



PERSPECTIVES
SECUAIRES

OCTOBRE 2021

L'ère de la transformation

Les investisseurs doivent se préparer à évoluer en terrain inconnu, car le paysage économique devrait connaître des transformations considérables à l'horizon séculaire.

SOMMAIRE

- Au cours des cinq prochaines années, l'économie mondiale va probablement expérimenter des conditions de croissance et d'inflation plus incertaines, plus instables et plus disparates que pendant la décennie de la Nouvelle Norme ayant précédé la pandémie.
- Des transformations profondes et durables devraient s'opérer sous l'effet de trois tendances générales : la transition vers les énergies vertes, l'adoption plus rapide de nouvelles technologies et une meilleure répartition des gains.
- Toutes les classes d'actifs offriront vraisemblablement des rendements plus faibles et plus volatils à l'horizon séculaire, en raison d'une part du niveau élevé des valorisations actuelles, et d'autre part des perspectives en matière de rupture, de division et de divergences. De solides opportunités d'alpha devraient néanmoins se présenter aux investisseurs actifs et capables de tenir le cap dans un environnement changeant.
- Malgré la présence de risques haussiers à court terme sur les taux d'intérêt, dans le sillage du rétablissement des économies, nous pensons que sur notre horizon séculaire, les taux devraient plutôt continuer d'évoluer latéralement, favorisant une performance plus faible, mais positive, pour les allocations de base aux obligations. Notre opinion demeure globalement favorable à l'égard des actions, même si d'importantes disparités devraient s'observer entre les régions et les secteurs. Par ailleurs, un fort potentiel de rendement est attendu du côté du crédit privé et de l'immobilier à la suite de la crise du Covid-19, à travers des opportunités que nous comptons exploiter.

AUTEURS :

Joachim Fels
Global Economic Advisor

Andrew Balls
Chief Investment Officer
Global Fixed Income

Daniel J. Ivascyn
Group Chief Investment Officer

En septembre, s'est tenu le 40e Forum séculaire annuel des 50 années d'existence de PIMCO. Comme l'an passé, cet événement s'est déroulé entièrement au format virtuel, ce qui n'a pas empêché notre équipe mondiale d'investissement, à l'aide de nombreuses contributions des conférenciers invités (voir encadré), de notre Conseil consultatif mondial, ainsi que de nos équipes thématiques interdivisionnelles, de faire un zoom sur les perspectives post-pandémie de l'économie, de la politique et des marchés financiers mondiaux au cours des cinq prochaines années et de débattre des implications pour les portefeuilles des investisseurs. Voici ses conclusions.

THÈSE

Les prochaines années devraient soumettre les investisseurs et les responsables politiques à des conditions macroéconomiques profondément transformées et à la disparition de la décennie de croissance morose, mais stable, d'inflation inférieure aux objectifs, de volatilité contenue et de rendements juteux des actifs qui avaient caractérisé la Nouvelle Norme entre la crise financière et la pandémie. L'avenir sera jalonné d'incertitudes accrues et d'un environnement de croissance et d'inflation irrégulier, semé d'embûches pour les responsables politiques. Dans un contexte de rupture, de divisions et de divergences, toutes les classes d'actifs offriront vraisemblablement des rendements plus faibles et plus volatils. De solides opportunités d'alpha devraient néanmoins se présenter aux investisseurs actifs et capables de surmonter ces difficultés.



Trois tendances générales devraient être les moteurs d'une profonde transformation de l'économie et des marchés mondiaux

CONDITIONS DE DÉPART

La thèse de cette année approfondit donc les thèmes décrits dans nos *Perspectives séculaires 2020*, « Des perturbations en cascade », où nous avons avancé l'idée que la pandémie servirait d'accélérateur et d'amplificateur pour quatre grandes ruptures à long terme : la rivalité entre les États-Unis et la Chine, le populisme, les technologies et le changement climatique.

Les événements qui se sont déroulés cette année ont conforté nos prévisions. Non seulement les tensions sino-américaines ont perduré, mais elles ont même gagné en intensité depuis l'entrée en fonction de Joe Biden. Dans de nombreux pays, le populisme et la polarisation s'accroissent, exacerbés par ailleurs par des divisions polémiques quant aux confinements et aux vaccins. Le passage au numérique et l'automatisation ont reçu un coup de fouet avec la pandémie. Enfin, de nombreuses régions du monde ont connu des conditions climatiques extrêmes au lourd bilan humain et économique, qui viennent alimenter les changements majeurs à l'œuvre sur les marchés de l'énergie. Les discussions de nos forums ont conclu que chacune de ces perturbations à long terme resterait présente dans un avenir proche.

Une autre *condition de départ* importante pour ces perspectives séculaires est le nouvel accroissement considérable de la dette publique et privée causé par la récession due à la pandémie et les mesures politiques adoptées en réaction. Assurément, les niveaux de dette ne sont pas préoccupants dans l'immédiat grâce à la faiblesse historique des coûts d'emprunt, proches de ou égaux à de planchers record. Il n'empêche que la hausse de la dette rend les emprunteurs publics et privés plus vulnérables à des chocs négatifs sur la croissance et positifs sur les taux d'intérêt, augmentant ainsi le risque de mouvements de marché déstabilisateurs pour les émetteurs d'obligations souveraines et d'entreprises. De plus, la présence de niveaux élevés d'endettement et d'économies extrêmement financiarisées réduira certainement les possibilités, pour les banques centrales, de relever fortement les taux sans préjudice important aux économiques : c'est là le signe d'une *influence dominante des marchés financiers* sur laquelle nous reviendrons ci-dessous.

Pour finir, de gré ou de force, la pandémie a amené un grand nombre d'individus à marquer une pause et réfléchir à leur mode de vie, ainsi qu'à l'équilibre entre leurs sphères professionnelle et privée. Il est encore trop tôt pour dire si et quand les préférences changeront, et pour combien de temps. Toutefois, il se pourrait que l'on assiste à des transformations dans les priorités entre travail et loisirs, télétravail et bureau, et enfin entre certains secteurs ou lieux. De même, les habitudes de consommation risquent de changer pour de bon, car beaucoup de personnes ne seront peut-être plus à l'aise avec les voyages ou les rassemblements de masse même après la fin de la pandémie. Toutes ces considérations imposent une grande humilité dans nos tentatives de prévisions des conséquences économiques à long terme et nous confortent dans l'idée, évoquée plus haut, que les prochaines années seront empreintes d'une importante incertitude macroéconomique.

MOTEURS SÉCULAIRES

Lors de nos discussions, nous avons relevé trois tendances générales qui devraient être les moteurs d'une profonde transformation de l'économie et des marchés mondiaux.

Transition écologique. L'importance accrue de cette thématique aux yeux des électeurs et des consommateurs

Les raisons qui justifient un monde sans carbone sont nombreuses, mais ce résultat ne sera probablement pas atteint sans heurts

dans de nombreuses régions du monde obligent les gouvernements, les instances de réglementation et les entreprises à redoubler d'efforts pour décarboner l'économie et atteindre un niveau net d'émissions neutre (la « carbo-neutralité ») d'ici 2050. Cela signifie que les investissements privés et publics dans les énergies renouvelables vont recevoir un élan considérable sur le long terme et dans les années à venir. Le gros du travail reviendra au secteur privé, mais avec la loi américaine bipartisane sur les infrastructures et le fonds EU Next Generation, les pouvoirs publics ne seront pas en reste et accompagneront la transition à l'aide de dépenses colossales dans les infrastructures écologiques au cours des cinq prochaines années.

Bien sûr, l'accroissement des dépenses publiques et privées dans les énergies propres devrait être compensé en partie, quoique pas totalement, par la réduction des investissements et la destruction de capital dans les secteurs polluants comme le charbon et le pétrole. Cette transition risque d'engendrer des perturbations de l'offre et des pics des prix énergétiques qui mineront la croissance et stimuleront l'inflation, comme on a pu le voir récemment en Chine et en Europe. D'autre part, avec les gagnants et les perdants découlant de ce processus, les pouvoirs publics pourraient intervenir en réaction aux suppressions d'emplois dans les secteurs polluants, aux augmentations des prix et des taxes sur le carbone ou aux mécanismes d'ajustement du carbone aux frontières, qui renchérisent le coût des importations. Nombreuses sont les raisons, y compris économiques, qui justifient un monde carbo-neutre, mais ce résultat ne sera probablement pas atteint sans heurts.

Adoption plus rapide des nouvelles technologies. Dans nos perspectives de l'année dernière, nous avons prévu que la pandémie donnerait un coup de fouet au passage au numérique et à l'automatisation. Cette tendance est attestée par les données disponibles à ce jour, qui révèlent une forte augmentation des dépenses technologiques des entreprises. Par le passé, des hausses d'investissements du même ordre, par exemple dans les années 1990 aux États-Unis, ont donné lieu à une accélération de la croissance de la productivité. Les événements de l'année écoulée portent à croire que le même phénomène se vérifie actuellement, car la productivité est en une forte hausse, également sous l'effet évident du rebond cyclique. Reste à voir si cette importante augmentation des investissements technologiques et de la productivité sera éphémère ou si celle-ci marquera le début d'une tendance plus prononcée, même si, jusqu'à présent, les statistiques tendent à corroborer l'idée que la pandémie a servi de catalyseur à l'adoption plus rapide des nouvelles technologies.

Le passage au numérique et l'automatisation permettront d'améliorer la performance des économies en créant de nouveaux emplois et en renforçant la productivité des fonctions existantes. Mais ces tendances créeront également une rupture pour ceux dont les emplois disparaîtront et qui n'auront peut-être pas les compétences requises pour se réorienter professionnellement. Comme la mondialisation, le passage au numérique et l'automatisation comporteront certainement une part d'ombre sous la forme d'une hausse des inégalités et d'arguments supplémentaires pour des projets populistes extrêmes, à gauche comme à droite.

Les responsables politiques et les membres de la société civile sont nombreux à vouloir mettre un terme au creusement des inégalités de revenus et de richesse en rendant la croissance plus inclusive

Mieux répartir les bénéfices de la croissance. La troisième tendance potentiellement transformatrice est incarnée par la volonté accrue, parmi les responsables politiques et la société au sens large, de mettre un terme au creusement des inégalités de revenus et de richesse en rendant la croissance plus inclusive. Le dernier exemple en date de cette tendance est la priorité nouvelle donnée par les dirigeants chinois au thème de la « prospérité commune » afin de réduire les écarts de revenu et de patrimoine privé. À l'heure où nous écrivons, nous avons également en tête l'exemple des démocrates américains, qui proposent un plan de 3 500 milliards USD de dépenses dans des « infrastructures douces », principalement des programmes de sécurité sociale comme Medicare, ainsi que des crédits d'impôts supplémentaires pour les familles à faibles revenus, un système de préscolarisation universel et la gratuité des études supérieures en « Community Colleges ». Le Congrès a peu de chances de voter le projet dans son intégralité, mais les changements actés pourraient « ancrer » ce type de politique pour les années à venir.

Dans le même temps, en partie sous la pression des investisseurs de plus en plus soucieux des considérations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) et en partie dans leur propre intérêt, de nombreuses entreprises cherchent à améliorer leurs conditions de travail, leurs grilles de salaires et la diversité de leur personnel. Les faits anecdotiques laissent à penser que la relation entre employés et employeurs devient plus équilibrée dans beaucoup d'entreprises, avec à la clé un meilleur pouvoir de négociation pour les travailleurs. Il reste à voir si cette tendance va perdurer, ou si le télétravail, facilité par les nouveaux moyens technologiques, amènera finalement les entreprises à délocaliser davantage vers des marchés domestiques et mondiaux moins onéreux, ce qui préserverait, voire renforcerait alors le pouvoir de négociation des employeurs.

CONSÉQUENCES MACROÉCONOMIQUES

Cette Ère de la transformation caractérisée par des ruptures et des politiques plus interventionnistes pourrait donner lieu à des cycles économiques plus courts, plus prononcés et plus disparates en fonction des pays. On imagine facilement des bulles d'investissements, dopées par l'accélération de dépenses vertes dans des secteurs requérant une importante main-d'œuvre et des projets de diversification ou relocalisation de chaînes d'approvisionnement destinés à augmenter la résilience des économies, suivies par des éclatements de ces bulles sous l'effet de politiques budgétaires de « stop and go », des chocs des prix de l'énergie ou de réformes réglementaires trop ambitieuses ou trop brutales.

L'avenir en général sera jalonné d'incertitudes accrues et d'un environnement de croissance et d'inflation irrégulier

En outre, les disparités entre les cycles des pays et régions risquent également de s'accroître, d'une part parce que les rythmes de transformation sont différents, et d'autre part parce que la demande évoluera davantage au gré de la politique budgétaire, souvent dictée par les cycles électoraux, qui eux-mêmes varient d'un pays à l'autre. Il convient également de s'attendre à la dissipation d'un important moteur des exportations de nombreux pays émergents et développés, conséquence de l'auto-suffisance accrue de la Chine dont la croissance à long terme va probablement de nouveau ralentir en raison de la tendance démographique, du désendettement et de la décarbonation.

Comme la croissance économique, l'inflation de l'Ère de la transformation risque de devenir plus instable au sein des pays et de présenter davantage de disparités entre les régions. Nous estimons toujours que l'inflation atteindra des niveaux plus extrêmes, avec une plus grande probabilité de périodes marquées par une inflation nettement plus forte, puis nettement plus modérée. La transition vers la carbo-neutralité et son impact sur les prix du carbone créent des risques haussiers, tout comme la démondialisation, l'activisme budgétaire et l'« enlisement » potentiel des banques centrales. En revanche, la faculté des entreprises à faire davantage avec moins grâce aux progrès technologiques sera source de risques baissiers pour l'inflation. Par ailleurs, les niveaux historiquement élevés de dette et de levier augmentent le risque de déflation par la dette en cas de chocs négatifs sur la croissance.

La décennie de la Nouvelle Norme située entre la crise financière et la pandémie, qui s'est caractérisée par une croissance morose, mais stable, une inflation inférieure aux objectifs, une volatilité contenue et des rendements juteux pour les différentes classes d'actifs, est en train de se dissiper très vite. L'avenir de l'Ère de la transformation sera pavé d'incertitudes accrues et d'un environnement de croissance et d'inflation irrégulier, semé d'embûches pour les responsables politiques.

Intervenants invités au Forum séculaire 2021

Susan Athey

Professeur d'économie de la technologie à la Stanford Graduate School of Business

Arminio Fraga

Ancien Président de la Banque centrale du Brésil

Jason Furman

Professeur « Aetna » de pratique de la politique économique à la Harvard Kennedy School

Kai-Fu Lee

Expert en informatique, homme d'affaires et auteur

Meghan O'Sullivan

Meghan O'Sullivan Ancienne conseillère adjointe à la sécurité nationale sur les questions relatives à l'Irak et à l'Afghanistan ; Jeane Kirkpatrick, Professeur de pratique des affaires internationales à la Harvard Kennedy School

Alfonso Prat-Gay

Ancien ministre du Trésor et des Finances publiques de l'Argentine ; ancien président de la Banque centrale d'Argentine

Ricardo Reis

Professeur « A.W. Phillips » d'économie à la London School of Economics and Political Science

Daniel Yergin

Expert du secteur énergétique et historien de l'économie ; Vice-Président de IHS Markit

Conclusions d'investissement

Selon nous, dans les cinq prochaines années, l'Ère de la transformation s'accompagnera de perspectives plus incertaines pour la croissance et l'inflation, à la fois au sein des pays et entre les régions. Ce monde de ruptures et de divergences rendra la tâche des investisseurs plus difficile que pendant les dix années de Nouvelle Norme qui viennent de s'écouler. Pour autant, nous sommes également convaincus que de solides opportunités d'alpha se présenteront aux investisseurs actifs, prêts à tirer profit de probables accroissements de la volatilité et de situations plus extrêmes que dans un schéma classique de courbe en cloche.

Il est très probable que l'accroissement de la volatilité de l'économie et des marchés réduise les rendements des obligations et des actions, d'autant plus au regard des valorisations actuelles (faiblesse des rendements réels et nominaux sur les marchés obligataires et multiples actions historiquement élevés).

Les banques centrales ont gonflé les prix des actifs dans le sillage des interventions macroéconomiques des autorités monétaires. Les mesures de politique monétaire et budgétaire des pays développés pour lutter contre la crise du Covid-19 ont permis d'éviter le pire sur le plan économique, mais elles ont simultanément accentué les fragilités des marchés financiers à moyen terme. Le creusement des niveaux de dette publique et privée dans le monde réduit la marge d'erreur et nécessite qu'une grande attention soit portée à la préservation du capital.

**Notre scénario principal prévoit que
la faiblesse des taux des banques
centrales contribue à ancrer les marchés
obligataires mondiaux**

LA TRAJECTOIRE MODÉRÉE DES TAUX

Les facteurs à long terme à l'origine de la baisse des taux directeurs de neutralité (démographie, équilibre entre les dépenses et les investissements et niveaux de dette élevés) nous semblent toujours en place. Certes, l'accélération potentielle de la croissance des investissements et de la productivité ces prochaines années pourrait contribuer à un rehaussement du taux de neutralité, mais ces tensions pourraient fort bien être contrebalancées par une augmentation de l'épargne de précaution des ménages. Étant donné l'incertitude entourant les perspectives de croissance et d'inflation, l'éventail de possibilités est très vaste à l'horizon séculaire. Cependant, notre scénario principal continue d'anticiper des taux directeurs neutres faibles et la possibilité de taux directeurs finaux encore plus bas dans le prochain cycle

de politique monétaire, pour les banques centrales qui ont réussi à s'éloigner suffisamment de la limite inférieure de la fourchette lors du cycle précédent grâce à la sensibilité des marchés à des taux plus élevés.

La Réserve fédérale est notamment dans cette situation. Fin 2018, la banque centrale a pu relever les taux des fonds fédéraux dans une fourchette d'objectif de 2,25% à 2,5%, pensant alors qu'elle disposait encore d'une marge d'expansion. Mais l'effondrement des marchés l'a contrainte à faire marche arrière et à ramener le taux cible dans la fourchette de 1,5% à 1,75% en 2019, avant même la pandémie et les mesures d'urgence qui en ont résulté. Aujourd'hui à nouveau, l'influence prédominante des marchés financiers pourrait empêcher la Fed et les autres banques centrales de durcir la politique monétaire dans des proportions importantes au cours des cinq prochaines années. Si l'inflation s'accroît bel et bien, des choix difficiles s'annonceraient alors, accompagnés, pour les investisseurs actifs, d'une hausse de la volatilité et d'opportunités.

Notre scénario principal prévoit la persistance de taux directeurs faibles, contribuant à ancrer les marchés obligataires mondiaux. Comme l'an passé, compte tenu de l'incertitude de l'environnement post-Covid pour les décisions des responsables politiques et des opérateurs de marché, nous avons de grandes chances d'observer des périodes alternées d'optimisme et de pessimisme envers la croissance et l'inflation.

**Les obligations devraient conserver leurs
vertus en matière de diversification au sein
d'une allocation d'actifs générale**

Les rendements réels sont faibles, voire négatifs sur les marchés développés. Les rendements nominaux sont faibles, et également négatifs sur certains marchés « core » de la zone euro ainsi qu'au Japon. Les marchés devraient conserver globalement leur ancrage et offrir des performances plus modestes, mais néanmoins positives pour les allocations de base aux obligations. De plus, malgré la présence de risques haussiers à court terme sur les taux d'intérêt dans le sillage du rétablissement des économies, nous pensons que sur le long terme, les taux devraient plutôt continuer d'évoluer latéralement.

Nous pensons que les obligations conserveront leurs vertus en matière de diversification dans une allocation d'actifs générale, et qu'en dépit de performances faibles dans l'ensemble des classes d'actifs, les obligations pourraient surperformer les actions dans certaines régions du globe, en particulier sur la base du rendement par unité de volatilité. Bien que nous ne prévoyions pas de période longue marquée par une inflation élevée, nous sommes toujours d'avis que les bons du Trésor américain indexés sur l'inflation (TIPS) peuvent apporter une protection contre les risques d'inflation, de même que les matières premières et d'autres actifs réels.

Des situations intéressantes sont à prévoir parmi les marchés émergents, que nous prévoyons de considérer comme un vaste éventail d'opportunités

MARCHÉS ÉMERGENTS ET DÉVELOPPÉS

Dans l'environnement d'investissement à venir, les tendances macroéconomiques conjuguées aux ruptures, aux différents moteurs et aux niveaux de dette élevés devraient donner lieu à une importante différenciation entre les régions, les pays et les secteurs. Les performances économiques divergentes créeront des gagnants et des perdants. En Asie, la perspective d'une accélération de la croissance et du développement des marchés de capitaux fournira probablement de solides opportunités d'investissement malgré les risques liés au ralentissement de l'économie chinoise et aux tensions géopolitiques. Plus généralement, alors que de nombreux marchés émergents sont confrontés à des circonstances durablement difficiles, il convient, comme toujours, de considérer cette classe d'actifs comme un vaste éventail d'opportunités, et non comme une simple exposition passive au bêta. C'est pourquoi nous prévoyons d'identifier des situations très intéressantes à travers l'ensemble de ces marchés émergents.

Dans les pays développés, où les banques centrales maintiennent les taux directeurs à des niveaux très faibles, la politique budgétaire devrait être amenée à jouer un rôle plus important dans les phases d'affaiblissement des économies. Nous n'attendons pas pour autant le même arsenal de guerre qu'au cœur de la pandémie, mais les gouvernements devraient néanmoins faire un usage plus actif de la politique budgétaire en situation de ralentissement cyclique, par comparaison avec la période de la Nouvelle Norme où seules les banques centrales étaient intervenues.

Il est probable que les États-Unis et d'autres pays anglophones se montrent plus disposés à recourir à des leviers budgétaires que les membres de la zone euro, étant d'ailleurs plus en mesure de le faire, étant donné les complexités créées par une unité monétaire unique pour autant d'autorités budgétaires distinctes. La zone euro a évité la crise souveraine et n'imposera certainement pas l'austérité à des entités budgétaires affaiblies par la récession liée au Covid, mais l'Allemagne et les pays d'Europe du Nord devraient conserver une certaine rigueur en dépit de coûts d'emprunt modestes, voire négatifs.

Cela étant, la réaction de la zone euro devant la pandémie et le lancement du fonds Next Generation EU pour financer conjointement la restauration des économies de l'Union européenne après la crise sanitaire laissent espérer la mise en place de dispositifs communs d'aide budgétaire dans les périodes de faiblesse économique, ainsi que pour atteindre les objectifs verts de l'UE. Il s'agit de la première fois qu'un financement conjoint est établi dans l'UE pour des transferts transfrontaliers au travers de subventions et de prêts. La politique en Europe, et plus spécifiquement la gouvernance de l'Italie, au regard de l'importance systémique du marché des obligations italiennes, continueront de créer l'incertitude et d'éventuelles tensions. Mais au moins la perspective d'une plus grande stabilité dans la zone euro est en vue, et nous chercherons par conséquent à exploiter les opportunités d'investissement qui en résulteront.

Les secteurs des semi-conducteurs, de l'automatisation industrielle et des solutions d'énergies et de mobilité écologiques devraient tous bénéficier de tendances à long terme

ESG

La transition écologique, l'adoption plus rapide de nouvelles technologies et les changements apportés par la pandémie dans les chaînes d'approvisionnement et les préférences des consommateurs vont aussi faire des gagnants et des perdants, renforçant l'importance de la gestion active sur les marchés des obligations d'entreprises. L'évolution de la réglementation environnementale devrait créer autant d'incertitudes et de complexité que d'opportunités. Les niveaux de dette élevés revêtent un caractère particulièrement préoccupant dans le cas de pays ou d'entreprises à qui la transition écologique sera préjudiciable. Il est essentiel de prendre en considération les facteurs ESG dans toutes nos stratégies d'investissement, et pas uniquement dans nos portefeuilles ESG ou articulés autour de la thématique du climat. À cet égard, notre ambition est de fournir des processus d'investissement de grande qualité et un service client irréprochable. (Voir encadré sur l'ESG.)

À propos de nos forums

Le processus d'investissement de PIMCO, peaufiné depuis plus de cinquante ans et testé dans la quasi-totalité des environnements de marché, 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 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.

ÉVALUATIONS DES CLASSES D'ACTIFS

Dans le contexte du soutien continu des banques centrales et de la possibilité de politiques budgétaires contracycliques en cas de crise économique, notre opinion devrait rester favorable aux actions dans nos portefeuilles d'allocation d'actifs compte tenu du niveau faible ou négatif des rendements réels. Comme décrit ci-dessus, nous pensons que la reprise post-Covid met en évidence la nécessité d'investissements dans des infrastructures physiques (après plusieurs années de dépenses insuffisantes) afin de soutenir les tendances du passage au numérique et de l'automatisation, ainsi que l'élan en faveur de la transition écologique. Alors que la décennie précédente était placée sous le signe des logiciels, celle qui s'ouvre aujourd'hui sera davantage caractérisée par des investissements dans le matériel lié à ces tendances. Le thème de la différenciation et de la distinction entre les gagnants et les perdants de la reprise jouera un rôle crucial au niveau des pays, des secteurs et des entreprises considérées individuellement. Nous pensons en particulier que les fabricants de semi-conducteurs, les fournisseurs d'équipements pour l'automatisation industrielle et ceux de solutions d'énergies et de mobilité écologiques seront tous appelés à bénéficier de ces tendances et que ces secteurs représenteront une part importante de la structure de nos portefeuilles.

Nous chercherons à profiter de la prime d'illiquidité en poursuivant des opportunités parmi le crédit privé, l'immobilier et certains marchés de capitaux en développement

En cette Ère de la transformation où les taux d'intérêt réels et nominaux resteront probablement ancrés à de faibles niveaux, il nous paraît approprié de chercher à maximiser les gains des stratégies obligataires classiques à l'aide de mandats flexibles, visant à tirer profit de tout l'éventail mondial des opportunités. Il est également pertinent, selon nous, de rechercher des alternatives au-delà des obligations traditionnelles, y compris à l'aide d'instruments de crédit privé et des marchés de capitaux en développement mondiaux, dès lors que cette quête est compatible avec les besoins et les attentes de nos clients.

L'immobilier et le crédit alternatif procurent des opportunités attractives de revenu. À ce titre, PIMCO, en tant qu'entreprise, entend continuer d'y investir. (Voir encadrés.)

Les capacités quantitatives et les technologies joueront un rôle clé pour tous les gérants d'actifs. Nous prévoyons donc de continuer d'enrichir ces capacités, afin d'offrir des stratégies quantitatives dédiées répondant à la demande de nos clients et d'apporter des éclairages et notre assistance dans un processus d'investissement destiné à créer de l'alpha et à gérer efficacement le risque dans tous les portefeuilles de clients.

Éclairage séculaire

ESG : Opportunités et tendances

Notre forum a débattu des questions macroéconomiques et géopolitiques soulevées par la transition énergétique, ainsi que des évolutions réglementaires en matière d'investissement ESG.

Le monde est encore loin de tenir sa promesse de limiter la hausse des températures entre 1,5° C et 2,0° C adoptée dans l'Accord de Paris en 2016. Les engagements et les objectifs de décarbonation se multiplient, mais les mesures requises pour honorer ces ambitions demeurent insuffisantes.

L'importance des moyens (politiques, financiers et humains) nécessaires à l'atteinte de ces objectifs peut bouleverser grandement l'économie mondiale. Un capital considérable sera déployé par les acteurs des secteurs public et privé en raison du potentiel commercial de solutions évolutives qui créeront des opportunités d'investissement dans de nombreuses classes d'actifs. La réaffectation du capital vers des sources d'énergie plus propres, à l'initiative des gouvernements et des investisseurs, présente un intérêt sur le long terme, mais s'accompagne d'un risque de perturbations plus immédiates sur la voie de cette transition.

La trajectoire vers le pic de la demande en énergies fossiles, parallèlement au durcissement des réglementations et des pressions ESG sur les activités d'exploration et de production de matières combustibles, a pour effet d'augmenter le risque de volatilité des prix de l'énergie à l'horizon des prévisions séculaires, avec la possibilité de tensions haussières plus généralisées sur l'inflation.

Par ailleurs, la concentration des sources de matières premières et minéraux sous-jacents aux technologies d'énergies propres crée une dépendance excessive envers certains pays et certaines chaînes d'approvisionnement, de telle sorte qu'un compromis doit être trouvé entre la diversification des ressources et l'atteinte d'une consommation énergétique plus propre le plus rapidement possible. Limiter avec des efforts concertés la hausse des températures à bien

moins de 2,0° C nécessiterait de multiplier par quatre la quantité nécessaire de minéraux employés dans les technologies d'énergies propres avant 2040. La stabilité des marchés financiers et la confiance envers les responsables politiques devraient, dans une large mesure, dépendre de l'équilibre relatif qui sera trouvé entre l'offre et la demande de sources énergétiques, à la fois traditionnelles et nouvelles.

Les exigences de transparence des entreprises concernant leur relation au changement climatique s'accroissent sur de nombreux marchés par le biais de diverses initiatives réglementaires, alors que les investisseurs sont de plus en plus nombreux à considérer la question climatique comme un moteur clé de la performance. L'adaptation au changement climatique et son atténuation sont des thèmes qui devraient largement mobiliser l'attention des responsables politiques et des instances de réglementation à l'horizon séculaire. La tarification du carbone, ainsi que des concepts comme le Mécanisme d'ajustement du carbone aux frontières, gagneront en popularité dans diverses économies. Si au niveau fédéral, la perspective d'une politique de tarification du carbone paraît encore éloignée aux États-Unis, les gouvernements de certains États américains, en revanche, devraient continuer de déployer des efforts en ce sens dans leurs juridictions et avoir ainsi un impact important.

Dans l'ensemble, la transition énergétique représente un déploiement de capital aux proportions historiques. L'évaluation des risques et des opportunités générés directement par cette transition, mais aussi indirectement dans les différentes classes d'actifs, est un exercice qui va devenir de plus en plus crucial pour les investisseurs. PIMCO s'engage à entretenir un dialogue continu avec les responsables politiques et les organisations internationales, afin de contribuer au développement des meilleurs cadres, outils et solutions permettant aux investisseurs d'analyser les risques et les opportunités dans cet environnement en rapide mutation.

[De plus amples informations sur l'approche de PIMCO en matière d'investissement ESG peuvent être consultées ici.](#)

Opportunités du crédit privé

Le crédit privé reste un domaine relativement intéressant car les investisseurs peuvent y voir des primes d'illiquidité et de complexité pour générer des performances ajustées des risques attractives par rapport aux marchés de la dette cotée. Nous sommes bien conscients que la quête mondiale de rendement a donné lieu à une forte accumulation de capital dans certains segments des marchés des prêts privés, d'où l'existence parfois de valorisations plus tendues et de protections moins rigoureuses des créanciers. Ce phénomène est sans doute le plus visible dans le marché des prêts aux entreprises intermédiaires appuyées par des sponsors de private equity (PE).

Dans ce contexte, les solutions de capital et des opportunités de prêt plus complexes, adossées à des actifs, devraient générer de meilleures performances ajustées des risques par rapport aux prêts plus traditionnels aux entreprises du marché intermédiaire sponsorisées par des acteurs du PE. Les défis posés par la pandémie ont entraîné des pressions considérables sur de nombreux modèles économiques et bilans, de telle sorte que beaucoup d'emprunteurs abordent l'environnement actuel avec des structures de capital extrêmement complexes et endettées. Cette situation est source d'opportunités pour les créanciers privés, en raison des besoins sur mesure qui caractérisent un grand nombre

d'emprunteurs. Ces opportunités peuvent souvent prendre la forme de prêts senior, mais aussi d'investissements en capital junior ou en fonds propres structurés, avec éventuellement des clauses de protection soigneusement négociées, et offrir une puissante combinaison de protection contre le risque baissier et de potentiel haussier semblable à celui des actions.

Par ailleurs, les opportunités devraient aussi être nombreuses parmi les crédits hypothécaires résidentiels et les marchés du financement spécialisé, où les investisseurs peuvent, selon nous, bénéficier de la garantie d'actifs robustes, d'une diversification des emprunteurs et/ou de flux de revenus moins corrélés aux marchés du crédit traditionnels. Il est vrai que les rendements sont limités dans certains segments du crédit résidentiel de grande qualité, mais des opportunités devraient continuer de se présenter parmi les portefeuilles de prêts historiques aux États-Unis et dans certains marchés d'Europe, ainsi que dans le cadre de l'origination de nouveaux prêts assortis d'une protection des investisseurs finaux. En matière de financement spécialisé, nous prévoyons toujours des opportunités dans les formes de crédit à la consommation de meilleure qualité, ainsi que dans le financement sur actif, notamment dans les transports, les droits de propriété intellectuelle et les portefeuilles de crédits historiques.

Opportunités dans l'immobilier commercial

La crise du Covid-19 a lourdement pénalisé les marchés mondiaux de l'immobilier commercial et créé de la dispersion entre les différents types d'actifs. Outre ces bouleversements, de nombreuses tendances de long terme polarisent l'attention des investisseurs, notamment l'urbanisation à l'échelle mondiale, l'essor de la classe moyenne dans les économies en développement, le manque d'offre de logements, l'accélération du commerce électronique et les progrès des sciences de la vie.

À l'horizon de nos prévisions séculaires, nous pensons que les opportunités du marché mondial de l'immobilier commercial seront dictées par les thèmes suivants :

- Le rétablissement après les dislocations dues au Covid-19, plus particulièrement dans les secteurs mondiaux du logement et des bureaux
- Les secteurs bénéficiant de l'accélération de tendances séculaires, comme l'industrie et la construction résidentielle, ainsi que d'autres nouveaux secteurs de niche tels que les centres de données et le logement alternatif
- L'accroissement de tensions de long terme amplifiées par le Covid-19 au niveau de la grande distribution et des prêts non productifs en Europe, tendance qui devrait s'accélérer à partir de 2022

Compte tenu de l'éventail des opportunités, nous prévoyons un environnement d'investissement relativement riche à tous les niveaux de risque. Pour les investisseurs axés sur le revenu, les actifs « core » et « core-plus » bénéficiant des tendances ci-dessus devraient procurer un rendement ajusté des risques attractif par rapport aux obligations et au crédit plus traditionnel. Par ailleurs, la hausse des volumes de transactions, les besoins en capital afin de repositionner des actifs et l'environnement réglementaire devraient aussi donner lieu à des opportunités intéressantes pour les investisseurs en prêts senior liés à l'immobilier commercial.

Pour les adeptes des placements opportunistes et « value-add », des opportunités d'acquisition ou de recapitalisation d'actifs devraient se présenter à mesure que la reprise se poursuit. Plus précisément, il existe un important besoin de repositionnement et de développement afin que la prochaine génération d'actifs immobiliers soit à l'épreuve du futur, en intégrant des considérations ESG. Enfin, compte tenu des niveaux de dette élevés, nous nous attendons à ce que les établissements financiers mènent davantage d'initiatives d'assainissement de leurs bilans, ce qui devrait donner lieu à de nombreuses cessions de prêts « non-core », sous-productifs ou non productifs adossés à des biens d'immobilier commercial.

Les performances passées ne constituent pas une garantie ou un indicateur fiable des résultats futurs.

Tout investissement comporte des risques 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 encore renforcé dans un contexte de taux 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 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. La valeur des **actions** peut baisser en fonction des conditions générales de marché, économiques et sectorielles réelles ou perçues. **Les matières premières** comportent un risque accru, notamment lié aux conditions de marché, politiques, réglementaires et naturelles, et peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. La valeur des **biens immobiliers** et des portefeuilles qui investissent dans l'immobilier peut fluctuer en réaction aux éléments suivants : pertes dues à des accidents ou à des condamnations, modifications des conditions économiques locales et générales, offre et demande, taux d'intérêt, taux des impôts fonciers, limitations réglementaires des loyers, lois de zonage et frais d'exploitation. **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, et leur valeur peut fluctuer en fonction de l'idée que se fait le marché de la solvabilité de l'émetteur concerné. Si ces titres sont généralement garantis par des gouvernements, des agences gouvernementales ou des entités privées, rien ne dit que ces derniers honoreront leurs engagements. 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 taux de change** peuvent fluctuer sensiblement sur de courtes périodes et réduire les performances d'un portefeuille. **Les stratégies d'investissement dans les crédits privés et les actions** présentent un niveau de risque important et il est porté à l'attention des investisseurs potentiels que de telles stratégies ne conviennent qu'à des personnes disposant de moyens financiers appropriés, qui n'ont pas besoin que leur investissement soit liquide et peuvent supporter le risque économique, y compris la perte éventuelle totale de leur investissement. **Le risque de gestion** correspond au risque que les techniques d'investissement et analyses des risques appliquées par PIMCO ne produisent pas les résultats escomptés, et que certaines politiques ou événements puissent avoir un impact sur les techniques d'investissement dont peut disposer PIMCO dans le cadre de la gestion de la stratégie.

* PIMCO s'attache à intégrer les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (« ESG ») à tous les stades de son processus de recherche et à nouer un dialogue avec les émetteurs sur les questions de durabilité, à la lumière de son analyse des investissements axés sur le changement climatique. Pour PIMCO, l'intégration ESG consiste à prendre systématiquement en compte les facteurs ESG importants dans notre processus de recherche. Ces facteurs sont notamment les risques liés au changement climatique, la diversité, l'inclusion et l'égalité sociale, les risques réglementaires, ou encore la gestion du capital humain. Vous trouverez de plus amples informations à ce sujet dans la Déclaration de politique d'investissement ESG (environnemental, social et de gouvernance) de PIMCO.

En ce qui concerne les fonds amalgamés assortis d'objectifs durables (« fonds ESG dédiés »), nous nous appuyons sur l'expérience acquise depuis une cinquantaine d'années dans le cadre de nos processus d'investissement fondamentaux et suivons trois grands principes : Exclure, Évaluer et Dialoguer. De cette manière, les fonds ESG dédiés de PIMCO entendent procurer des rendements attrayants tout en mettant en œuvre des stratégies qui, selon PIMCO, peuvent contribuer à dégager des résultats ESG positifs. Veuillez consulter le prospectus de chaque fonds ESG dédié pour en savoir plus sur ses objectifs et stratégies d'investissement ainsi que sur l'approche suivie en matière d'ESG.

L'investissement ESG revêt par nature une dimension qualitative et subjective, et il ne peut être garanti que les facteurs utilisés ou le jugement exercé par PIMCO refléteront les opinions d'un investisseur donné. Les facteurs utilisés par PIMCO peuvent par ailleurs différer de ceux qu'un investisseur donné considère comme pertinents pour l'évaluation des pratiques ESG d'un émetteur. Pour évaluer un émetteur, PIMCO est tributaire des informations et données obtenues au travers de rapports d'émetteurs ou de tiers pouvant s'avérer incomplets, inexacts ou n'être tout simplement pas disponibles, ou présentant des informations et des données contradictoires au sujet de l'émetteur, ce qui pourrait empêcher PIMCO d'évaluer adéquatement les pratiques commerciales d'un émetteur sur le plan ESG. Les normes de responsabilité sociale varient en fonction des régions, et les pratiques ESG d'un émetteur de même que l'évaluation qu'en fait PIMCO peuvent évoluer au fil du temps. Rien ne garantit l'efficacité des techniques ou de la stratégie d'investissement ESG. Les performances passées ne constituent pas une garantie ou un indicateur fiable des résultats futurs.

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. Les perspectives et stratégies sont sujettes à modifications, sans notification préalable. Il est recommandé aux investisseurs de consulter leur professionnel de l'investissement avant de prendre toute décision en matière d'investissement.

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 prix d'un actif aux mouvements du marché. Le bêta du marché est égal à 1.

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 (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** (n° d'enregistrement 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 Munich, Allemagne), **PIMCO Europe GmbH Italian Branch** (n° d'enregistrement 10005170963), **PIMCO Europe GmbH Irish Branch** (n° d'enregistrement 909462), **PIMCO Europe GmbH UK Branch** (Company No. BR022803) et **PIMCO Europe GmbH Spanish Branch** (N.I.F. W2765338E) 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 bancaire allemande (KWG). 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, tel que modifié ; (3) succursale anglaise : la 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. © 2021, PIMCO