



PERSPECTIVES  
CONJONCTURELLES

2022 OCTOBRE

# Tenir bon face à la pression

Les rendements étant maintenant plus élevés, nous estimons que les obligations offrent une valeur convaincante dans ce contexte macroéconomique difficile.





**Auteurs :**

**Tiffany Wilding**  
Managing Director  
Économiste

**Andrew Balls**  
Chief Investment Officer  
Global Fixed Income

**RÉSUMÉ**

- Nos prévisions cycliques de base tablent sur de légères récessions et une augmentation du chômage sur les grands marchés développés, avec une faible perspective de rebond de la croissance à court terme. Les banques centrales se montrent déterminées à juguler l'inflation.
- Les marchés obligataires offrent un solide potentiel de rendement compte tenu de la hausse des taux sur l'ensemble du spectre des échéances. Nous nous efforcerons de conserver des portefeuilles conçus pour être résilients face aux développements économiques, géopolitiques et de marché, et d'être des fournisseurs de liquidité lors des périodes de tension accrue sur les marchés.
- Sur les marchés du crédit, nous chercherons à trouver un équilibre entre prudence à court terme, compte tenu de l'incertitude et des risques de récession, et biais à long terme en faveur des actifs résilients et de haute qualité. L'écart entre les valorisations des actifs privés et publics reste important, mais à mesure que les marchés privés s'adaptent et que des défis apparaissent dans les secteurs du crédit d'entreprise et de l'immobilier, des opportunités attrayantes devraient selon nous se faire jour.
- Nous identifions un risque baissier sur les marchés d'actions internationaux, compte tenu des valorisations initiales et des anticipations de bénéfices, qui semblent ne pas tenir compte du resserrement opéré actuellement par les banques centrales et du risque accru de récession. Nous anticipons également un renforcement des corrélations négatives, plus typiques, entre les obligations de qualité supérieure et les actions, ce qui contribuera à améliorer les caractéristiques des allocations obligataires de base en termes de couverture et de diversification.



La période est critique pour les investisseurs et les responsables politiques.

Les tensions géopolitiques, la volatilité accrue des marchés et le resserrement monétaire opéré par les banques centrales à un rythme inédit depuis des décennies sont autant d'obstacles économiques majeurs qui contribuent à un environnement exceptionnellement incertain. Nous avons longuement discuté de ces facteurs et d'autres lors de notre Forum cyclique en septembre à Newport Beach.

Nous avons conclu qu'une récession était susceptible de frapper les marchés développés et que l'inflation était vouée à rester élevée. Les banques centrales se trouvent dans une position très délicate dès lors qu'elles doivent faire face à l'inflation alors que la croissance est déjà menacée.

Dans ce contexte, il convient selon nous de faire preuve de prudence et de flexibilité dans la construction des portefeuilles, alors que la hausse des rendements renforce l'attrait des obligations. Un revenu plus élevé peut être obtenu par les investisseurs qui sauront faire preuve de résilience face à la volatilité du marché. Dans les recommandations d'investissement qui suivent, nous développons les arguments qui plaident en faveur des obligations - et examinons d'autres actifs.

Comme nous avons travaillé sur ces conclusions et d'autres, nous nous sommes rappelés du concept d'incertitude radicale, où l'incertitude ne peut pas être quantifiée par des distributions statistiques ou des résultats moyens pondérés par la probabilité, mais plutôt par des résultats non mesurables et qui représentent des inconnus inconnus. Par conséquent, bien que nous ayons discuté des prévisions de croissance et d'inflation, nous avons convenu que la gamme des résultats possibles était particulièrement large.

Cependant, ce dont on peut être certain à l'aune de l'indice de la misère d'Arthur Okun (créé dans les années 1960), qui additionne les taux d'inflation et de chômage pour évaluer la performance économique, c'est que la *misère* augmente, tant du point de vue des banques centrales que des décideurs (voir la figure 1).

## CONDITIONS DE DÉPART

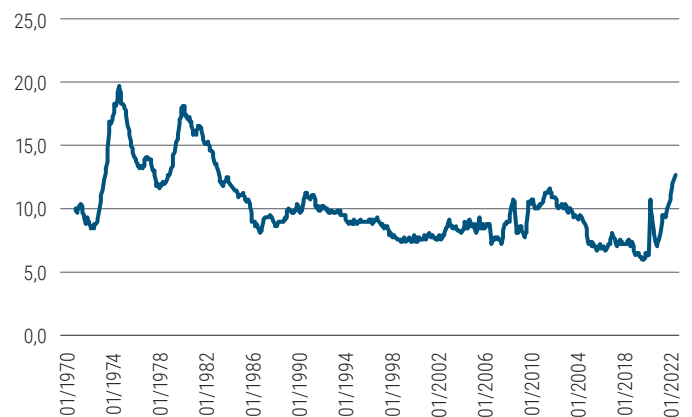
Pour comprendre ce que cette misère pourrait signifier pour les économies, les marchés et les investisseurs, il est utile de se rappeler les conditions initiales et les développements récents depuis notre dernier Forum cyclique en mars. La guerre en Ukraine venait de commencer, et bien que les perspectives soient très incertaines, nous avons élaboré cinq points clés à retenir pour la route à venir. Tout d'abord, la

guerre a été un choc économique, dans lequel l'accélération de l'inflation s'accompagnerait d'une croissance plus lente (voire négative) du PIB réel. Deuxièmement, compte tenu de l'impact sur les chaînes d'approvisionnement, des réponses non linéaires à la croissance et à l'inflation étaient probables. Troisièmement, la dépendance relative de l'Union européenne (UE) à l'égard de l'énergie russe engendrerait probablement une plus grande divergence économique entre les régions. Quatrièmement, les conditions financières se resserreraient, car les banques centrales se concentreraient probablement sur la lutte contre l'inflation plutôt que sur le soutien à la croissance. Et cinquièmement, avec l'inflation et la dette publique déjà élevées en raison de la pandémie, la réponse budgétaire au choc serait probablement limitée. (Voir nos Perspectives cycliques de mars 2022 : « Déséquilibres »)

Depuis lors, les développements macroéconomiques ont globalement été conformes à ces attentes. Cependant, les chocs ont été beaucoup plus prononcés à plusieurs égards

### Figure 1 : La misère macroéconomique (somme de l'inflation et du chômage) sur les marchés développés à son plus haut niveau depuis les années 1980

Indice de la misère - marchés développés



Source : Haver Analytics, Arthur Okun et calculs PIMCO, septembre 2022. L'indice de la misère correspond à la somme des taux d'inflation et de chômage. Les données des marchés développés englobent les États-Unis, le Royaume-Uni, le Japon, le Canada et la zone euro.

clés : les perturbations économiques causées par la guerre se sont intensifiées. Les sanctions occidentales et la décision de la Russie de réduire, et plus récemment d'interrompre, les flux des gazoducs à destination de l'Europe auront sans nul doute des conséquences économiques importantes. Les pressions inflationnistes semblent s'ancrent davantage, et pas seulement aux États-Unis. Les efforts des banques centrales pour combattre l'inflation ont entraîné un resserrement des conditions financières bien plus marqué que prévu, d'autant plus aux États-Unis compte tenu de la vigueur du dollar.

Il y a également eu des événements imprévus depuis mars. La croissance chinoise s'est arrêtée de manière inattendue, alors que les confinements liés à la COVID-19 et une approche fragmentaire de l'assouplissement de la politique monétaire ont pesé sur l'activité. Et les politiques budgétaires entre les régions sont maintenant plus divergentes, le Royaume-Uni et la zone euro mettant en œuvre un soutien accru qui stimule la demande. En effet, les efforts visant à atténuer l'impact de la hausse des prix de l'énergie sur les consommateurs et les entreprises sont devenus la priorité politique absolue de ces gouvernements. Au Royaume-Uni, un important programme budgétaire a été annoncé à la fin de septembre qui, entre autres choses, réduirait les impôts dans tous les domaines et plafonnerait les coûts de l'énergie pour les ménages, s'élevant à environ 4% à 5% du PIB au cours de la première année seulement. Dans le même temps, divers pays de la zone euro ont également pris des mesures pour augmenter les dépenses publiques sous la forme de plafonds énergétiques, de transferts fiscaux et de subventions dans le but d'atténuer les effets négatifs sur les revenus discrétionnaires de la hausse des coûts de l'énergie. Plus récemment, le gouvernement allemand a proposé un mécanisme de plafonnement des prix de l'énergie, dont le coût est estimé à 5% du PIB. Cependant, il est certain que les montants globaux des dépenses à l'échelle de la zone euro semblent encore loin de la taille de ce qui est proposé au Royaume-Uni.

### **PERSPECTIVE : AUGMENTATION DE LA MISÈRE MACROÉCONOMIQUE**

Ces développements affecteront l'économie mondiale avec un décalage, et nous prévoyons trois implications cruciales pour les perspectives des six à douze prochains mois:

#### **1) Récession plus probable que non ; le chômage est sur le point d'augmenter**

La récession et la hausse des taux de chômage dans les grands pays développés, en particulier dans la zone euro et au Royaume-Uni, semblent assez probables malgré les efforts supplémentaires des gouvernements pour soutenir leurs économies.

Le tumulte géopolitique a contraint la Russie à réduire considérablement et même à arrêter les flux de gaz à travers divers gazoducs vers l'Europe – la principale source d'importations d'énergie européennes. Bien que la zone euro ait réagi par des plans de rationnement non obligatoires, une augmentation des importations de gaz en provenance du reste du monde et des mesures budgétaires de répartition de l'effort, les Européens sont toujours confrontés à des prix record du gaz (et à la menace d'un rationnement obligatoire

en cas d'hiver plus froid que la normale), ce qui aurait pour effet de réduire les revenus réels discrétionnaires, de rendre une grande partie de l'activité industrielle non rentable et d'augmenter les coûts dans l'ensemble des chaînes d'approvisionnement mondiales.

Bien que les liaisons commerciales directes entre la Russie et d'autres marchés non européens soient plus limitées, les perturbations se répercuteront probablement sur le Royaume-Uni, les États-Unis et d'autres pays développés dans la mesure où la production industrielle européenne et les flux commerciaux seront perturbés. Le Royaume-Uni semble particulièrement vulnérable, malgré les mesures de relance budgétaire visant à protéger les ménages des coûts énergétiques plus élevés, en raison de ses solides liens commerciaux avec l'Europe et d'une dépendance plus générale à l'égard de l'énergie et de l'électricité importées.

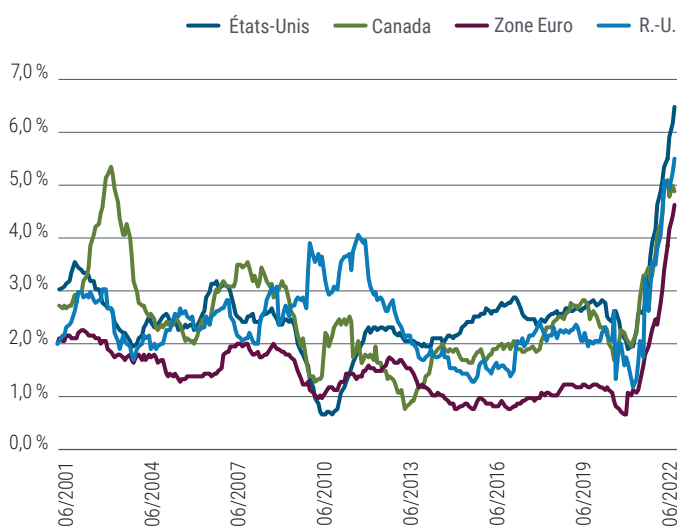
Quant au PIB américain réel, il devrait lui aussi se contracter légèrement et donc amener le taux de chômage au-delà des niveaux de certaines estimations du NAIRU (le taux de chômage non accélérateur d'inflation, qui est de l'ordre de 4 % selon le Congressional Budget Office). Grâce à une production d'énergie domestique robuste, les États-Unis sont relativement épargnés par la crise énergétique en Europe et au Royaume-Uni. Néanmoins, les flux commerciaux européens et les perturbations de la chaîne d'approvisionnement affaiblissent sans doute l'économie américaine à un moment où elle est également confrontée à un resserrement le plus rapide des conditions financières depuis la crise financière de 2008, généralement une faible perception des consommateurs et des entreprises, et une incertitude accrue, tous ces éléments augmentant le risque d'un atterrissage plus brutal pour l'économie américaine. Alors que seulement 3 % des ressources qui composent les biens et services consommés aux États-Unis proviennent d'Europe (selon les données sur le commerce en valeur ajoutée de l'OCDE à février 2021), la pandémie a montré qu'une pénurie de petits composants à valeur ajoutée pouvait avoir des effets démesurés sur les chaînes d'approvisionnement. Les vulnérabilités de l'industrie chimique allemande, un intrant important dans toute une série de produits, y compris les engrais, les pièces industrielles et les automobiles, sont particulièrement inquiétantes. La combinaison de ces chocs devrait peser sur la rentabilité des entreprises, limiter les investissements et, en fin de compte, entraîner une hausse du taux de chômage aux États-Unis.

Enfin, même si nous ne nous attendons pas à une récession en Chine, nous entrevoyons des risques baissiers pour la croissance réelle émanant de la récession du secteur immobilier et de la politique zéro COVID du pays. La chute des exportations vers les États-Unis, l'Europe et d'autres économies développées constituera probablement aussi un solide vent contraire pour les autorités chinoises, qui tentent de maintenir leurs objectifs de croissance, malgré une certaine augmentation des échanges avec la Russie.

Malgré ces perspectives difficiles, notre point de vue de base est pour des récessions relativement superficielles dans les principaux marchés sous gestion, étant donné que 1) les bilans des ménages et du secteur privé sont restés solides, en moyenne, 2) les contraintes de la dette deviennent moins contraignantes dans les environnements inflationnistes et 3) à ce jour, le resserrement rapide des conditions financières n'a pas encore entraîné de tension généralisée sur le marché du financement bancaire. Néanmoins, le resserrement des conditions financières observé récemment à l'échelle mondiale en réponse aux mesures budgétaires annoncées du Royaume-Uni nous rappelle le lien qui existe entre l'économie réelle et les marchés financiers. Aucun des grands pays développés de ce monde n'est à l'abri d'une récession de grande ampleur en cas d'incident sur les marchés financiers.

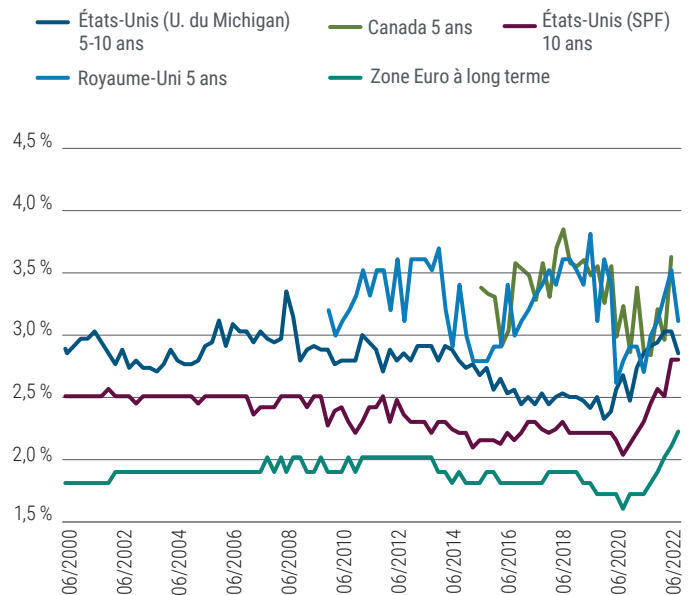
**Figure 2 : L'inflation sous-jacente est devenue nettement plus enracinée, ou persistante, dans plusieurs pays développés**

Taux d'inflation collants des prix de base



Source : Haver Analytics et calculs PIMCO, septembre 2022. Les paniers de prix dans le scénario d'une inflation « persistante » sont construits en utilisant les catégories les moins volatiles dans chaque pays/région de 2012 à 2019. La méthodologie est basée sur la recherche de Michael F. Bryan et Brent Meyer : « Certains prix de l'IPC sont-ils plus intéressants que d'autres ? Nous le pensons ». (Federal Reserve Bank of Cleveland, 2010).

**Figure 3 : Les anticipations d'inflation à long terme ont tendance à augmenter en général**



Source : Haver Analytics, septembre 2022. Données américaines (Université du Michigan) : prévisions de l'inflation des prix à la consommation à 5-10 ans de l'Université du Michigan. Données canadiennes : enquête de la Banque du Canada sur les attentes des consommateurs dans 5 ans. Données pour les États-Unis (SPF) : prévisions d'inflation de l'IPC à 10 ans selon une enquête auprès des prévisionnistes professionnels. Données britanniques : enquête de la Banque d'Angleterre sur les attitudes des consommateurs face à l'inflation dans 5 ans. Données de la zone euro : enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels sur les anticipations d'inflation à long terme.

## 2) L'inflation persiste

Il ne fait plus guère de doute que les taux d'inflation de base resteront supérieurs aux objectifs des banques centrales pendant un moment, et bien qu'il reste possible que l'inflation globale baisse notablement à l'horizon cyclique, on peut désormais s'attendre à ce que cela prenne plus de temps.

Les consommateurs ressentiront probablement un regain de prix de l'énergie et de l'électricité à différents degrés dans la zone euro et au Royaume-Uni, car les gouvernements cherchent à atténuer et même à limiter le passage des prix de gros aux utilisateurs finaux. La détente des prix mondiaux du pétrole brut devrait contribuer à atténuer l'inflation globale ailleurs, notamment aux États-Unis, au Canada et en Australie. Certes, nous prévoyons une modération de l'inflation globale dans la plupart des régions au cours de notre horizon cyclique. Cependant, une partie de la modération attendue s'appuie sur une hypothèse purement technique : nous utilisons les courbes des contrats à terme sur l'énergie pour prévoir l'inflation énergétique. Comme pour beaucoup d'autres choses, les perspectives des prix énergétiques mondiaux sont plus incertaines que jamais, car

une récession sur les marchés développés pourrait coïncider avec des difficultés d'approvisionnement découlant non seulement de la guerre en Ukraine, mais aussi de la transition verte qui s'opère à l'échelle mondiale.

Plus important à nos yeux, l'inflation de base élevée semble être plus solidement ancrée. La hausse de l'inflation s'est élargie au-delà des catégories touchées par les perturbations de la production mondiale de biens liées à la pandémie pour inclure les composantes du panier de prix qui ont tendance à être plus cycliques, y compris le logement et les services. En effet, les indicateurs d'une inflation « persistante » ont généralement progressé dans les principaux marchés développés, États-Unis en tête (voir la Figure 2). En outre, les mesures des anticipations d'inflation à long terme ont généralement augmenté au cours des deux dernières années (voir la Figure 3), tandis que le resserrement des marchés du travail a fait grimper les salaires. Cela est particulièrement vrai aux États-Unis, où les pressions salariales sont passées d'un secteur des services à faible salaire à un large éventail de secteurs, de métiers et de niveaux de qualification.

Si, selon notre scénario de base, l'inflation sous-jacente prend plus de temps à se résorber que ne l'espéraient récemment les banques centrales, les risques qui pèsent sur les perspectives de croissance réelle laissent également entrevoir une incertitude inflationniste plus forte qu'à l'accoutumée et la possibilité relativement proche d'un choc désinflationniste plus spectaculaire.

Ce qui est peut-être le plus préoccupant pour les banques centrales, c'est que l'inflation élevée et croissante s'est produite dans un contexte d'efforts séculaires visant à renforcer la résilience de la chaîne d'approvisionnement et à passer aux sources d'énergie vertes (voir notre [perspectives séculaires de juin 2022](#): « En quête de résilience »). En fin de compte, la hausse des prix devrait fortement inciter à innover, mais les conséquences cycliques de ces évolutions séculaires sont des coûts plus élevés qui ont tendance à empêcher l'inflation des prix à la consommation de revenir à des niveaux plus bas d'avant la pandémie.

---

**L'inflation dépassant nettement ses objectifs à long terme, de nouveaux relèvements des taux sont vraisemblablement appropriés, car les responsables politiques cherchent à obtenir une position restrictive.**

---

### 3) Politique monétaire : vers un resserrement prolongé

Cette combinaison entre chômage élevé et inflation durablement supérieure à l'objectif place les banquiers centraux devant un véritable dilemme, même si à ce jour, les mesures prises semblent indiquer qu'ils se concentrent plutôt sur la maîtrise de l'inflation. Le risque d'une poussée de l'inflation débouchant sur une hausse des anticipations d'inflation, et ainsi de suite, semble plus important dans le contexte de tendances inflationnistes plus larges que de simples chocs de l'offre liés à la pandémie. Et avec la généralisation actuelle de l'inflation, une modération d'elle-même de l'inflation sans resserrement monétaire supplémentaire pour ramener les taux d'intérêt réels au-dessus de leurs niveaux neutres semble beaucoup moins probable. Jusqu'à présent, les taux d'intérêt réels sont restés bas, malgré des conditions financières généralement plus strictes, ce qui plaide en faveur de nouvelles hausses des taux nominaux.

La Banque centrale européenne (BCE) sera probablement confrontée à l'arbitrage le plus difficile entre emploi et inflation, bien qu'elle ait officiellement comme seul mandat la stabilité des prix. Parmi les grandes économies, la zone euro est la plus touchée par les retombées de la guerre en Ukraine et les sanctions contre la Russie, et elle devrait subir la plus forte contraction du PIB. Toutefois, étant donné que les sanctions occidentales (et les interruptions de l'approvisionnement énergétique russe) ne sont pas près d'être levées, la BCE devra probablement orienter sa politique monétaire de manière à restreindre la demande face à ces nouvelles contraintes au niveau de l'approvisionnement. Certes, les estimations du taux d'intérêt neutre réel en Europe sont largement inférieures à celles d'autres marchés développés. Dans le cas de la BCE, le chemin serait donc moins long pour parvenir à une politique monétaire restrictive.

La Réserve fédérale, la Banque d'Angleterre (BOE), la Banque du Canada (BOC) et d'autres banques centrales des marchés émergents sont confrontées à pareil dilemme. Cependant, l'inflation dépassant largement les objectifs à long terme, de nouvelles hausses de taux sont probablement indiquées, les autorités monétaires cherchant à adopter une position restrictive - en particulier au Royaume-Uni, où nous pensons que la BOE positionnera la politique monétaire de manière à compenser les récentes mesures budgétaires - avant de maintenir les taux à ce niveau jusqu'à ce que l'inflation ait ralenti de manière significative pour revenir à l'objectif. Aux États-Unis, nous nous attendons à ce que la Fed relève son taux directeur

dans une fourchette de 4,5 à 5 %, puis fasse une pause pour évaluer l'impact de son resserrement sur l'économie (en reconnaissant que la politique monétaire affecte l'économie avec des décalages longs et variables).

Le niveau que les taux directeurs devront atteindre dans les marchés développés pour que les conditions financières soient jugées suffisamment contraignantes dépendra de la sensibilité des économies concernées aux taux d'intérêt. À en juger par la récente performance du marché immobilier, les banques centrales du Canada, d'Australie et de Nouvelle-Zélande pourraient atteindre le taux idéal avant les États-Unis, et surtout avant le Royaume-Uni. L'expansion budgétaire annoncée outre-Manche risque en effet de contraindre la BoE à viser un taux directeur bien plus élevé que dans le reste du monde développé, et ce malgré qu'elle ait récemment troqué la réduction du bilan contre une nouvelle expansion dans le but d'atténuer les risques systémiques que l'ajustement rapide des taux d'intérêt à long terme fait peser sur le système de retraite britannique.

La Banque du Japon (BOJ) est la seule exception, car l'inflation au Japon est jusqu'à présent restée étonnamment modérée. Si la dynamique de l'inflation au Japon finit par suivre les traces de ses homologues internationaux, nous pensons que la BOJ ajustera sa politique en conséquence. Toutefois, pour l'instant, les pressions salariales demeurant discrètes, la BOJ devrait rester focalisée sur l'ancrage des anticipations d'inflation japonaises, qui se sont adaptées à l'inflation persistante inférieure aux objectifs du pays au fil des ans.

Il va sans dire que ces perspectives de politique monétaire augmentent également le risque d'un atterrissage brutal. Même si notre scénario de base comporte une récession peu profonde, les risques d'accidents sur les marchés financiers ou d'arrêts soudains sur les marchés de la dette tendront à être élevés dans un environnement où les banques centrales, à l'aide d'outils de taux d'intérêt et de bilan émoussés, doivent ralentir la demande. Ces effets secondaires sont difficiles à prévoir ex ante, car les liens systématiques avec les marchés financiers ne deviennent évidents qu'avec un décalage lorsque les marchés sont déjà sous tension.

## **LA PROCHAINE RÉCESSION SERA MODÉRÉE, MAIS PLUS LONGUE**

Bien que nos prévisions de base tablent sur des récessions modérées dans l'ensemble des pays développés, nous ne prévoyons pas pour autant que la croissance rebondisse rapidement à un rythme supérieur à la tendance. Alors que l'inflation dépasse largement les objectifs des banques centrales et que les déficits budgétaires et la dette post-

pandémiques sont désormais nettement plus élevés, la réponse de la politique budgétaire à la chute des activités devrait également être plus modérée, produisant des perspectives de croissance qui restent molles et inférieures à la tendance pendant un certain temps après la période de contraction. L'indice de la misère, même lorsqu'il atteint un sommet, peut prendre un certain temps pour atteindre un niveau plus confortable, car une inflation plus faible est compensée par un chômage plus élevé.

Si nous sommes convaincus que l'assouplissement budgétaire annoncé en Europe et au Royaume-Uni pourra amortir le choc d'une récession, il ne sera vraisemblablement pas suffisant pour l'éviter totalement, sachant comment les banques centrales devraient réagir face à des pressions inflationnistes supplémentaires, pas plus qu'il ne permettra de ramener la croissance à un niveau supérieur à la tendance par la suite. Pendant ce temps, aux États-Unis, seul un soutien budgétaire supplémentaire mineur semble probable à court terme compte tenu des préoccupations bipartites concernant une inflation élevée.

Bien que ces perspectives budgétaires, associées à une politique stricte de la banque centrale, ne soient pas de bonnes nouvelles pour la croissance cyclique, c'est probablement exactement ce qui est nécessaire pour vaincre l'inflation. L'épisode de la pandémie a clairement montré que l'inflation n'est pas seulement un phénomène monétaire, mais aussi budgétaire.



# Recommandations d'investissement

Avec des rendements plus élevés pour toutes les échéances, nous pensons que les arguments en faveur de l'investissement en obligations sont désormais plus solides. Nous estimons que les marchés obligataires de qualité supérieure devraient maintenant générer des rendements beaucoup plus conformes aux moyennes à long terme, et nous estimons que les courbes de rendement à court terme de la plupart des marchés sont déjà suffisamment resserrées. Nous voyons des opportunités majeures sur les marchés du crédit international. Par exemple, les investisseurs pourraient combiner l'exposition aux rendements de référence de qualité supérieure, qui ont augmenté de manière significative au cours de l'année écoulée, avec une exposition sélective aux secteurs des spreads de qualité supérieure, et obtenir un potentiel d'alpha supplémentaire grâce à une gestion active. Nous sommes persuadés que le potentiel de rendement est convaincant à la lumière de nos perspectives cycliques et que de nombreux investisseurs pourraient être récompensés par un retour à l'obligataire.

---

**Nous croyons que l'on peut maintenant s'attendre à ce que les marchés obligataires de haute qualité offrent des rendements beaucoup plus conformes aux moyennes à long terme.**

---

En outre, en plus d'un potentiel de revenu plus généreux, les rendements sont suffisamment élevés pour offrir un potentiel de gains en capital en cas de croissance et d'inflation plus faibles que prévu ou en cas de faiblesse plus prononcée du marché actions. Nous nous attendons à ce que des corrélations négatives plus normales entre les obligations de qualité et les actions se réaffirment, ce qui contribuera à améliorer les caractéristiques des allocations obligataires de base en termes de couverture, qui devraient généralement prendre de la valeur en cas de chute des actions. En outre, les rendements supérieurs aujourd'hui proposés par les marchés obligataires pourraient dans une certaine mesure récompenser ceux qui choisissent d'attendre que passe cette période d'incertitude et de volatilité potentiellement plus élevée.



Une chose est sûre, si l'inflation s'avère plus persistante qu'attendu, les banques centrales pourraient se voir contraintes de relever leurs taux bien au-delà des prévisions actuelles, et si les récessions sont aussi faibles que nous l'anticipons, les autorités monétaires pourraient tarder à réduire les taux pour doper la croissance, compte tenu du niveau élevé de l'inflation. Le « put » de la banque centrale est probablement plus éloigné de la réalité des marchés qu'au cours des dix ou vingt dernières années, – autrement dit, il semble plus risqué que d'habitude de supposer que les banques centrales mettront en place des politiques destinées à soutenir des marchés vacillants. Une vision de long terme peut aider les investisseurs à traverser au mieux cette période d'incertitude.

Mais un changement clair dans la trajectoire de l'inflation pourrait certainement conduire à un brusque pivot vers des préoccupations concernant la croissance et la stabilité du marché. Bien que nous prévoyons que le modèle plus normal des actions et des obligations évoluant dans différentes directions se réinitialisera progressivement, nous estimons qu'en cas de dislocation macro/marché plus importante, une normalisation brusque de la corrélation entre les obligations et les marchés actions pourrait survenir, augmentant ainsi les risques pour les portefeuilles qui manquent de flexibilité et de résilience pour résister à la transition.

### STRATÉGIES OBLIGATAIRES DE BASE

Dans les portefeuilles obligataires de base, il s'agit d'un environnement dans lequel nous nous préparons à prendre la décision active et délibérée de réduire les risques sur un large éventail de facteurs de risque et de conserver une certaine quantité de poudre sèche (c'est-à-dire de maintenir la liquidité). La gestion de la liquidité est toujours importante, mais elle est particulièrement importante dans un environnement de marché difficile et très incertain. Conformément à nos perspectives séculaires, nous chercherons à maintenir des portefeuilles qui résisteront à de nombreux résultats économiques, géopolitiques et boursiers.

La sensibilité aux taux et les actifs de spread de qualité commencent à offrir des opportunités de rendement attrayantes. À l'horizon cyclique, nous devrions pouvoir accroître avantageusement l'exposition au risque de nos portefeuilles, à la fois dans le cadre de notre positionnement sur la durée et les spreads, mais à court terme, nous soulignons la nécessité d'être très prudents sur ces deux fronts.

En ce qui concerne la sensibilité aux taux, nous visons à adopter un positionnement quasi neutre dans les portefeuilles axés sur des indices de référence. La sensibilité aux taux nous semble désormais globalement équilibrée et conforme à nos prévisions moyennes sur la plupart des marchés internationaux. Compte tenu des risques d'inflation à court

terme, nous pourrions dans certains cas conserver de légères sous-pondérations de la sensibilité aux taux, mais dans l'ensemble, notre conviction à l'égard de la sensibilité aux taux est faible. Selon nous, il est possible de rechercher des rendements attrayants sur les marchés obligataires sans exposer les portefeuilles à un risque de taux d'intérêt excessif. Nous considérons le Japon comme un cas particulier où il sera pertinent, pour certaines de nos stratégies, de nous positionner en vue d'un changement de cap de la BoJ, qui devrait progressivement cesser de s'attacher à contrôler la courbe des taux.

### OBLIGATIONS ADOSSÉES À DES CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES (MBS - MORTGAGE-BACKED SECURITIES)

Nous prévoyons de surpondérer les MBS d'agence, avec une préférence pour les prêts hypothécaires à coupon élevé par rapport à ceux à coupon plus faible compte tenu des valorisations et de l'important stock de MBS à faible coupon figurant au bilan de la Fed. Les MBS d'agence sont des actifs notés AAA qui offrent des spreads relativement attrayants, des niveaux de résilience élevés et une bonne liquidité. S'il faut s'attendre à ce que la Réserve fédérale commence tôt ou tard à vendre les crédits hypothécaires à faible coupon à l'actif de son bilan dans le cadre de son processus de resserrement quantitatif (plutôt que de simplement limiter le montant du capital réinvesti), il est peu probable selon nous que ce risque se matérialise dans l'environnement cyclique actuel difficile.

### CRÉDIT PUBLIC ET PRIVÉ ET PRODUITS STRUCTURÉS

Pour ce qui est des actifs de spread, nous chercherons à trouver un équilibre entre prudence à court terme dans l'environnement actuel, compte tenu de l'incertitude et des risques de récession, et biais à long terme en faveur des actifs résilients et de haute qualité dont les spreads pourraient s'élargir davantage mais qui ne présentent selon nous quasiment pas de risque de défaut. Il s'agit notamment d'actifs structurés, d'obligations investment grade et de valeurs financières de qualité, et même de certains crédits à haut rendement dont les émetteurs présentent, selon nous, une résilience suffisante en termes de bilan dans un éventail de scénarios économiques défavorables. Nous prévoyons de sous-pondérer les obligations d'entreprises génériques.

Nous nous efforcerons d'éviter les secteurs des marchés du crédit qui sont très sensibles au cycle économique. Cela comprend des expositions plus faibles aux entreprises des marchés émergents, des prêts bancaires moins bien notés et des segments du marché du crédit privé où les emprunteurs

de qualité plus faible seront probablement confrontés à l'impact direct de la hausse des taux directeurs des banques centrales via des coûts de service de la dette plus élevés, ce qui s'accompagnera probablement d'une détérioration de la puissance bénéficiaire.

Nous pensons que la volatilité financière et économique réelle anticipée sera source de belles opportunités pour les investisseurs patients disposant de capitaux frais. L'écart entre les valorisations des actifs privés et publics reste colossal, mais à mesure que les marchés privés s'adaptent et que des défis apparaissent dans les secteurs du crédit d'entreprise et de l'immobilier, des opportunités de rendements potentiellement exceptionnels devraient selon nous se faire jour. C'est là l'une de nos plus grandes convictions.

### DEVISES ET MARCHÉS ÉMERGENTS

En ce qui concerne les devises, nous chercherons probablement à éviter les positions importantes en dollars américains, en compensant la valorisation coûteuse du dollar – nous nous attendons à voir un pic de valeur en dollars au cours des trimestres à venir – avec un risque de fuite continue vers la qualité dans un contexte de ralentissement de la croissance mondiale. Mais le dollar américain n'est pas le seul secteur où nous entrevoyons des opportunités de valeur relative.

Nous serons généralement enclins à la prudence à l'égard des marchés émergents à ce stade du cycle économique, en raison également de l'incertitude quant à l'orientation finale des taux d'intérêt de la Fed. Cependant, les investissements sur les marchés émergents offrent un très large éventail d'opportunités. Des taux réels élevés et une prime de spread par rapport au marché du crédit développé pourraient contribuer à amortir la volatilité politique et géopolitique ambiante. Nous identifions également des opportunités de valeur idiosyncratique dans un sous-ensemble de pays émergents, ce qui offre la possibilité, dans le cadre d'une approche de gestion active, de chercher à tirer parti des trajectoires divergentes entre les pays émergents, à mesure qu'ils absorbent les chocs émanant des économies développées et de la Chine.

### MATIÈRES PREMIÈRES ET OBLIGATIONS INDEXÉES SUR L'INFLATION

Les marchés des matières premières restent au cœur des défis auxquels sont confrontés les marchés dans leur ensemble. Cela dit, les matières premières peuvent offrir une couverture efficace contre les risques d'inflation.

Entre ralentissement économique et persistance des difficultés d'approvisionnement, deux forces opposées s'affrontent et rendent les perspectives des prix des matières premières bien incertaines.

Une chute brutale de l'approvisionnement en gaz naturel par canalisation a non seulement été un puissant catalyseur de l'inflation des consommateurs, mais s'est également répercutée directement sur d'autres marchés de produits de base tels que l'électricité, le charbon, les métaux de base, le pétrole et les engrais, ce dernier ne faisant qu'augmenter le coût pour les agriculteurs et réduire les incitations à l'expansion des superficies. Alors que la capacité de la Russie à choquer les marchés du gaz et de l'énergie est réduite compte tenu de la forte baisse des fournitures, les sanctions à venir sur le commerce du pétrole, y compris les restrictions en matière d'assurance expédition, ont le potentiel de forcer les fournitures russes encore plus faibles. Avec une capacité de rechange de l'OPEP+ proche du plus bas niveau au cours des 20 dernières années, toute perte d'approvisionnement en approvisionnements russes soutiendrait les cours du pétrole à partir d'ici. Les indices des matières premières, tels que l'indice des matières premières Bloomberg, offrent actuellement un portage positif supérieur à 10% en septembre 2022 (ce qui signifie que les courbes à l'avenir affichent déjà une baisse considérable des prix des matières premières à l'horizon cyclique). Compte tenu de la contribution des matières premières à l'inflation globale et de leur influence sur la politique bancaire centrale, l'utilisation des expositions aux matières premières comme couverture contre les risques d'inflation a rarement été plus forte.

Nous restons en outre convaincus qu'une légère allocation aux Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) américains à long terme peut aider à couvrir l'inflation à des valorisations raisonnables.

### ALLOCATION D'ACTIFS ET ACTIONS

Dans nos portefeuilles d'allocation d'actifs, nous estimons sous-pondérer le risque bêta global des actions. Nous identifions un risque baissier pour les marchés d'actions internationaux, compte tenu des valorisations de départ et des anticipations de revenu qui, selon nous, ne tiennent pas encore pleinement compte du resserrement continu des banques centrales et de l'augmentation du risque de récession. Nous anticipons la désévaluation des multiples gains ainsi que les rétrogradations des bénéfices par action (EPS). Les entreprises doivent faire face à un environnement extrêmement difficile où la demande s'estompe lentement et où les pressions sur les coûts persistent, menaçant ainsi à une contraction des marges. Dans ce contexte, nous prévoyons de sous-pondérer des secteurs plus cycliques et de privilégier des sociétés de qualité à des valorisations raisonnables qui ont des bilans propres et qui sont exposées à des secteurs plus défensifs.

**Tous les investissements** contiennent des risques et peuvent perdre de la valeur. Investir dans le marché obligataire est soumis à des risques, notamment le marché, les taux d'intérêt, l'émetteur, le crédit, le risque d'inflation et le risque de liquidité. La valeur de la plupart des obligations et des stratégies obligataires est influencée par les variations des taux d'intérêt. Les obligations et les stratégies obligataires à durée plus longue ont tendance à être plus sensibles et volatiles que celles à durée plus courte; les prix des obligations baissent généralement à mesure que les taux d'intérêt augmentent, et les environnements de faibles taux d'intérêt augmentent ce risque. La réduction de la capacité des contreparties obligataires peut contribuer à une diminution de la liquidité du marché et à une volatilité accrue des prix. Les placements obligataires peuvent valoir plus ou moins que le coût initial lorsqu'ils sont rachetés. **les matières premières** contiennent un risque accru, y compris les conditions de marché, politiques, réglementaires et naturelles, et peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. **les actions** peuvent perdre de la valeur en raison des conditions réelles et perçues du marché, de l'économie et de l'industrie. Investir dans des **titres libellés à l'étranger et/ou domiciliés à l'étranger** peut comporter un risque accru en raison des fluctuations des devises et des risques économiques et politiques, qui peuvent être accrus dans les marchés émergents. **Les taux de change** peuvent fluctuer considérablement sur de courtes périodes et peuvent réduire les rendements d'un portefeuille. **les titres adossés à des créances hypothécaires et à des actifs** peuvent être sensibles aux variations des taux d'intérêt, sous réserve du risque de remboursement anticipé et, bien qu'ils soient généralement appuyés par un gouvernement, un organisme gouvernemental ou un garant privé, rien ne garantit que le garant s'acquittera de ses obligations. Les références aux titres adossés à des créances hypothécaires d'agence et à des non-agences désignent les hypothèques émises aux États-Unis. **obligations indexées sur l'inflation (ILB)** émises par un gouvernement sont des titres à revenu fixe dont la valeur principale est périodiquement ajustée en fonction du taux d'inflation; La valeur des ILB diminue lorsque les taux d'intérêt réels augmentent. Les titres du Trésor protégés contre l'inflation (TIPS) sont des ILB émis par le gouvernement américain. **Le crédit privé** implique un investissement dans des titres non négociés en bourse qui peuvent être soumis à un risque d'illiquidité. Les portefeuilles qui investissent dans le crédit privé peuvent être endettés et peuvent se livrer à des pratiques d'investissement spéculatives qui augmentent le risque de perte d'investissement. **Diversification** ne garantit pas contre les pertes.

**L'alpha mesure la performance ajustée du risque, soit l'écart entre la volatilité (risque de cours) d'un portefeuille et sa performance ajustée du risque par rapport à un indice de référence. Autrement dit, l'excédent de rendement par rapport à cet indice de référence constitue l'alpha. Le bêta mesure la sensibilité du cours aux mouvements de marché. Le bêta de marché est de 1. Le roll-down est une forme de rendement obtenue lorsqu'une obligation s'approche de son échéance, en supposant une pente ascendante de la courbe des taux.**

Dans ce contexte, les termes « bon marché » et « cher » se réfèrent à un titre ou une classe d'actifs qui est considéré(e) comme nettement sous- ou surévalué(e) par rapport à sa moyenne historique et aux anticipations du gérant. Aucune garantie n'est donnée concernant l'obtention de résultats futurs ou l'obtention de gains ou d'une protection contre des pertes éventuelles grâce à la valorisation d'un titre.

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

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 actuelles 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 en général fournit des services aux institutions qualifiées, aux intermédiaires financiers et aux investisseurs institutionnels. Les investisseurs individuels doivent contacter leur propre professionnel financier pour déterminer les options d'investissement les plus appropriées à leur situation financière. Il ne s'agit pas d'une offre à toute personne dans une juridiction où il est illégal ou non autorisé. **PIMCO Europe Ltd** (Company No. 2604517) est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority (12 Endeavour Square, Londres E20 1JN) au Royaume-Uni. Les services fournis par PIMCO Europe Ltd ne s'adressent pas aux investisseurs privés, auxquels la présente communication n'est d'ailleurs pas destinée et à qui il est conseillé de s'adresser à un conseiller financier. **PIMCO Europe GmbH (Company No. 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 Munich, Germany), PIMCO Europe GmbH Italian Branch (Company No. 10005170963), PIMCO Europe GmbH Irish Branch (Company No. 909462), PIMCO Europe GmbH UK Branch (Company No. BR022803) et PIMCO Europe GmbH Spanish Branch (N.I.F. W2765338E)** sont agréées 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, anglaise et espagnole sont également placées sous la supervision: (1) succursale italienne: la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) conformément à l'Article 27 de la version consolidée de la loi de finances italienne; (2) succursale irlandaise: la Banque centrale d'Irlande conformément au règlement 43 du règlement de l'Union européenne (marchés d'instruments financiers) de 2017, telle que modifiée; (3) succursale anglaise: Financial Conduct Authority; (4) succursale espagnole: la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) conformément aux dispositions des articles 168 et 203 à 224 et du Titre V, Section I de la Loi sur le marché des titres (LSM), ainsi que des articles 111, 114 et 117 de l'Arrêté royal 217/2008. 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 n° CH-020.4.038.582-2)**. Les services fournis par PIMCO (Schweiz) GmbH ne s'adressent pas aux investisseurs privés, auxquels la présente communication n'est d'ailleurs pas destinée et à qui il est conseillé de s'adresser à un conseiller financier. Aucune partie de cette publication ne peut être reproduite sous quelque forme que ce soit ou mentionnée dans toute autre publication sans autorisation écrite expresse. PIMCO est une marque commerciale d'Allianz Asset Management of America L.P. aux États-Unis et dans le monde. © 2022, PIMCO