrone, les banques centrales devraient désormais adopter des trajectoires plus divergentes. En termes de sensibilité aux taux, nous continuons de penser que les marchés mondiaux pourraient surperformer les États-Unis, compte tenu du potentiel de résilience relativement plus élevé de l'économie américaine et des risques de baisse supérieurs sur les marchés davantage sensibles aux taux, notamment l'Australie, le Royaume-Uni et la zone euro.

Selon nous, les opportunités offertes par les marchés obligataires mondiaux sont plus attrayantes qu'elles ne l'ont été au cours de la dernière décennie. Les investisseurs disposant de vastes plateformes mondiales ont accès à un ensemble diversifié d'expositions obligataires et à une variété de sources de rendement potentiel.

Nous prévoyons de mettre l'accent sur les marchés développés, globalement plus liquides, étant donné leurs niveaux de rendement attrayants, mais espérons également trouver de bonnes opportunités sur les marchés de la dette émergente, tant locale qu'extérieure. Par ailleurs, nous nous attacherons à surpondérer les devises des pays émergents, en diversifiant les devises de financement afin de réduire la corrélation entre les devises des pays émergents à portage élevé et les actifs à risque mondiaux.

Alors que la communauté des prêteurs est de plus en plus restreinte, les opportunités de prêts basés sur l'actif se multiplient.

PRIORITÉ À LA QUALITÉ DE CRÉDIT

Sur les marchés plus axés sur le crédit, nous continuons à privilégier les titres adossés à des créances hypothécaires d'agences américaines, qui constituent des instruments liquides et de qualité pour exposer les portefeuilles aux spreads de crédit. Nous privilégions également les titres hypothécaires hors agences, les titres adossés à des crédits hypothécaires commerciaux et les titres adossés à des actifs de qualité, compte tenu à la fois des valorisations actuelles et de la protection contre les défauts offerte par ces titres, du fait des garanties dont ils sont assortis.

En ce qui concerne le crédit d'entreprises, nous privilégions les indices de crédit liquides, la dette senior du secteur financier ainsi que les obligations investment grade et à haut rendement de qualité, tout en faisant preuve d'une plus grande prudence à l'égard du crédit de moindre qualité et des secteurs plus sensibles à la conjoncture, tels que les prêts bancaires à taux variable.

Les opportunités attrayantes que nous identifions aujourd'hui sur les marchés publics contrastent avec des perspectives plus nuancées pour le crédit privé, compte tenu de la nécessité de refinancer les prêts dans un environnement d'emprunt plus difficile. Les banques se replient sur elles-mêmes face aux contraintes de liquidité, aux restrictions réglementaires et aux défis liés à la structure des coûts.

Dans des secteurs tels que le crédit privé, l'immobilier commercial et les prêts bancaires, il existe selon nous une distinction importante entre le stock d'actifs existant et le flux de nouvelles opportunités d'investissement. Le stock existant est confronté à de réels défis liés à la hausse des taux d'intérêt et au ralentissement de l'économie, et il reste encore beaucoup à faire pour ramener les actifs privés à des niveaux de prix plus réalistes, fondés sur le marché, en particulier dans les secteurs présentant des faiblesses fondamentales.

Dans le même temps, les opportunités de financement flexible sont devenues plus attrayantes, car les emprunteurs ont besoin de solutions créatives dans un contexte où la communauté des prêteurs est plus restreinte. Les prêts basés sur l'actif en sont peut-être le meilleur exemple à l'heure où, face au retrait des banques, de nombreuses formes de prêts à la consommation et autres pâtissent de déficits de liquidité, notamment aux États-Unis, où les banques cherchent à vendre des actifs, à se décharger de leurs futures obligations de prêt ou à se retirer complètement de certains secteurs d'activité.

Au fil du temps, cette douloureuse période d'ajustement est susceptible d'offrir aux plateformes de prêt bien positionnées de nouvelles opportunités de percevoir des primes adéquates pour les investissements moins liquides. En retour, les marchés privés pourraient afficher des rendements sans précédent depuis la crise financière mondiale. Même dans un contexte d'activité soutenue sur le segment des prêts directs aux entreprises, qui a annulé la majeure partie de l'impact de l'élargissement des spreads observé depuis la mi-2022, il existe toujours un besoin important de solutions flexibles aux problèmes complexes de structure du capital, dont beaucoup pourraient, selon nous, offrir des rendements comparables à ceux des actions à court ou moyen terme.

À propos de nos forums

PIMCO est un leader mondial dans 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 investissement comporte un risque et peut perdre de la valeur. L'investisseur sur le **marché obligataire** s'expose à certains risques au nombre desquels un risque de marché, de taux, de signature, de crédit, d'inflation et de liquidité. La valeur de la plupart des obligations et stratégies obligataires est affectée par les variations de taux d'intérêt. Les obligations et les stratégies obligataires assorties de sensibilités plus longues ont tendance à être plus sensibles et plus volatiles que celles qui affichent des sensibilités plus courtes. De façon générale, les prix des obligations chutent quand les taux d'intérêt augmentent, un risque renforcé par les contextes de taux d'intérêt bas. La réduction des capacités des contreparties obligataires peut contribuer à un assèchement de la liquidité sur le marché et à une volatilité accrue au niveau des prix. La valeur des investissements obligataires peut être supérieure ou inférieure à leur coût d'achat à la date de cession. Les **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 **MBS américains d'agences** 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. Les titres adossés à des créances hypothécaires garantis et non garantis concernent des hypothèques émises aux États-Unis, par des organismes publics ou d'autres émetteurs respectivement. L'investissement dans **titres libellés en devise étrangère et/ou domiciliés à l'étranger** peut entraîner des risques plus élevés en raison des fluctuations de change et des risques économiques et politiques potentiellement plus élevés dans les marchés émergents. Les **taux de change** peuvent fluctuer sensiblement sur de courtes périodes et réduire les performances d'un portefeuille. Les **emprunts bancaires** sont souvent moins liquides que les autres types d'instruments de dette et les conditions générales de marché et financières peuvent avoir un impact sur le remboursement anticipé d'emprunts bancaires. À ce titre, les remboursements anticipés sont difficiles à prévoir avec précision. Rien ne dit que la liquidation d'une garantie d'un emprunt bancaire sécurisé suffirait à honorer l'obligation de l'emprunteur ni que ladite garantie puisse être liquidée. 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 **obligations indexées sur l'inflation (OII)** émises par un gouvernement sont des titres à revenu fixe dont la valeur de remboursement est ajustée périodiquement en fonction du taux d'inflation. Les OII perdent de la valeur lorsque les taux d'intérêt réels augmentent. Les Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) sont des OII émises par le gouvernement américain. Le **risque de gestion** est le risque que les techniques d'investissement et les analyses de risque utilisées par PIMCO ne produisent pas les résultats attendus et que certaines politiques ou certains développements puissent affecter les techniques d'investissement à la disposition de PIMCO 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, Via Turati nn. 25/27 (angolo via Cavalieri n. 4) 20121 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. © 2024